

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV POSLOVNEGA OKOLJA PODJETJA V SLOVENIJI IN
SRBIJI NA EKONOMSKO UPRAVIČENOST INVESTICIJE**

Ljubljana, september 2016

METKA URŠIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Metka Uršič, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom VPLIV POSLOVNEGA OKOLJA PODJETJA V SLOVENIJI IN SRBIJI NA EKONOMSKO UPRAVIČENOST INVESTICIJE, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izredno profesorico doktorico Nino Ponikvar

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 22.09.2016

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DRUŽBENOPOLITIČNO IN EKONOMSKO OKOLJE TER INVESTICIJE ...	3
1.1 Analiza PESTLE družbenopolitičnega in ekonomskega okolja	3
1.2 Porterjeva analiza petih silnic	5
1.3 Slovenija kot družbenopolitični in ekonomski prostor za izvedbo investicije	6
1.4 Srbija kot družbenopolitični in ekonomski prostor za izvedbo investicije	7
1.5 Primerjava pomembnejših okoljskih dejavnikov za odločitev o izvedbi investicije v izbrani državi	9
2 PRESOJA EKONOMSKE UPRAVIČENOSTI INVESTICIJE.....	10
2.1 Ocena denarnega toka	11
2.1.1 Analiza trga ter ocen prihodkov	11
2.1.2 Ocena investicijskih izdatkov in tekočih stroškov poslovanja ter določitev terminskega načrta izvedbe investicije	12
2.1.3 Terminski načrt investicije	13
2.1.4 Financiranje projekta	13
2.1.5 Projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja ter ocena denarnega toka	15
2.2 Metode za presojo ekonomske upravičenosti investicij	15
2.2.1 Statične metode	16
2.2.1.1 Donosnost investicije in računovodska stopnja donosa	16
2.2.1.2 Povprečna stopnja donosa	16
2.2.1.3 Doba vračanja investicije	16
2.2.2 Dinamične metode	17
2.2.2.1 Diskontirana doba vračanj investicije	17
2.2.2.2 Neto sedanja vrednost (NSV).....	18
2.2.2.3 Interna (notranja) stopnja donosnosti (IRR).....	18
2.2.2.4 Modificirana interna (notranja) stopnja donosa (MIRR)	19
2.2.2.5 Indeks donosnosti (PI).....	19
3 OCENA DENARNEGA TOKA IZBRANE INVESTICIJE V SLOVENIJI.....	20
3.1 Analiza trga ter ocena prihodkov	20

3.2	Ocena investicijskih izdatkov in tekočih stroškov poslovanja ter določitev terminskega načrta izvedbe investicije	21
3.3	Terminski načrt investicije	26
3.4	Financiranje projekta	27
3.5	Projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja ter ocena denarnega toka ...	28
3.6	Neto denarni tok in povprečni strošek kapitala izbrane investicije, izvedene v Sloveniji.....	30
4	OCENA DENARNEGA TOKA IZBRANE INVESTICIJE V SRBIJI.....	31
4.1	Raziskava in analiza trga ter ocena prihodkov	31
4.2	Ocena investicijskih izdatkov in tekočih stroškov poslovanja ter določitev terminskega načrta izvedbe investicije	32
4.3	Terminski načrt investicije	37
4.4	Financiranje projekta	38
4.5	Projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja ter ocena denarnega toka ...	39
4.6	Neto denarni tok in povprečni strošek kapitala izbrane investicije, izvedene v Srbiji	42
5	EKONOMSKA UPRAVIČENOST IZBRANE INVESTICIJE V SLOVENIJI IN SRBIJI.....	43
6	ANALIZA OBČUTLJIVOSTI INVESTICIJE.....	44
	SKLEP.....	45
	LITERATURA IN VIRI.....	47
	PRILOGA	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava pomembnejših okoljskih dejavnikov, ki neposredno vplivajo na izbrano investicijo v izbrani državi.....	9
Tabela 2: Ocena predvidenih prihodkov od prodaje iz naslova opravljenih storitev z izbrano investicijo v Sloveniji v € po letih od 2017 do 2021	21
Tabela 3: Pregled ocene potrebnih osnovnih sredstev z okvirno nabavno vrednostjo in amortizacijsko stopnjo za izbrano investicijo v Sloveniji	21
Tabela 4: Ocenjeni tekoči stroški poslovanja za izbrano investicijo v Sloveniji v € po posameznih kategorijah po letih od 2017 do 2010	22
Tabela 5: Ocenjeni skupni stroški dela izbrane investicije, izvedene v Sloveniji, po letih od 2016 do 2021	22

Tabela 6: Ocenjeno potrebno število zaposlenih po številu in vrsti izobrazbe za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, po letih od 2016 do 2021.....	23
Tabela 7: Ocenjene bruto plače zaposlenih mesečno v € po delovnem mestu v Sloveniji, po letih od 2016 do 2021	23
Tabela 8: Ocenjeni drugi stroški dela zaposlenih mesečno v € po delovnem mestu v Sloveniji, po letih od 2016 do 2021	23
Tabela 9: Povzetek števila dni vezave posamezne kategorije obratnih sredstev.....	24
Tabela 10: Potrebe po obratnem kapitalu v € za izbrano investicijo v Sloveniji za obdobje 2016–2021	25
Tabela 11: Viri in poraba sredstev pri izbrani investiciji, izvedeni v Sloveniji, v obdobju 2016–2021	25
Tabela 12: Terminski načrt izbrane investicije, izvedene v Sloveniji.....	26
Tabela 13: Projekcija poslovnega izida v € za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, za obdobje 2016–2021	28
Tabela 14: Projekcija bilance stanja v € za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, za obdobje 2016–2021	28
Tabela 15: Projekcija izkaza denarnega toka v € za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, za obdobje 2016–2021	29
Tabela 16: Neto denarni tok izbrane investicije v Sloveniji v € za obdobje 2016–2021, upoštevajoč investicijo v osnovna in obratna sredstva	30
Tabela 17: Finančni viri za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, in zahtevana stopnja donosa (WACC)	31
Tabela 18: Ocena predvidenih prihodkov od prodaje iz naslova opravljenih storitev z izbrano investicijo v Srbiji v €, po letih od 2017 do 2020.....	32
Tabela 19: Pregled ocenjenih potrebnih osnovnih sredstev z okvirno nabavno vrednostjo in amortizacijsko stopnjo za izbrano investicijo v Srbiji.....	33
Tabela 20: Ocenjeni tekoči stroški poslovanja za izbrano investicijo v Srbiji v €, po letih od 2017 do 2020	33
Tabela 21: Ocenjeni skupni stroški dela izbrane investicije, izvedene v Srbiji, po letih od 2016 do 2021	34
Tabela 22: Ocenjeno potrebno število zaposlenih po številu in vrsti izobrazbe za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, po letih od 2016 do 2021	34
Tabela 23: Ocenjene bruto plače in drugi stroški dela zaposlenih mesečno v € po delovnem mestu v Srbiji, po letih od 2016 do 2021	34
Tabela 24: Povzetek števila dni vezave posamezne kategorije obratnih sredstev.....	36
Tabela 25: Potrebe po obratnem kapitalu v € za izbrano investicijo v Srbiji za obdobje 2016–2021	36
Tabela 26: Viri in poraba sredstev pri izbrani investiciji, izvedeni v Srbiji, v obdobju 2016–2021	37
Tabela 27: Terminski načrt izbrane investicije, izvedene v Srbiji	37
Tabela 28: Projekcija poslovnega izida v € za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, za obdobje 2016–2020	39

Tabela 29: Projekcija bilance stanja v € za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, za obdobje 2016–2020	40
Tabela 30: Projekcija izkaza denarnega toka v € za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, za obdobje 2016–2021.....	41
Tabela 31: Neto denarni tok izbrane investicije v Srbiji v € za obdobje 2016–2021, upoštevajoč investicijo v osnovna in obratna sredstva.....	42
Tabela 32: Finančni viri za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, in zahtevana stopnja donosa (WACC).....	42
Tabela 33: Zbirna tabela kazalnikov upravičenosti investicije za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, in izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji	43
Tabela 34: Analiza občutljivosti NSV na spremembo ključnih parametrov investicije za 1 %.....	44

UVOD

Tržna konkurenca prek nižjih prodajnih cen sili podjetja v čim nižje stroškovne cene proizvoda oz. storitve. Na drugi strani se vzporedno z globalizacijo trženja širi tudi globalizacija investiranja. Investicije se opravljajo na različnih lokacijah v domovini, še bolj pa raste trend investiranja v tujini. Na tujem so pred leti investirala predvsem velika in multinacionalna podjetja, v zadnjih desetletjih pa je ta trend zajel tudi mikro- in majhna podjetja. Mikro- in majhna podjetja se pri investiranju v tujino poslužujejo predvsem t. i. investicij »čez mejo« oz. investiranja zlasti v države, ki mejijo na domovino, saj jim je tako okolje bližje. Po navadi jim je bližje zemljepisno pa tudi družbenopolitično, bolj poznane pa so jim tudi ekonomske značilnosti takega okolja. Z vidika logistike, stroškov izvedbe in nadzora investicije ter poslovanja je takšno čezmejno investiranje ugodnejše, kot bi bilo investiranje v bolj oddaljene države ali na druge celine. Po podatkih Banke Slovenije (b.1.) so bile v letu 2014 štiri največje države gostiteljice slovenskih neposrednih naložb države nekdanje Jugoslavije. Skupaj so predstavljale dve tretjini vseh neposrednih naložb v tujini (od skupnih 6.097 mio, EUR neposrednih naložb v tujino). Na prvem mestu so s 26,7 % neposredne naložbe na Hrvaškem, tik za njimi, na drugem mestu, pa so neposredne naložbe v Srbijo s 24,4 % oziroma 1.485 mio. EUR vrednimi naložbami.

Različno poslovno okolje pomeni tudi drugačno poslovanje podjetij, saj s svojimi političnimi, ekonomskimi, družbenimi, pravnimi in drugimi dejavniki v delovanje podjetja prinaša svoje posebnosti, ki tako ali drugače vplivajo na delovanje podjetja in na odločitve o investicijah. Tako lahko z gotovostjo zatrdimo, da različni dejavniki posameznega poslovnega okolja determinirajo različno ekonomsko upravičenost investicij v določenem poslovnem okolju.

Namen diplomskega dela je prikazati, kako dejavniki okolja, v katerem se izvaja investicija, lahko ključno vplivajo na ekonomsko upravičenost oziroma neupravičenost njene izvedbe. Zato bomo v diplomskem delu na primeru investicije v lesnopredelovalni dejavnosti analizirali njeno ekonomsko upravičenost v dveh različnih ekonomskih in družbenopolitičnih okoljih – v Sloveniji in Srbiji – ter primerjali izsledke te analize. Osnovno raziskovalno vprašanje tega diplomskega dela je, v kolikšni meri ekonomsko in družbenopolitično okolje determinira ekonomsko upravičenost neke investicije.

Lesnopredelovalna dejavnost je v obeh preučevanih poslovnih okoljih – v Sloveniji in Srbiji – zaradi razpoložljive surovinske baze dobro razvita. S pozicioniranjem investicije v izvirno surovinsko okolje namreč zmanjšujemo transportne stroške in s tem povečujemo konkurenčno prednost investitorja.

Naslednji cilj je izdelati oceni denarnega toka investicije v vsakem izmed analiziranih poslovnih okolij in na podlagi tega izračunati kazalnike ekonomske upravičenosti izvedbe

izbrane investicije v Sloveniji oziroma Srbiji. Ocena prihodkov bo temeljila na analizi trga, ki jo bomo izdelali s pomočjo Porterjevega modela petih silnic (Porter, 1980). Ocena investicijskih izdatkov bo temeljila na oceni potrebnih osnovnih sredstev in potrebnega obratnega kapitala, medtem ko se bomo pri oceni tekočih stroškov poslovanja osredinili na oceno variabilnih in fiksnih stroškov. Vse potrebne aktivnosti za izvedbo določene investicije in časovni okvir njihove izvedbe (Podjetniški portal, b.l.) za investicijo v posamezno poslovno okolje bomo nato prikazali v terminskem načrtu investicije. Pri investiciji v Sloveniji in Srbiji bomo ocenili tudi investicijska tveganja in preverili možnosti financiranja, ki so na voljo. Na osnovi vsega tega pa bomo za poslovno okolje investicije v Sloveniji in poslovno okolje investicije v Srbiji izdelali še projekcijo bilance stanja, projekcijo izkaza poslovnega izida, projekcijo denarnega toka in projekcijo prostega denarnega toka projekta

Naslednji cilj je izdelati oceni denarnega toka investicije v vsakem izmed analiziranih poslovnih okolij in na podlagi tega izračunati kazalnike ekonomske upravičenosti izvedbe izbrane investicije v Sloveniji oziroma Srbiji. Ocena prihodkov bo temeljila na analizi trga, ki jo bomo izdelali s pomočjo Porterjevega modela petih silnic (Porter, 1980). Ocena investicijskih izdatkov bo temeljila na oceni potrebnih osnovnih sredstev in potrebnega obratnega kapitala, medtem ko se bomo pri oceni tekočih stroškov poslovanja osredinili na oceno variabilnih in fiksnih stroškov. Vse potrebne aktivnosti za izvedbo določene investicije in časovni okvir njihove izvedbe (Podjetniški portal, b.l.) za investicijo v posamezno poslovno okolje bomo nato prikazali v terminskem načrtu investicije. Pri investiciji v Sloveniji in Srbiji bomo ocenili tudi investicijska tveganja in preverili možnosti financiranja, ki so na voljo. Na osnovi vsega tega pa bomo za poslovno okolje investicije v Sloveniji in poslovno okolje investicije v Srbiji izdelali še projekcijo bilance stanja, projekcijo izkaza poslovnega izida, projekcijo denarnega toka in projekcijo prostega denarnega toka projekta.

Primerjava izsledkov analize ekonomske upravičenosti izbrane investicije za obe poslovni okolji, kar je tretji cilj diplomskega dela, pa bo pokazala, kako močno poslovno okolje, v katerem se investicija uresničuje, določa njeno ekonomsko upravičenost. Za presojo ekonomske upravičenosti izbrane investicije bomo analizirali računovodsko stopnjo donosa, dobo vračanja investicije, neto sedanjo vrednost, interno stopnjo donosa, modificirano interno stopnjo donosa in indeks donosnosti.

Da bi preverili občutljivost mer ekonomske upravičenosti investicije na posamezne predpostavke analize, bomo izdelali tudi analizo občutljivosti. To bo četrti in zadnji cilj diplomskega dela. Z analizo občutljivosti bomo preverili, kako na investicijo vpliva sprememba vstopnih kategorij. Preverili bomo vpliv vrednosti investicije, stroškov dela, stroškov najema, zavarovanja in drugih poslovnih storitev, stroškov pomožnega materiala, stroškov nadomestnih delov za osnovna sredstva, stopnje davka na dohodek pravnih oseb, višine diskontne stopnje in vpliv spremembe višine prihodkov.

1 DRUŽBENOPOLITIČNO IN EKONOMSKO OKOLJE TER INVESTICIJE

Prvo poglavje je namenjeno analizi poslovnega okolja z vidika analize različnih dimenzij poslovnega okolja investicije oziroma podjetja. V prvem delu tega poglavja bomo analizirali širše okolje podjetja (Britton & Worthington, 2003). Najprej bomo pregledali metodološki pristop analize poslovnega okolja z vidika analize širšega zunanjega okolja, ki obsega dejavnike, ki na podjetje nimajo kratkoročnega vpliva in nanj ne vplivajo neposredno (Jaklič, 1999). Poslovno okolje investicije bomo tako analizirali s pomočjo analize PESTLE (Britton & Worthington, 2003), ki analizira politične, ekonomske, družbene, tehnološke, pravne in etične ter okoljske dejavnike poslovnega okolja. S tem metodološkim pristopom lahko kvalitativno dopolnimo informacije, pridobljene iz različnih neformalnih primarnih in sekundarnih virov, med katere uvrščamo kupce, dobavitelje, finančne institucije, različne interesne skupine, različna sodelovalna in svetovalna podjetja itn. (Jaklič, 1999). Nadalje bomo v drugem podpoglavju s Porterjevo analizo petih silnic analizirali okolje delovanj investicije oziroma podjetja (Jaklič, 2009).

V nadaljnjih podpoglavjih pa se bomo osredinili na družbenopolitično in ekonomsko okolje investicije v Sloveniji in Srbiji. Nazadnje bomo preučili še, katere so razlike med predstavljenima poslovnima okoljema ter katere so prednosti in slabosti vsakega izmed njih.

1.1 Analiza PESTLE družbenopolitičnega in ekonomskega okolja

Za vsako investicijo je pomembno, da je okolje, v katerem investiramo, stabilno. Zato je pred začetkom snovanja vsake investicije treba podrobno preučiti različne dejavnike vsakega poslovnega okolja. Preučitev zunanjih dejavnikov vsakega gospodarskega okolja pa je še toliko pomembnejše, ko se odločamo o vstopu na tuji trg, na katerem nam običajno okolje ni toliko domače kot v lastni domovini. Zato moramo posebej preučiti notranje in tudi zunanje dejavnike, na katere nimamo vpliva, so pa ključni pri vsakem poslovanju. Poleg teoretične analize poslovnega okolja pa je nujno tudi praktično analiziranje okolja investicije in ne izhodno spoznavanje trga s fizično prisotnostjo v okolju. Le s tem namreč dejansko vidimo, kako okolje »diha«, saj nobena analiza ne more razkriti mehkih dejavnikov okolja, ki so za realizacijo in predvsem uspešnost projekta ključni. Vsekakor pa je temeljna analiza dejavnikov nujna in je osnova načrtovanja vsakršnega investiranja na trg. Ena takih poslovnih analiz makrodejavnikov poslovnega okolja je analiza PESTLE (Britton & Worthington, 2003; Jaklič, 1999; Kos, 2016a).

Analiza PESTLE zajema analiziranje šestih makrodejavnikov (Britton & Worthington, 2003; Kos, 2016a):

- politično okolje;
- ekonomsko okolje;
- socialnokulturno okolje;
- tehnično-tehnološko okolje;
- pravno okolje;
- etične in okoljske dejavnike.

Analiza političnega okolja vključuje analizo formalnih in neformalnih vplivov. Med prve sodijo politično stanje in delovanje vlade, pravne, regulacijske in druge norme ter standardi, po katerih mora podjetje poslovati, tj.: regulacija monopola, davčna politika, politika zaposlovanja in fleksibilnost delovne sile, politika spodbujanja podjetništva, predpisi in zakoni o varovanju okolja itn. (Kos, 2016a).

Analiza ekonomskega okolja vključuje analizo dejavnikov, ki vplivajo na finančno poslovanje podjetja, ceno kapitala, kupno moč prebivalstva, cenovno politiko surovin in energije, nezaposlenost, bruto domači proizvod, obrestne mere in s tem na lastne cene proizvodov in storitev družb idr. kategorije. Pri tem delu analize so zelo pomembne tudi napovedi za prihodnost (Kos, 2016a). Pri načrtovanju in oblikovanju strategije podjetja je treba posebno vlogo posvetiti spremembi višine davkov in posojilnih pogojev ter menjalnih tečajev, spremembi cen ključnih surovin in materialov, spremembi prodajnih cen konkurentov in spremembi drugih ekonomskih dejavnikov (Sloman & Jones, 2011).

Analiza socialnokulturnega okolja zajema analizo socialnih, psiholoških, kulturnih, verskih idr. dejavnikov, ki vplivajo na okolje in razvoj okolja. V tem sklopu so pomembni: analiza demografske slike prebivalstva, migracije, mobilnost prebivalstva, struktura izobrazbe, verska struktura prebivalstva, življenjski status in navade, poraba, odnos do tujih produktov, tujcev in tujih investicij, distribucija prihodkov idr. dejavnikov, ki so pomembni za poslovanje naše družbe v tem okolju (Kos, 2016a). Pušnikova (2010) pojasnjuje, da se različne družbeno-socialne in kulturne vrednote med državami lahko močno razlikujejo in kot take pomembno vplivajo tudi na druge segmente splošnega okolja. Prav zato pravi, da jih mora vsako podjetje skrbno spremljati in ocenjevati spremembe teh stališč ter analizirati njihovo vrednost na izvajanje investicij in poslovanje podjetja.

Analiza tehnološkega okolja je pomembna, saj determinira možnost vstopa na trg, možnosti najetja določenih storitev ali opreme, možnosti določenih tehnoloških rešitev in njihovih širitev, splošen odnos do informacijske tehnologije ter dostop do interneta in mobilnih tehnologij, dostop do tehničnega kadra in strokovno usposobljenost razpoložljivega kadra, dostopnost surovin itn. (Kos, 2016a). V današnjem času je morda ravno tehnologija najpomembnejši dejavnik, ki determinira našo prihodnost (Kotler,

Armstrong, Wong, & Saunders, 2008). Z njo lahko dobimo dobre izume, kot so npr. zdravila za različne bolezni, lahko zelo slabe izume, kot so npr. različna orožja, in tiste izume, ki jih lahko uvrščamo med dobre in slabe, odvisno od tega, iz katerega zornega kota nanje gledamo, kot npr. kreditne kartice.

Analiza pravnega okolja zajema analizo delovanja pravnega sistema ter zaupanje v sodstvo in pravično delovanje sodne veje oblasti, spoštovanje zakonov za domače in tuje pravne in fizične osebe (Kos, 2016a). Pravna zakonodaja je namreč tista, ki uravnava poslovanje podjetja vse od ustanovitve do prejema plačila in končne razdelitve dohodka od prodaje storitev oziroma proizvodov končnemu porabniku. Ker se zakonodaja še posebej na poslovnem področju zelo hitro spreminja, je treba pravnim dejavnikom posvetiti posebno pozornost pri načrtovanju investicij in poslovanja podjetja. Za zagotavljanje stabilnega okolja mora vsak nacionalni sistem opraviti dve ključni nalogi. Prva je zagotovitev mehanizma za obstoj in delovanje organizacij in posameznikov, druga pa je ponuditi različne možnosti reševanja konfliktov med njimi ter različne možnosti obravnave kršilcev sprejetih standardov obnašanja (Britton & Worthington, 2003).

Analiza etičnega in naravnega okolja podjetja pomeni analizo družbene odgovornosti podjetja, in sicer ali podjetje pri sprejemanju svojih odločitev upošteva svoj vpliv na različne interesne skupine in vpliv svojega poslovanja na naravno okolje (Britton & Worthington, 2003). Analiza okoljskih dejavnikov temelji na preučevanju vremena in klime določenega okolja ter vpliva okolja na poslovanje in vpliva poslovanja na okolje itn. (Kos, 2016a).

1.2 Porterjeva analiza petih silnic

Ker se pri različnih panogah pojavljajo različne možnosti doseganja dobička, si je pri investiranju v posamezno panogo smiselno pri analizi panoge pomagati s Porterjevo analizo petih silnic, ki bistveno vplivajo na strukturo panoge in s tem privlačnost panoge za vstop (Kos, 2016b). Porterjeva analiza petih silnic (Pušnik, 2010; Kos, 2016a) sloni na analizi:

- obstoječe panožne konkurence;
- potencialne nove konkurence z vidika vstopnih pogojev v panogo;
- pogajalske moči kupcev v panogi;
- pogajalske moči dobaviteljev v panogi;
- nevarnosti novih substitutov v panogi.

Po Jakličevem mnenju (2009) s Porterjevo metodo petih silnic analiziramo okolje delovanja podjetja ali – kot ga imenuje – transakcijsko okolje podjetja. Poleg

transakcijskega okolja podjetja Jaklič (2009) opredeljuje še t. i. kontekstualno okolje podjetja ali drugače širše zunanje okolje podjetja. Zadnjega smo analizirali z analizo PESTLE v predhodnem podpoglavju.

Pri odločanju o investiciji pa je na več korakih zelo uporabna tudi analiza SWOT (ang. *Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*), s katero analiziramo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti trga, konkurence, produkta, okolja ali drugih kategorij, ki so nam pri posamezni odločitvi pomembne.

1.3 Slovenija kot družbenopolitični in ekonomski prostor za izvedbo investicije

Slovenija je članica Evropske unije (v nadaljevanju EU) in zaveznica Nata, kar naj bi državi nudilo kredibilnost in varnost. Kot članici EU ji gre pripisati prednosti odprtosti trga in dela na področju EU, obenem pa tudi zavezo k spoštovanju zakonodaje, ki je v okviru smernic tega združenja. To je za državo in njeno okolje dobro, ima pa tudi svojo negativno stran, saj država pri sklepanju sodelovanja z državami zunaj tega združenja ni prosta. Tu velja morda bolj poudariti sodelovanje z državami nekdanje Sovjetske zveze in Rusijo, s katerimi je imela Slovenija v Jugoslaviji dobre politične in gospodarske odnose. Te odnose Slovenija seveda še goji, vendar jih ne more razvijati v smeri, kot to počne Srbija. To v tej točki omenjamo, zato ker bomo njeno poslovno okolje z vidika primernosti za investiranje v naslednjem poglavju tudi preučevali in ga primerjali s primernostjo slovenskega poslovnega okolja za investiranje.

Slovensko poslovno okolje je na videz stabilno, saj imamo precej dobro razvito elektronsko, davčno in drugo javno informatiziranost, kakovostno šolstvo, dobre in sposobne kadre, ugodno gospodarsko lego, dobro povezanost in sodelovanje z JV Evropo, dobro razvito splošno informatiziranost ter razvitost infrastrukture in tehnologije. Imamo visoko delovno učinkovitost in demokracijo, čeprav bi o tem lahko razpredali. Še vedno imamo zagotovljeno osnovno zdravstvo, čeprav se obseg dostopnih storitev iz leta v leto korenito krči. Kot člani Evropske unije in Evropske monetarne unije naj bi imeli kredibilno in stabilno državo ter stabilno valuto, v realnosti pa Slovenija ni tako stabilno poslovno okolje, kot deluje navzven; kot taka ni ugodna za tuje neposredne investicije (Slovensko-nemška gospodarska zbornica, 2016).

To so v preteklosti spoznali tudi tujci, npr. naložba Interbrea v Pivovarno Union, bančnega koncerna KBC v NLB itn. Tuji gospodarstveniki v nasprotju s slovenski politiki na Slovenijo gledajo kot na investiranje v nestabilno državo. Davčna zakonodaja se namreč spreminja pre pogosto, delovna zakonodaja pa je kljub lepotnim popravkom toga in strošek delovne sile visok. V državi vlada plačilna nedisciplina, reševanje pravnih sporov na

sodiščih traja predolgo, sodstvo ni najučinkovitejše in ne deluje, kot bi moralo. V Sloveniji sta prisotni navidezna in nenavidezna korupcija, moč imajo kapital in sindikati, država pa prek »nacionalnega interesa« upravlja prevelik del gospodarstva. Poleg opisanega imamo še preveč potraten državni aparat. V Sloveniji opevana nizkoogljična družba obstoji le v strategijah, medtem ko se soglasja za izvedbo nizkoogljičnih investicij le stežka pridobijo v primernem času. Slovenija je poznana po visoki obremenitvi dela visokousposobljenega kadra in dela na splošno. Poznana je tudi po visokih davkih. Način kadrovanja je v Sloveniji le redko pravilen, draga je uporaba infrastrukture in javni razpisi ne delujejo skladno z namenom. V državi obstajajo tiha kartelna dogovarjanja, različni lobiji in sindikati pa imajo preveliko moč in še bi lahko naštevali (Damijan, 2013).

Davčna zakonodaja v Sloveniji določa 17-odstotno stopnjo davka od dohodka pravnih oseb (Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2), Ur. l. RS, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15 in 82/15, v nadaljevanju ZDDPO). Stopnje davka na dodano vrednost (v nadaljevanju: DDV) pa so določene (Zakon o davku na dodano vrednost (ZDDV-1), Ur. l. RS, št. 13/11–UPB, 18/11, 78/11, 38/12, 83/12, 86/14 in 90/15, v nadaljevanju ZDDV) na stopnji 22 % za višjo stopnjo in na stopnji 9,5 % za nižjo stopnjo. ZDDPO določa najvišjo davčno priznano stopnjo amortizacije za investirano opremo v višini 20 % letno in dovoljuje koriščenje davčne olajšave za investiranje v predmetno opremo v znesku 40 % investirane vrednosti opreme ter koriščenje neizkoriščenega dela investicijske olajšave v petih letih po letu nabave opreme, za katero se uveljavlja investicijska olajšava. Pri tem velja poudariti, da investicijske olajšave po ZDDPO zavezanec ne more uveljavljati za del, financiran z nepovratnimi sredstvi iz EU, državnega ali lokalnega proračuna.

Povprečna bruto plača v Sloveniji je za mesec junij 2016 znašala 1.564 EUR (Statistični urad, b.1.). Prispevki delojemalca so skupaj znašali 22,6 % od bruto osnove, medtem ko so prispevki delodajalca znašali 16,10 % na bruto osnovo zaposlenega (Zakon o prispevkih za socialno varnost (ZPSV), Ur. l. RS, št. 5/96, 18/96 – ZDavP, 34/96, 87/97 – ZDavP-A, 3/98, 7/98 – odl. US, 106/99 – ZPIZ-1, 81/00 – ZPSV-C, 97/01 – ZSDP, 97/01, 62/10 – odl. US, 40/12 – ZUJF, 96/12 – ZPIZ-2, 91/13 – ZZVZZ-M, 99/13 – ZSVarPre-C in 26/14 – ZSDP-1, v nadaljevanju ZPSV).

1.4 Srbija kot družbenopolitični in ekonomski prostor za izvedbo investicije

Srbija je po nemirih in vojni v tem tisočletju ponovno vzpostavila članstvo v Mednarodnem denarnem skladu (ang. *International Monetary Found*, v nadaljevanju IMF) ter postala članica Evropske banke za obnovo in razvoj (ang. *European Bank of Reconstruction and Development*, v nadaljevanju EBRD) pa tudi Svetovne banke za

obnovo in razvoj (ang. *International Bank of Reconstruction and Development*, v nadaljevanju IBRD). Pristopila je k trgovinskemu sporazumu z EU in stremi k članstvu v Svetovni trgovinski organizaciji (ang. *World Health Organization*, v nadaljevanju WHO). V letu 2012 je postala kandidatka za članstvo v EU (Javna agencija Spirit Slovenije, 2016).

Srbska vlada nadaljuje zastavljene cilje doseganja pogojev za najprej pridruženo in pozneje dejansko članstvo v EU in v okviru programa Mednarodnega denarnega sklada dela na reformah javnega sektorja, davčne konsolidacije ter na spreminjanju poslovnega in regulativnega okolja za podjetja (Javna agencija Spirit Slovenije, 2016).

Srbija je usmerjena v gospodarsko prestrukturiranje v smer celostnih strukturnih reform (Javna agencija Spirit Slovenije, 2016), povečanja zasebnega podjetništva in njegove večje konkurenčnosti, povečanja stabilnosti finančnega sektorja, ugodnejše davčne zakonodaje. Država vlaga napore v smeri dereguliranja zunanje trgovine in deviznega tečaja, ki igrata ključno vlogo pri poslovanju podjetij in zaprtosti trga. Prizadeva si izboljšati in modernizirati dostopnost do infrastrukture ter za boljšo splošno informatiziranost. Srbija je usmerjena tudi k deregulaciji cen ključnih energentov in cenovni deregulaciji na splošno.

Davčna zakonodaja v Srbiji določa 15-odstotno stopnjo davka od dohodka pravnih oseb (Zakon o porezu na dobit pravnih lica, Sl. gl. RS, br. 25/01, 80/02 - dr. zakon, 80/02, 43/03, 84/04, 18/10, 101/11, 119/12, 47/13, 108/13, 68/14 - dr. zakon, 142/14, 91/15 – autentično tumačenje, 112/15, v nadaljevanju ZPDPL) in stopnjo DDV (Zakon o porezu na dodatu vrednost, Sl. gl. RS, br. 84/04, 86/04 - ispravka, 61/05, 61/07, 93/12, 108/13, 68/14 - dr. zakon, 142/14, 83/15) na stopnji 20 % za višjo stopnjo in na stopnji 10 % za nižjo stopnjo. ZPDPL določa najvišjo davčno priznano stopnjo amortizacije za investirano opremo v višini 15 % letno in dovoljuje koriščenje davčne olajšave za investiranje v predmetno opremo mikropodjetja v znesku 40 % investirane vrednosti opreme, vendar maksimalno 70 % ustvarjenega dohodka pravne osebe letno ter koriščenje neizkoriščenega dela investicijske olajšave v nadaljnjih desetih letih po letu nabave opreme, za katero se uveljavlja investicijska olajšava. Pri tem velja poudariti, da se investicijske olajšave po ZPDPL razlikujejo glede na velikost zavezanca, in to po % nabavne vrednosti, ki se jo lahko upošteva kot investicijsko olajšavo, pa tudi po % ustvarjenega dohodka pravne osebe, za katerega se lahko uveljavlja investicijska olajšava v posameznem letu.

Povprečna bruto plača v Srbiji je za mesec junij 2016 znašala 64.109 RSD (CEKOS IN – privredno društvo za izdavačku delatnost i ekonomski konsalting, d. o. o., 2016), kar je preračunano po srednjem tečaju BS na dan objave podatka (15. 7. 2016 je znašal tečaj 1 EUR = 123,21 RSD (Banka Slovenije, 2016)) znašalo 520 EUR.

Prispevki delojemalca so skupaj znašali 19,90 % od bruto osnove, medtem ko so prispevki delodajalca znašali 17,90 % na bruto osnovo zaposlenega (Zakon o doprinosima za

obavezno socialno osiguranje, Sl. gl. RS, br. 84/04, 61/05, 62/06, 5/09, 52/11, 101/11, 47/13, 108/13, 57/14, 68/14 - dr. zakon, 112/15). Tu velja omeniti, da so na osnovi prej navedenega zakona prispevki navzgor omejeni na višino prispevkov, obračunanih na osnovo, ki je enaka petkratniku zadnje objavljene bruto plače v Republiki Srbiji.

1.5 Primerjava pomembnejših okoljskih dejavnikov za odločitev o izvedbi investicije v izbrani državi

V Tabeli 1 predstavljamo povzetek primerjave okoljskih, predvsem davčnih, pravnih in ekonomskih dejavnikov, ki neposredno vplivajo na izbrano investicijo v izbrani državi in so pomembni za odločitev o izvedbi investicije v izbrani državi.

Tabela 1: Primerjava pomembnejših okoljskih dejavnikov, ki neposredno vplivajo na izbrano investicijo v izbrani državi

	Slovenija	Srbija
DDV	22 % višja in 9,5 % nižja stopnji	20 % višja in 10 % nižja stopnja
Davek na dohodek pravnih oseb (v %)	17	15
Amortizacija opreme (v %)	20	15
Olajšave za investiranje v opremo	da	da
Carina za uvoz opreme iz EU	ne	ne
Plače, prispevki, dohodnina in masa za plače	višje bruto osnove, prispevki in dohodninska obdavčitev ter masa za plačo kot v Srbiji	nižje bruto osnove, prispevki in dohodninska obdavčitev ter masa za plačo kot v Sloveniji
Tečajno tveganje, vezano na EUR	ga ni	visoko, tečaj dinarja niha
Državna regulacija kapitala	zmerna	visoka
Financiranje	dostopno, cene zmerne	težko dostopno, cene visoke
Subvencije, nepovratna sredstva	dostopne	dostopne

Iz Tabele 1 lahko razberemo, da je za Srbijo značilen nižji DDV, prav tako nižji davek od dohodka pravnih oseb. Dovoljena davčno priznana amortizacija za opremo je v Sloveniji višja kot v Srbiji, kar pomeni, da je ekonomska doba trajanja opreme v Sloveniji krajša kot v Srbiji. Olajšave za investiranje v opremo so na voljo v Sloveniji in Srbiji, vendar se med seboj razlikujejo v višini olajšave in obdobju prenosa koriščenja v prihodnost (ZPDPL;ZDDPO). V Sloveniji se lahko kot olajšavo za investiranje v opremo koristi višji % nabavne vrednosti opreme kot v Srbiji, se ga pa v Srbiji lahko prenese v koriščenje dlje v prihodnja obdobja. V Sloveniji je maksimalen dovoljen obseg olajšave iz naslova investiranja v opremo enak za podjetja vseh velikosti, medtem ko se v Srbiji obseg olajšave iz tega naslova razlikuje glede na velikost družbe.

Iz Tabele 1 lahko razberemo, da ne podjetje v Sloveniji in ne podjetje v Srbiji nista zavezana carini za nakup opreme iz drugih držav članic EU. Srbija je bila skladno s Sporazumom o stabilizaciji in priključitvi EU po postopni liberalizaciji in opustitvi plačila uvoznih dajatev plačilu carine zavezana vse do leta 2016 (Javna agencija Spirit Slovenija, b.1.). Za uvoz opreme iz EU je Srbija, če želi opremo ponovno prodati ali kakor koli odposlati v katero izmed članic EU, zavezana pri uvozu priskrbeti še dokument – Zahtevek za potrdilo o gibanju blaga, imenovan EUR.1, ki se uporablja za preferencialno trgovino med CEE (ang. *Central and Eastern Europe*, v nadaljevanju CEE) in Srbijo.

Iz Tabele 1 lahko razberemo, da je za plačilo enako usposobljene delovne sile v Sloveniji masa plače za to delovno silo višja kot v Srbiji, višja pa je zaradi dveh razlogov. Prvi je, da je ta, da je bruto plača za določeno delovno mesto višja v Sloveniji, kot je bruto plača za enako delovno mesto v Srbiji. Drugi razlog pa je, da so prispevki iz plače in tudi prispevki na plačo v Sloveniji višji kot v Srbiji.

Iz Tabele 1 lahko ugotovimo, da je Srbija v nasprotju s Slovenijo izpostavljena tečajnim tveganjem proti EUR. V Srbiji je namreč prisotno nihanje tečaja matične valute glede na EUR in s tem obstaja tečajno tveganje. To ima na poslovanje podjetij velik vpliv, saj se cene med seboj dogovarjajo v EUR in jih na dan nakupa ali prodaje preračunavajo v matično valuto. Za matično valuto pa je značilno precejšnje nihanje. V nasprotju s Srbijo Slovenija posluje v EUR in s tem ni izpostavljena valutnemu tveganju glede na EUR.

S primerjavo državne regulacije kapitala lahko iz Tabele 1 razberemo, da je v Sloveniji reguliranost kapitala pristojnih ustanov zmerna, medtem ko je ta v Srbiji izjemno visoka.

Pri financiranju pa lahko ugotovimo, da je to v Sloveniji bistveno lažje dostopno in cenejše kot v Srbiji. Iz Tabele 1 lahko razberemo tudi, da so subvencije in nepovratna sredstva podjetjem dostopna v Sloveniji in Srbiji.

2 PRESOJA EKONOMSKE UPRAVIČENOSTI INVESTICIJE

Odločitev in izvedba investicije za vsako podjetje predstavljata pomemben korak. Na poslovanje vsakega podjetja imata lahko odločujoč vpliv. Z investicijo pozitivno ali negativno vplivamo na poslovanje podjetja v prihodnosti, zato je treba pred odločitvijo o izvedbi investicije vsak investicijski projekt oceniti, ali je z ekonomskega vidika upravičen in smiseln ali ne.

V nadaljevanju bomo tako pojasnili, na kaj vse se je smiselno poglobiti in na kakšni osnovi ter kako čim realneje oceniti načrtovano investicijo ter njeno upravičenost in smiselnost.

2.1 Ocena denarnega toka

Z izvedbo investicije podjetje oziroma investitor v projekt za dlje časa naloži določena denarna sredstva. Ker so v vsakem podjetju denarna sredstva navadno omejena, je treba natančno oceniti potrebna denarna sredstva in njihovo gibanje. Treba je oceniti denarni tok investicije.

Da lahko primerno ocenimo denarni tok in za načrtovano investicijo pripravimo ustrezne projekcije bilance stanja, izkaza poslovnega izida ter denarnega toka, moramo primerno oceniti potrebna osnovna in obratna sredstva. Na podlagi značilnosti in izkušenj s področja trga investicije in pravih stroke je treba ustrezno oceniti pričakovane prihodke in stroške ter opredeliti odhodke za amortizacijo pa tudi ustrezen vir in ceno financiranja. Korake in sosledja navedenega pa zaokrožimo z ustreznim terminskim načrtom izvajanj investicijskega projekta. Ob izdelanih projekcijah prek različnih statičnih in dinamičnih ter drugih finančnih kazalnikov ocenimo, ali sta naša investicija in njen zagon smiselna ter ekonomsko upravičena.

2.1.1 Analiza trga ter ocena prihodkov

Raziskava in analiza panoge in trga, na katerem nameravamo izvajati investicijo in poslovati, sta eni ključnih aktivnosti pri načrtovanju vsake investicije. Odločujoče vplivata na upravičenost in ekonomičnost investicije. Pri analizi trga oziroma panoge si lahko pomagamo s Porterjevim modelom petih silnic, s katerim na osnovi podrobne analize panoge ocenimo stopnjo privlačnosti vstopa vanjo (Kos, 2016a). S Porterjevimi petimi silnicami gre preučiti: tekmovalnost družb znotraj panoge (panožno konkurenco), pogajalsko moč kupcev, pogajalsko moč dobaviteljev, možnost obstoja substitutov proizvoda oziroma storitve ter ovire za vstop v panogo oziroma na trg (Porter, 1980).

Z analizo konkurence kupcev in dobaviteljev, substitutov in ovir za vstop v panogo oz. na trg lahko bolje in realneje ocenimo potencialno prodajo in pričakovane prihodke investicije ter prihodnjega poslovanja. Za dobro izvedbo in oceno investicije je namreč treba čim boljše oceniti potencial prodaje (kaj in koliko), prodajne cene (za koliko), navade kupcev na teh trgih (komu), obstoj substitutov in produktov/storitev, ki jim je naš proizvod/storitev lahko substitut, ter gibanja vseh prej navedenih dejavnikov v panogi in na trgu.

Ocena prihodkov za investicijo bo temeljila na osnovi proizvodne kapacitete opreme, za katero predpostavljamo, da bomo vanjo investirali, upoštevajoč čas vzdrževanja, potrebnega remonta in nepredvidenih dogodkov ter z upoštevanjem 70-odstotnega izkoristka. Ocena prihodkov bo temeljila na oceni prodajnih cen storitev, ki smo jih predvideli na osnovi poznavanja panoge, v kateri smo si investicijo zamislili. Predpostavili

smo, da vlagamo v lesno panogo, ki je v Sloveniji in tudi v Srbiji dobro razvita ter ima v obeh državah visok surovinski in razvojni potencial.

Glede na to, da so proizvodne kapacitete opreme omejene, smo predvideli enako letno proizvodnjo oziroma opravljene storitve skozi vseh pet let projekcije naše investicije. Povečanje vrednosti investicije bi v prihodnosti temeljilo na opravljanju storitev na lastnih proizvodih in zmanjšanju opravljanja storitev za tretje osebe oziroma ob enaki količini opravljenih storitev glede povečanja dodane vrednosti z dodatno investicijo v osnovno opremo in opravljanje storitev na lastnih proizvodih brez dodatnih investicijskih izdatkov v drugo/dopolnilno opremo in skladiščne prostore ter brez dodatnih zaposlenih in brez dodatnih prodajnih in podobnih administrativnih stroškov, razen neposrednih variabilnih stroškov, ki so vezani na samo obratovanje osnovne opreme/tehnologije, kot so tekoče in redno vzdrževanje ter energija.

2.1.2 Ocena investicijskih izdatkov in tekočih stroškov poslovanja ter določitev terminskega načrta izvedbe investicije

Z oceno ekonomske upravičenosti investicije moramo najprej poznati potrebne izdatke za investicijo, tekoče stroške poslovanja za našo investicijo ter vire in ceno financiranja investicije. Šele ko to poznamo, lahko ugotavljamo, ali je določena investicija ekonomična in smiselna ali ne.

Za vsako investicijo in oceno njene ekonomske upravičenosti je zelo pomembno, da čim boljše ocenimo potrebna osnovna sredstva in njihovo nabavno vrednost ter potreben obratni kapital za zagon in tekoče poslovanje.

Za oceno prej navedenih dejavnikov moramo zelo dobro poznati proizvodni proces in trg potrebnih osnovnih sredstev, surovin in materiala, ki so za ta proizvodni proces ključni. Ko to poznamo, lahko določimo potrebna osnovna sredstva, njihovo nabavno vrednost, plačilne pogoje in rok dobave. Enako velja za surovine in drugi material pa tudi za potrebno delovno silo v sklopu proizvodnega procesa. Šele ko dobro poznamo vse te dejavnike, lahko ocenimo potrebne investicijske izdatke in predvidene stroške poslovanja ter s tem ocenimo potrebna finančna sredstva za izvedbo investicije in pripravimo za investicijo zelo pomemben terminski načrt njenega izvajanja.

Vse za našo investicijo pomembne kategorije – potrebna osnovna sredstva, surovine in material, potrebne storitve in delovno silo ter možnosti in roke dobave, njihove plačilne roke in pogoje ter gibanje teh dejavnikov – bomo natančneje opredelili pri oceni investicijskih izdatkov in oceni tekočih stroškov poslovanja investicije v posameznem poslovnem okolju.

2.1.3 Terminski načrt investicije

Terminski načrt investicije zajema vse korake, ki jih bomo pri investiciji izvedli, tj.: načrtovanje investicije, pridobivanje ustrezne dokumentacije za zagon in dokončanje investicije, preskrbo finančnih virov za investicijo in poznejše poslovanje, določitev in nabavo potrebne opreme, najem delovne sile itn. – vse do zagona investicije.

Ob načrtovanju investicije moramo čim boljše tudi oceniti tveganja, ki smo jim na vsakem koraku izvajanja investicije izpostavljeni, pa tudi oceniti tveganja celotne investicije in predvideti možnost umika iz investicije.

Terminski načrt prikazuje potrebne aktivnosti za izvedbo določene investicije in časovni okvir njihove izvedbe. Zajema tudi mogoča odstopanja in njihov vpliv na izvedbo investicije (Podjetniški portal, b.1.). Namen terminskega načrtovanja je, da bi bil čas izvajanja investicije čim krajši, obenem pa tudi, da bi bila za njeno izvedbo potrebna čim manjša investicijska in obratna sredstva (Rozman & Stare, 2008).

Za opredelitev in časovno pozicioniranje prej navedenih aktivnosti v terminskem načrtu investicije moramo aktivnosti identificirati že v samem začetku. Določiti moramo namene posameznih aktivnosti in jih opisati, določiti njihovo trajanje in odgovornost posameznika ali skupine zanje pa tudi določiti, kdaj in kako se bodo izvajale.

2.1.4 Financiranje projekta

Šele z oceno potrebnih investicijskih izdatkov in oceno tekočih stroškov poslovanja lahko določimo potreben obseg finančnih sredstev, potrebnih za izvedbo in zagon investicije, ter potrebna sredstva za nemoteno poslovanje družbe. Mramor (2000) pravi, da moramo pri financiranju projekta rešiti tri glavne težave:

- pridobiti moramo zadosten obseg sredstev;
- ta sredstva moramo dobiti čim ceneje;
- sredstvom moramo zagotoviti ustrezno ročnost.

Po identifikaciji višine potrebnih sredstev lahko določimo najboljšo mogočo strukturo virov financiranja. Viri financiranja so lahko lastniški ali dolžniški. Med lastniškimi viri financiranja ločimo tri temeljne oblike financiranja (Repovž, 2000):

- iz lastnega kapitala;
- iz tekočega poslovanja;
- iz preteklih naložb oz. poslovanja.

Med najpogostejše uporabljanimi viri financiranja je financiranje z lastnim kapitalom in amortizacijo. Lastniški finančni viri so dolgoročni viri (Tajnikar, 2000), ki jih zagotovi lastnik družbe in ki jih ta vloži v obliki kapitalskih deležev ali delnic in se take vire lastniku odplača z dobičkom, ustvarjenem v družbi. Vsak lastnik za svoj vložek zahteva donos v obliki zahtevane stopnje donosa (Brigham & Louies, 1999). Medtem pa dolžniški viri financiranja predstavljajo izposojena sredstva, za katera je treba odplačati izposojeno vsoto denarnih sredstev skupaj z obrestmi. Lahko so dolgoročni in kratkoročni. Dolgoročni dolžniški viri so v glavnem namenjeni nakupu osnovnih sredstev in trajnega obratnega kapitala, medtem ko so kratkoročni dolžniški viri namenjeni za obratni kapital družbe. Dolgoročni dolžniški viri so viri, ki se jih odplača v roku, daljšem od enega leta, medtem ko se kratkoročni dolžniški viri odplačajo znotraj enega leta iz prihodkov in dodane vrednosti (Antončič, Hisrich, Petrin & Vahčič, 2002). Običajno so dolgoročni dolžniški viri financiranja tudi zavarovani s samim predmetom, za katerega nakup so najeti (zastava).

Najpogostejše oblike dolžniškega financiranja so:

- obveznosti do dobaviteljev;
- bančna posojila;
- lizing;
- faktoring in forfeiting;
- hipotekarni krediti;
- lombardni krediti;
- kreditne kartice.

Oceno investicijskih izdatkov v obratna sredstva dobimo prek ocene stroškov tekočega poslovanja, ki zajema oceno stroškov surovin, materiala, potrebnih storitev, vključno z najemninami, stroške delovne sile, tekoče zaloge. Zelo pomembna pa je tudi ocena potrebnih (čeprav je najbolj smiselno minimalnih) zalog. Temu je treba dodati še obratna sredstva za plačilo potrebnih davkov in taks, ki niso neposredno povezana z navedenimi dejavniki (npr. davek na dodano vrednost podjetij, davek iz dobička družbe oz. dohodnina podjetnika, nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča itn. ter izdatke za financiranje (obresti)). Tako dobimo višino potrebnega obratnega kapitala, ki je potrebna za tekoče poslovanje družbe ali podjetnika. Če to potrebujemo konstantno v obdobju, daljšem od enega leta, govorimo o trajnem obratnem kapitalu družbe.

Financiranje in različne oblike financiranja ter možnosti pridobivanja in zavarovanja kreditov pa tudi možnosti kandidiranja za nepovratna ali povratna sredstva na državnih, regionalnih, meddržavnih, evropskih ali na drugih razpisih pa so teme, ki zahtevajo in

omogočajo obširnejšo poglobitev, zato se jim tokrat ne bomo posvečali. Kljub temu pa velja poudariti, da poglobitev vanjo ter uporaba in koriščenje virov, ki jih ti razpisi nudijo, lahko bistveno vplivajo na upravičenost posamezne investicije kot investicije same, enako pa imajo lahko ključen vpliv na upravičenost investicije v posameznem poslovnem okolju, kot je v našem primeru v Sloveniji ali Srbiji.

2.1.5 Projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja ter ocena denarnega toka

Na podlagi ocene potrebnih investicijskih izdatkov, dobe trajanja potrebnih osnovnih sredstev, ocene načrtovane prodaje in stroškov poslovanja podjetja pripravimo projekcijo bilance stanja in projekcijo izkaza poslovnega izida za nekaj let vnaprej. V praksi pogledamo povprečno za 5 let od investicije vnaprej. Glede na samo investicijo in njen namen pa lahko projekcije pripravimo tudi več ali manj let vnaprej. Enako za namen upravljanja likvidnosti poslovanja načrtovane investicije za isto obdobje pripravimo tudi projekcijo izkaza denarnega toka. Za izkazovanje dolgoročne plačilne sposobnosti je smiselno pripraviti projekcijo izkaza denarnega toka po neposredni metodi, medtem ko je za uravnavanje kratkoročne plačilne sposobnosti smiselno pripraviti projekcije izkaza denarnega toka po posredni metodi ali t. i. projekcije prostega ali neto denarnega toka. Obe metodi se med seboj dopolnjujeta in nam podajata bolj celostno sliko vpliva investicije na likvidnost podjetja (Bergant, 2004).

2.2 Metode za presojo ekonomske upravičenosti investicij

Pred začetkom vsake investicije je treba analizirati in preučiti vse dejavnike, ki nanjo vplivajo, ter čim realneje oceniti prihodke in odhodke ter potrebna sredstva in njihove vire. Šele takrat lahko z oceno upravičenosti in ekonomičnosti investicije ocenimo, ali je investicija smiselna in katera možnost ali investicija je ugodnejša. Za tako oceno imamo na voljo različne metode ocenjevanja. Najpreprostejše so statične metode, vendar te ne upoštevajo dinamike časa in nam investicije ne ocenijo skozi časovno obdobje. Dinamika časa pa je zato upoštevana pri dinamičnih metodah, ki nam z upoštevanjem dinamike vlaganj in prejemanj donosov dajo natančnejše rezultate (Pučko & Rozman, 1992).

Tako kot je vsaka investicija individualna, pa je tudi najboljša ocena ekonomičnosti in upravičenosti investicije individualna. Izbira metode ni določena; vsaka ima svoje prednosti in slabosti, zato se mora investitor glede na poznavanje investicije sam odločiti, kakšna metoda bo za oceno njegove investicije najprimernejša.

Realnejši pogled in lažjo odločitev pri odločanju za posamezno investicijo nam poleg statičnih in dinamičnih metod dajo tudi drugi, v praksi pogosto uporabljeni kazalniki ekonomike naložbe. Tudi te kazalnike pripravimo na osnovi projekcij izkazov poslovnega izida, bilanc stanja in projekcij denarnega toka, kot so: neto denarni tok in zahtevana

stopnja donosa, točka preloma in drugi kazalniki finančne moči, likvidnosti, finančnega vzvoda ter poslovanja.

2.2.1 Statične metode

Statični kazalniki ekonomike naložbe ne upoštevajo dinamike časa.

2.2.1.1 Donosnost investicije in računovodska stopnja donosa

Donosnost ali rentabilnost investicije (RI) predstavlja v odstotku izraženo razmerje vsote čistega dobička (letnih donosov) glede na vložene investicijske izdatke.

$$RI(v\%) = \frac{Donos}{Sredstva} * 100 \quad (1)$$

Z ekonomskega vidika je donosnost investicije v bistvu investicijski dobiček, s finančnega vidika pa obstajajo različne možnosti opredelitve donosnosti. Ko je uporaba izbire opredelitve donosnosti odvisna od vrste financiranja investicije in stroškov (Pučko & Rozman, 1992), lahko pri postavki donosa v števcu upoštevamo eno izmed možnosti:

- dobiček;
- dobiček in amortizacijo;
- dobiček, amortizacijo in obresti.

Med vloženimi sredstvi v imenovalcu upoštevamo povprečna vložena sredstva ali lastna vložena sredstva. Rejc in Lahovnik (1998) računovodsko stopnjo donosa opredeljujeta kot v odstotku izraženo razmerje vsote čistega dobička (letnih donosov), povečanega za amortizacijo glede na investicijske izdatke.

2.2.1.2 Povprečna stopnja donosa

Ker letni donosi običajno niso enaki v vsakem letu trajanja investicije in ker so v glavnem tudi investicijski izdatki skozi leta različni, lahko uporabimo tudi povprečno letno stopnjo donosnosti. Ta je izražena v odstotku in nam pove razmerje med povprečnim letnim donosom in povprečnim letnim zneskom vloženih investicijskih sredstev.

2.2.1.3 Doba vračanja investicije

Doba vračanja investicije (DV) nam pove, v kolikšnem času si povrnemo vložena investicijska sredstva, neupoštevajoč časovno vrednost denarja (Berk, Lončrski, & Zajec, 2007).

Metoda dobe vračanja investicije nam pokaže, v kolikšnem času se nam bo investicija povrnila in za koliko časa moramo narediti projekcijo denarnih tokov.

$$DV = \frac{\text{vložena sredstva}}{\text{letni donos}} \quad (2)$$

$$DV \text{ (v letih)} = \text{leta pred polnim pokritjem} + \frac{\text{nepovrnjena vložena sredstva na začetku leta}}{\text{denarni tok med letom}} \quad (3)$$

Slabost te metode je, da ne upošteva denarnih tokov po izteku dobe povračila. Krajša kot je doba vračanja, boljša in manj tvegana je investicija (Brigham & Ehrhardt, 2005)

2.2.2 Dinamične metode

Dinamične metode z upoštevanjem dinamike investicijskih vlaganj in donosov investicije odpravljajo pomanjkljivosti statičnih metod. Za preračun vlaganj in donosov investicije v različnih letih na isti časovni trenutek uporabimo diskontno stopnjo. To izračunamo kot tehtano povprečje stroškov kapitala (ang. *Weighted Average Cost Of Capital*, v nadaljevanju WACC). Izračnemo ga po naslednji enačbi (Brigham & Houston, 2009):

$$WACC = w_D * r_D * (1 - T) + w_L * r_L \quad (4)$$

Pri čemer je:

- w_D delež dolžniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
- r_D strošek (obrestna mera) dolžniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
- w_L delež lastniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
- r_L strošek (obrestna mera) lastniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
- T strošek davka na dohodek

2.2.2.1 Diskontirana doba vračanj investicije

V nasprotju s statično metodo dobe vračanja investicije diskontirana doba vračanja investicije upošteva dinamiko časa, saj nam pove, v kolikšnem času si povrnemo vložena investicijska sredstva, upoštevajoč časovno vrednost denarja, torej diskontirane denarne tokove, ki jih investicija prinaša.

Ta metoda nam tako kot metoda dobe vračanja investicije pokaže, v kolikšnem času se nam bo investicija povrnila in za koliko časa moramo narediti projekcijo denarnih tokov. Slabost te metode je, da ne upošteva denarnih tokov po izteku dobe povračila. Enako je ta slabost značilna tudi za metodo izračuna dobe vračanja investicije, ki smo jo obravnavali med statičnimi metodami (Brigham & Ehrhardt, 2005). Krajša kot je doba vračanja, boljša in manj tvegana je investicija.

Nekateri avtorji (Brigham & Ehrhardt, 2005) sicer to metodo uvrščajo med statične metode merjenja učinkovitosti investicije.

2.2.2.2 Neto sedanja vrednost (NSV)

Neto sedanja vrednost odraža prispevek naložbe investitorja (Brigham & Houston, 2009) in jo dobimo s seštevkem diskontiranih vrednosti denarnih tokov investicije.

$$NSV = \sum_{t=0}^n \frac{DT_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{DT_t}{(1+WACC)^t} \quad (5)$$

Pri tem je:

NSV neto sedanja vrednost

DT_t neto denarni tok v t-tem obdobju; $t = 1, 2 \dots n$ oz. denarni tok v konkretnem obdobju

r diskontna stopnja oz. strošek kapitala podjetja

$1 / (1 + r)$ diskontni faktor

WACC tehtano povprečje stroškov kapitala

n ekonomska doba investicije (Berk et al., 2006).

Tehtani stroški kapitala (WACC) za posamezno naložbo so pri izračunu neto sedanje vrednosti (NSV) enaki diskontni stopnji investicije oziroma strošku kapitala (r). Mejniki pri neto sedanjosti vrednosti je nič, ko je investicija z vidika upravičenosti nevtralna. Če je neto sedanja vrednost pozitivna, je investicija upravičena, saj pomeni, da je neto denarni tok v sedanjem času višji od sedanje vrednosti vloženih sredstev. Če je NSV negativna, pa investicija ni upravičena. Višja kot je NSV, učinkovitejša je investicija.

2.2.2.3 Interna (notranja) stopnja donosnosti (IRR)

Interna ali notranja stopnja donosa (IRR) je tista diskontna stopnja, pri kateri sta sedanji vrednosti prihodnjih donosov in sedanji vrednosti vloženih investicijskih izdatkov izenačeni (Berk et al., 2006). Pri tej stopnji je neto sedanja vrednost enaka nič. Pri tej metodi se predpostavlja, da se denarni tokovi reinvestirajo po stopnji, ki je enaka interni ali notranji stopnji donosa (IRR).

$$NSV = 0 = \sum_{t=0}^n \left(\frac{DT_t}{(1+ISD)^t} \right) \quad (6)$$

Pri tej metodi v nasprotju z metodo NSV diskontno stopnjo ugotavljamo s preizkušanjem, medtem ko smo jo pri metodi NSV predpostavljali. IRR primerjamo z zahtevano najnižjo stopnjo donosa, tj. diskontno stopnjo. Če je IRR od zahtevane višja ali enaka, investicijski projekt sprejmemo, če je nižja, pa ga zavrnemo.

2.2.2.4 Modificirana interna (notranja) stopnja donosa (MIRR)

Modificirana ali popravljena interna stopnja donosa je tista diskontna stopnja, pri kateri sta sedanja vrednost končnih denarnih tokov in sedanja vrednosti začetnih investicijskih vložkov enaki (Brigham & Ehrhardt, 2005). Pri tej metodi se predpostavlja, da se denarni tokovi, ustvarjeni z investicijo, ponovno investirajo po stopnji, ki je enaka stopnji tehtanega povprečja stroškov kapitala.

$$SVI = \frac{SDT}{(1 + MIRR)^n} \quad (7)$$

Pri tem je:

SVI sedanja vrednost investicije

MIRR popravljena interna stopnja donosa

SDT sedanja vrednost končnih denarnih tokov

2.2.2.5 Indeks donosnosti (PI)

Indeks donosnosti (PI) je v odstotku izraženo razmerje med neto sedanjo vrednostjo čistega denarnega toka in neto sedanjo vrednostjo investicijskih sredstev. Kaže na relativno dobičkonosnost investicije. To metodo uporabljamo, ko primerjamo različno velike naložbe, in sicer kot dopolnilni kazalnik neto sedanji vrednosti.

$$PI = \frac{SV(donosov)}{SV(vlaganj)} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{DT_t}{(1+r)^t}}{DT_0} \quad (8)$$

Pri tem je:

SV (donosov) sedanja vrednost prihodnjih donosov investicije

SV (vlaganj) sedanja vrednost investicijskih sredstev oz. vložkov

Upravičena je investicija, pri kateri je indeks donosnosti večji od 1 (Brigham & Ehrhardt, 2005). Investicija z indeksom donosnosti, manjšim od 1, je nesprejemljiva, medtem ko je podjetje do investicije, za katero je $PI = 1$, indiferentno. Pri zadnji mora podjetje za odločitev o investiciji uporabiti druga merila. Naložba z višjim indeksom donosnosti je ugodnejša.

3 OCENA DENARNEGA TOKA IZBRANE INVESTICIJE V SLOVENIJI

S svojo investicijo bomo predpostavili, da investiramo v postavitve proizvodnje. Nabavili bomo opremo, ki omogoča opravljanje storitev na lastnem ali tujem blagu, viličar in par kosov drobne opreme, ki je tudi potrebna za poslovanje. Za izračun ekonomske upravičenosti investicije bomo predpostavili, da bo podjetje prvih pet let po zagonu investicije opravljalo le storitve, s katero blagu povečamo dodano vrednost. V poznejši fazi, ko se podjetje na trgu utrdi, pa načrtujemo, da bo del storitev za tretje osebe nadomestilo s storitvami, opravljenimi na lastnih proizvodih, in jim s tem dodalo vrednost. To bo podjetju omogočilo, da se na trgu okrepi in zavzame večji tržni delež. Omogočilo mu bo, da s tem diferencira prodajo in razprši tveganje na opravljanje storitev in prodajo proizvodov z vključeno storitvijo.

3.1 Analiza trga ter ocena prihodkov

V projekcijah investicije smo predpostavili, da investicija začne obratovati v letu 2017, torej s 1. 1. 2017, nabava osnovnih sredstev pa se izvrši konec leta 2016, tj. v ničtem letu obravnavane investicije. Za predmetno investicijo bomo pripravili projekcijo za pet polnih let obratovanja, tj. do konca leta 2021.

Pri pripravi projekcij poslovnega izida smo predvidevali, da so proizvedene količine, ki jih v našem primeru tržimo kot opravljene storitve na tujem blagu, enake proizvedenim. Enako smo predvideli, da poleg prihodkov iz poslovanja ne bomo ustvarili drugih prihodkov in odhodkov iz poslovanja ter finančnih in izrednih prihodkov in odhodkov iz poslovanja.

Pri pripravi projekcij bilance stanja pa smo predpostavljali, da investicijo financira lastnik družbe v celoti, da družba nima kratkoročnih in dolgoročnih rezervacij, kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja ter da nima aktivnih in pasivnih časovnih razmejitev.

Ocena prihodkov investicije temelji na predpostavki, da podjetje investira v ničtem obdobju in da v prvem letu po investiciji zaradi prilagoditve proizvodnji proizvede le polovično zmogljivost obravnavane 70-odstotne proizvodne zmogljivosti osnovne opreme, v vseh nadaljnjih letih pa proizvaja količino na osnovi 70-odstotne zmogljivosti osnovne opreme, in sicer storitev na 112 kos/mesec in povprečni ceni storitve 200 EUR/kos. Glede na to, da so proizvodne kapacitete opreme omejene, smo predvideli enako letno proizvodnjo oziroma opravljene storitve skozi vseh pet let projekcije naše investicije.

Ocena prihodkov izbrane investicije v Sloveniji tako za prvo leto poslovanja znaša 134.400 EUR, medtem ko ocena prihodkov poslovanja za nadaljnja leta poslovanja obsega 268.800 EUR letno. To prikazujemo v Tabeli 2.

Tabela 2: Ocena predvidenih prihodkov od prodaje iz naslova opravljenih storitev za izbrano investicijo v Sloveniji v € po letih od 2017 do 2021

	Ocenjeni prihodki iz poslovanja v €/leto				
Leto	2017	2018	2019	2020	2021
Prihodki	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800

3.2 Ocena investicijskih izdatkov in tekočih stroškov poslovanja ter določitev terminskega načrta izvedbe investicije

V tem podpoglavju bomo ocenili potrebne izdatke za investicijo in stroške tekočega poslovanja za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji.

Pri izbranem investicijskem projektu predpostavljamo, da podjetje za investicijo v proizvodnjo najema poslovne prostore oz. zemljišče s skladiščem, v katerem je tudi majhna pisarna. Nadalje bo podjetje za svoje obratovanje potrebovalo naslednjo opremo:

- osnovna tehnologija/oprema: ocenjena vrednost: 100.000 EUR;
- rabljen viličar: ocenjena vrednost 10.000 EUR;
- druga drobna oprema: ocenjena vrednost 10.000 EUR.

Do zdaj navedeno investicijo v osnovna sredstva povzemamo v Tabeli 3. Iz nje je razviden celoten pregled najpomembnejše opreme z oceno stroška investicije in amortizacijsko stopnjo, ki je v okviru zakonodaje države investiranja dovoljena in upoštevana pri naši investiciji.

Tabela 3: Pregled ocene potrebnih osnovnih sredstev z okvirno nabavno vrednostjo in amortizacijsko stopnjo za izbrano investicijo v Sloveniji

Osnovna sredstva	Nabavna vrednost v €	Amortizacijska stopnja v %
Osnovna oprema/tehnološka linija	110.000	20
Viličar – rabljen	10.000	20
Druga potrebna oprema	20.000	20
Skupaj	140.000	

V nadaljevanju v Tabeli 4 povzemamo najpomembnejše ocenjene tekoče stroške poslovanja, upoštevane pri naši investiciji, izvedeni v Sloveniji, razčlenjene po posameznih

kategorijah odhodkov. Stroški tekočega poslovanja zajemajo fiksne in variabilne stroške. Med prve pri naši investiciji uvrščamo odhodke za amortizacijo, stroške dela, stroške najema, stroške zavarovanja opreme in stroške računovodstva, med variabilne stroške pa pri izbrani investiciji zajamemo stroške pomožnega materiala, stroške nadomestnih delov za osnovna sredstva, stroške energije in druge stroške storitev. Amortizacija predstavlja zmanjšanje vrednosti osnovnega sredstva. Je tisti del vrednosti osnovnega sredstva, ki se prenese na proizvod ali storitev (Kavčič, Klobučar Mirovič, & Vidic, 2007). V Tabeli 4 prikazujemo odhodke za amortizacijo, obračunane po amortizacijskih stopnjah iz Tabele 3 in z upoštevanjem linearne metode amortiziranja. Med stroški dela smo upoštevali bruto bruto plače zaposlenih, povečane za stroške prehrane in regresa, ter druge stroške dela. To prikazujemo v Tabeli 5.

Tabela 4: Ocenjeni tekoči stroški poslovanja za izbrano investicijo v Sloveniji v € po posameznih kategorijah po letih od 2017 do 2010

	Ocenjeni tekoči stroški poslovanja v €/leto				
Leto	2017	2018	2019	2020	2021
Amortizacija	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
Stroški dela	39.000	78.000	78.000	78.000	78.000
Najemnine, zavarovanja in druge poslovne storitve	37.800	75.600	75.600	75.600	75.600
Stroški pomožnega materiala	2.500	5.000	5.000	5.000	5.000
Stroški nadomestnih delov za osnovna sredstva	840	1.680	1.680	1.680	1.680
Stroški energije	12.500	25.000	25.000	25.000	25.000
Skupaj	120.640	213.280	213.280	213.280	213.280

Tabela 5: Ocenjeni skupni stroški dela izbrane investicije, izvedene v Sloveniji, v €, po letih od 2016 do 2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DIREKTOR	0	2.050	2.900	2.900	2.900	2.900
PROIZVODNI DELAVCI –skupaj	0	1.200	3.600	3.600	3.600	3.600
Skupaj	0	3.250	6.500	6.500	6.500	6.500

Za izvedbo investicijskega projekta smo predpostavili, da potrebujemo štiri zaposlene, tj. direktorja in tri delavce. Direktor bo opravljal vsa vodstvena in administrativna dela v organizaciji. Zadolžen bo za posle prodaje in uvajanje delavcev v delo, njihov nadzor in pomoč ter za njihovo nadomeščanje. Enako bo direktor skrbel tudi za osnovno vzdrževanje opreme. Delo z opremo po končanem uvajanju, prevzem blaga na dodelavo in oddajo blaga po opravljeni storitvi pa bodo opravljali preostali trije zaposleni. Proizvodni delavci

bodo delo izvajali v izmenah. Za ta dela zaposleni ne bodo potrebovali posebne izobrazbe. Za prvo leto bomo v nasprotju z nadaljnjimi leti predpostavili, da delo opravljata le dve osebi – direktor in en zaposlen. To jasneje prikazujemo v Tabeli 6. V Tabeli 7 pa po letih zajemamo ocenjene bruto bruto plače in druge stroške dela za investicijo, izvedeno v Sloveniji.

Tabela 6: Ocenjeno potrebno število zaposlenih po številu in vrsti izobrazbe za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, po letih od 2016 do 2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DIREKTOR – vsaj srednja izobrazba	0	1	1	1	1	1
PROIZVODNI DELAVEC – brez izobrazbe	0	1	4	4	4	4
Skupaj	0	2	4	4	4	4

Tabela 7: Ocenjene bruto bruto plače zaposlenih mesečno v € po delavnem mestu v Sloveniji, po letih od 2016 do 2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DIREKTOR	0	1.850	2.750	2.750	2.750	2.750
PROIZVODNI DELAVEC	0	950	950	950	950	950

Zneski bruto bruto plače mesečno, prikazani v Tabeli 7, zajemajo tudi prispevke iz plače in prispevke na plače, predpisane z ZPSV in dohodnino, predpisano z Zakonom o dohodnini (Zakon o dohodnini (ZDoh-2), Ur. l. RS, , št. 13/11–UPB, 9/12 – odl. US, 24/12, 30/12, 40/12 – ZUJF, 75/12, 94/12, 52/13 – odl. US, 96/13, 29/14 – odl. US, 50/14, 23/15 in 55/15, v nadaljevanju ZDoh) .

Tabela 8: Ocenjeni drugi stroški dela zaposlenih mesečno v € po delovnem mestu v Sloveniji, po letih od 2016 do 2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DIREKTOR	0	250	250	250	250	250
PROIZVODNI DELAVEC	0	250	250	250	250	250

Drugi stroški dela, ki so ocenjeni v Tabeli 8, zajemajo stroške prevoza na delo, nadomestila za prehrano in pripadajoči del regresa za dopust zaposlenega, kar je predpisano z Zakonom o delovnih razmerjih (Zakon o delovnih razmerjih (ZDR-1), Ur. l. RS, št. 21/13, 78/13 – popr., 47/15 – ZZSDT, 33/16 – PZ-F in 52/16, v nadaljevanju ZDR).

V Tabeli 4 smo prikazali tudi ocenjene stroške najema prostorov, ki so zaradi velikosti zemljišča in prostorov visoki. Ocenjeni stroški zavarovanja prostorov, opreme in proizvodov znašajo cca 3.300 € mesečno in so tako visoki zaradi nevarnosti povzročitve požara. Zaradi delovanja opreme pri visokih temperaturah je možnost zanetenja ognja in s tem požar ter povzročitve gmotne škode izjemno visoka. Med stroške drugih poslovnih storitev pa so zajeti stroški računovodstva, telekomunikacijskih storitev ter drugi fiksni in variabilni stroški manjšega obsega. V Tabeli 4 so med stroški posebej izkazani stroški energije, saj je obravnavana tehnološka oprema pomemben porabnik energije in zato strošek električne energije eden pomembnejših stroškov. Nazadnje pa so v predmetni tabeli ocenjeni še stroški pomožnega materiala, ki obsegajo stroške nabave palet in zaščitne folije. Paleta so potrebne med obdelavo blaga oz. opravljanjem storitev in dobavo končnih produktov dobaviteljem. Zaščitna folija pa je potrebna za hranjenje in konzerviranje končnega proizvoda.

Nadalje bomo ocenili kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev, kratkoročne poslovne terjatve do kupcev in potrebna denarna sredstva ter s tem izdelali oceno investicije v obratna sredstva.

Predpostavili bomo, da kupci storitve oziroma proizvode plačujejo v 30 dneh, pa tudi, da podjetje plačuje obveznosti v 30 dneh od dne opravljene storitve za zavarovalne, telekomunikacijske storitve, električno energijo, stroške pomožnega materiala in nadomestnih delov za osnovna sredstva ter najemnino za poslovne prostore pa tudi druge manjše variabilne in fiksne stroške, medtem ko bomo predpostavili, da podjetje plače izplačuje do 10. v mesecu za pretekli mesec. Navedene vezave posameznih oblik obratnih sredstev povzemamo v Tabeli 9. V preučevanem obdobju podjetje nima zalog, ker storitve opravlja na tujem blagu. Obenem predpostavljamo, da znaša vezava denarnih sredstev na TRR 10 dni.

Tabela 9: Povzetek števila dni vezave posamezne kategorije obratnih sredstev

Vrsta obratnega sredstva	Število dni vezave
Terjatve do kupcev	30
Obveznosti do dobaviteljev za opravljene storitve	30
Obveznosti do dobaviteljev za nakup pomožnega materiala	30
Obveznosti za plače in druge stroške dela	30
Zaloge	0
Denar na TRR	10
Upoštevano število dni v letu	360

Glede na v Tabeli 9 navedene dneve vezav različnih kategorij obratnih sredstev in ocenjenega obsega prodajnih prihodkov ter ocene stroškov tekočega poslovanja v Tabeli 10 prikazujemo potreben obseg obratnih sredstev za izbrano investicijo, izvedeno v

Sloveniji. Na podlagi izračunov iz Table 10 ugotavljamo, da je v prvem letu poslovanja nujna investicija v obratni kapital v višini 3.963 EUR. Nadalje je iz Tabele 10 tudi razvidno, da bomo pri izbrani investiciji v letu 2018 potrebovali dodatno investicijo v znesku 3.963 EUR.

Tabela 10: Potrebe po obratnem kapitalu v € za izbrano investicijo v Sloveniji za obdobje 2016–2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1 OBRATNA SREDSTVA	0	17.397	34.795	34.795	34.795	34.795
1.1. Zaloge	0	0	0	0	0	0
1.2. Druga obratna sredstva	0	17.397	34.795	34.795	34.795	34.795
1.1.1. Denar na TRR	0	3.733	7.467	7.467	7.467	7.467
1.1.1. Terjatve do kupcev	0	13.664	27.328	27.328	27.328	27.328
2 VIRI IZ TEKOČEGA POSLOVANJA	0	13.434	26.868	26.868	26.868	26.868
2.1. Obveznost do dobaviteljev	0	10.184	20.368	20.368	20.368	20.368
2.2. Druge obveznosti	0	3.250	6.500	6.500	6.500	6.500
3 POTREBNA OBRATNA SREDSTVA	0	3.963	7.927	7.927	7.927	7.927
4 POTREBNA DODATNA OBRATNA SREDSTVA	0	3.963	3.963	0	0	0

Tabela 11: Viri in poraba sredstev pri izbrani investiciji, izvedeni v Sloveniji, v obdobju 2016–2021

	Viri sredstev in poraba v €					
Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
VIRI SREDSTEV	173.000	39.421	74.082	74.082	74.081	74.081
1. Gotovina iz poslovanja	0	11.421	74.082	74.082	74.081	74.081
1.1. Čisti dobiček	0	11.421	46.082	46.082	46.081	46.081
1.2. Amortizacija	0	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
2. Trajne vloge	173.000	0	0	0	0	0
3. Dolgoročni krediti	0	0	0	0	0	0
PORABA SREDSTEV	140.000	3.963	3.963	0	0	0
1. Investicija v osnovna sredstva	140.000	0	0	0	0	0
2. Investicija v obratna sredstva	0	3.963	3.963	0	0	0
3. Odplačilo dolgoročnih kreditov	0	0	0	0	0	0
LETNI PRESEŽEK/PRIMANKLJAJ	33.000	35.458	70.119	74.082	74.082	74.082
KUMULATIVNI PRESEŽEK/PRIMANKLJAJ	33.000	68.458	138.577	212.659	286.741	360.823

Zgoraj, v Tabeli 11, pa prikazujemo vire in porabo sredstev z izbrano investicijo v Sloveniji v obdobju med leti 2016 in 2021.

Ugotavljamo, da izbrana investicija, izvedena v Sloveniji, akumulira kumulativni presežek skozi celotno dobo investicije.

3.3 Terminski načrt investicije

V terminskem načrtu investicije prikazujemo investicijo po korakih in sicer kdaj tekom investicije se izvede posamezna aktivnost in koliko časa se ta aktivnost izvaja.

Tabela 12: Terminski načrt izbrane investicije, izvedene v Sloveniji

AKTIVNOST	2016				2017				2018	2019	2020	2021
	jan.– mar.	apr.– jun.	jul.– sept.	okt.– dec.	jan.– mar.	apr.– jun.	jul.– sept.	okt.– dec.				
Zbiranje informacij o poslovnem okolju investicije												
Zbiranje lokacij za proizvodnjo												
Zbiranje ponudb za osnovna sredstva												
Zbiranje ponudb za pomožni material in druge potrebne storitve												
Izbira osnovnih sredstev in najustrežnejših ponudnikov												
Izbira ponudnikov pomožnega materiala in drugih potrebnih storitev												
Izbira poslovnega okolja in pogojev za poslovanje												
Izbira lokacije za proizvodnjo												
Podpis pisma o nameri sodelovanja z najemodajalcem ter zagotovitve ustrezne dokumentacije in prostorov za delo												
Naročilo tehnološke opreme (OS)												
Izbira zaposlenih												
Izbira računovodskega servisa												
Odprtje podjetja in vplačilo kapitala												
Uskladitev in pridobitev vse potrebne dokumentacije za obratovanje podjetja in proizvodnje												
Sklenitev najemne pogodbe z najemodajalcem												

se nadaljuje

Tabela 13: Terminski načrt izbrane investicije, izvedene v Sloveniji (nad.)

AKTIVNOST	2016				2017				2018	2019	2020	2021
	jan.– mar.	apr.– jun.	jul.– sept.	okt.– dec.	jan.– mar.	apr.– jun.	jul.– sept.	okt.– dec.				
Prejem in postavitve tehnološke opreme (OS)												
Zagon tehnološke opreme (proizvodnje)												
Poskusna proizvodnja												
Redno poslovanje v polovičnem obsegu												
Podpis pogodbe z dvema zaposlenima												
Redno poslovanje v polnem obsegu												

V Tabeli 12 v terminskem načrtu investicije prikazujemo izvedene aktivnosti investicije, izvedene v Sloveniji, skozi čas. Izvedbo posamezne aktivnosti v Tabeli 12 označujemo s sivim poljem.

3.4 Financiranje projekta

Financiranje zagona posamezne investicije v Sloveniji ni preprosto. Če obstajajo zadostni lastniški viri financiranja, je dostop do manjkajočih dolžniških virov financiranja nekoliko lažji, kot je sicer, če lastniškega vira financiranja ni v dovolj veliki meri oziroma je ta le minimalen. Najteže je zagotoviti zavarovanje za posamezne dolžniške vire financiranja, seveda ob predpostavki upravičene in ekonomične investicije. Na dostop do virov tveganega kapitala pa lahko pomisli le peščica investorjev.

Nekoliko lažje je pridobivanje financiranja za podjetja, ki so na trgu že utečena in imajo za seboj dobre poslovne izide ter primerno zavarovanje kot dobro zgodovino sodelovanja s svojimi bankami ali ponudniki lizinga, seveda ob predpostavki ekonomsko upravičene investicije.

Pri naši investiciji, ki jo bomo izvedli v Sloveniji, smo predpostavili, da vire v celoti zagotovi lastnik, in sicer bo investitor za začetni kapital v znesku 173.000 EUR vplačal 8.000 EUR osnovnega kapitala in 165.00 EUR v rezerve iz kapitala. Osnovni kapital bo tako investitor vplačal malenkost nad minimalno višino osnovnega kapitala, kapitalne rezerve pa si bo v prihodnosti lažje izplačal, kot bi lahko zmanjševal osnovni kapital (Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 65/09 – UPB, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13 in 55/15, v nadaljevanju ZGD).

3.5 Projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja ter ocena denarnega toka

Na osnovi ocenjenih prihodkov, investicijskih izdatkov in tekočih stroškov poslovanja smo v Tabeli 13 prikazali projekcije poslovnega izida, v Tabeli 14 pa projekcije bilance stanja za izbrano investicijo, izvedeno v Slovenji.

Tabela 14: Projekcija poslovnega izida v € za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, za obdobje 2016–2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Poslovni prihodki	0	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800
Poslovni odhodki	0	106.640	213.280	213.280	213.280	213.280
Stroški blaga, materiala, storitev	0	53.640	107.280	107.280	107.280	107.280
Nabavna vrednost prodanega blaga	0	0	0	0	0	0
Stroški porabljenega materiala	0	15.840	31.680	31.680	31.680	31.680
Stroški storitev	0	37.800	75.600	75.600	75.600	75.600
• Stroški dela	0	39.000	78.000	78.000	78.000	78.000
• Amortizacija	0	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
Dobiček iz poslovanja	0	13.760	55.520	55.520	55.520	55.520
Celotni dobiček	0	13.760	55.520	55.520	55.520	55.520
Davki od dobička	0	2.339	9.438	9.438	9.438	9.438
Čisti dobiček	0	11.421	46.082	46.082	46.081	46.081

Tabela 15: Projekcija bilance stanja v € za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, za obdobje 2016–2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dolgoročna sredstva	140.000	126.000	98.000	70.000	42.000	14.000
Neopredmetena dolgoročna sredstva		0	0	0	0	0
Opredmetena osnovna sredstva	140.000	112.000	84.000	56.000	28.000	0
Kratkoročna sredstva	173.000	82.605	166.870	240.952	315.034	389.115
Zaloge		0	0	0	0	
Kratkoročne terjatve iz poslovanja		13.664	27.328	27.328	27.328	27.328
Denarna sredstva	33.000	68.941	139.542	213.624	287.706	361.787
SREDSTVA skupaj	173.000	194.605	250.870	296.952	343.034	389.115
Kapital	173.000	184.421	230.502	276.584	322.666	368.747
Osnovni kapital	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Rezerve iz kapitala	165.000	165.000	165.000	165.000	165.000	165.000
Preneseni in nerazdeljeni dobiček	0	11.421	57.503	103.585	149.666	195.747
Kratkoročne obveznosti	0	10.184	20.368	20.368	20.368	20.368
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	0	10.184	20.368	20.368	20.368	20.368
OBVEZNOST DO VIROV skupaj	173.000	194.605	250.870	296.952	343.034	389.115

V Tabeli 15 smo nato na osnovi projekcije izkaza poslovnega izida iz Tabele 13 in projekcije bilance stanja iz Tabele 14 pripravili projekcijo izkaza denarnega toka za izbrano investicijo v Sloveniji.

Spodaj, v Tabeli 15, je prikazana projekcija denarnega toka brez upoštevne investicijske olajšave za investiranje, ki jo podjetje lahko uveljavlja skladno z zakonodajo veljavno v Sloveniji.

Tabela 16: Projekcija izkaza denarnega toka v € za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, za obdobje 2016–2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FINANČNI TOKOVI PRI POSLOVANJU						
1. Dobiček ali izguba pred obdavčitvijo	0	13.760	55.520	55.520	55.520	55.520
2. Amortizacija	0	28.000	28.000	28.000	28.000	28.000
3. Davki iz dobička	0	– 2.339	– 9.438	– 9.438	– 9.438	– 9.438
4. Zmanjšanje ali povečanje poslovnih terjatev	0	–13.664	0	0	0	0
5. Zmanjšanje ali povečanje zalog	0	0	0	0	0	0
6. Povečanje ali zmanjšanje poslovnih dolgov	0	10.184	10.184	0	0	0
7. Povečanje za finančne odhodke	0	0	0	0	0	0
Prebitek prejemkov/izdatkov pri poslovanju	0	35.941	70.602	74.082	74.082	74.082
FINANČNI TOKOVI PRI NALOŽBENJU						
1. Prejemki in izdatki pri neopredmetenih dolgoročnih sredstvih	0	0	0	0	0	0
2. Prejemki in izdatki pri opredmetenih osnovnih sredstvih	– 140.000	0	0	0	0	0
3. Prejemki od kratkoročnih finančnih naložb	0	0	0	0	0	0
Prebitek prejemkov/izdatkov pri naložbenju	– 140.000	0	0	0	0	0
FINANČNI TOKOVI PRI FINANCIRANJU						
1. Prejemki za vplačan kapital in izdatki za vračilo kapitala	173.000	0	0	0	0	0
2. Prejemki in izdatki za dolgoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0
3. Prejemki in izdatki za kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0
Prebitek prejemkov/izdatkov pri financiranju	173.000	0	0	0	0	0
KONČNO STANJE DENARNIH SREDSTEV						
1. Denarni izid	33.000	35.941	74.082	74.082	74.082	74.082
2. Začetno stanje denarnih sredstev	0	33.000	68.941	139.542	213.624	287.706
3. Končno stanje denarnih sredstev	33.000	68.941	139.542	213.624	287.786	361.787

Kot navedeno pri projekcijah denarnega toka v Tabeli 15 nismo upoštevali investicijske olajšave pri obračunu davka na dohodek pravnih oseb, ki jo lahko podjetje uveljavlja za v tekočem letu izvedene investicije. Ta znaša 40 % zneska nabavljenih investicijskih sredstev, kar bi v našem primeru pomenilo, da bi maksimalna olajšava, ki bi jo podjetje

lahko uveljavljalo, znašala 56.000 EUR. Podjetje lahko upravičeno celotno olajšavo upošteva v tekočem letu, če je ne more izkoristiti v tekočem letu, pa jo lahko izkoristi v petih davčnih letih po letu investiranja.

V našem primeru bi tako osnova znašala 40 % od 140.000 EUR nabavne vrednosti za investicije, kar znaša 56.000 EUR. V prvem letu bi naša investicija proizvedla 27.760 EUR celotnega dobička pred davki; od tega bi imela pravico uveljavljati olajšavo za celoten znesek osnove, tj. 27.600 EUR, in bi tako v prvem letu plačala za 4.719 EUR manj davka od dohodka pravnih oseb.

Preostanek osnove za uveljavljanje olajšave v znesku 28.240 EUR (tj. rezultat razlike 56.000 EUR – 27.760 EUR) pa lahko podjetje izkoristi v drugem letu poslovanja in si tako osnovo zniža na 27.280 EUR in davek na 4.637 EUR oz. si plačilo davka na dohodek pravnih oseb v drugem davčnem letu zniža za 4.801 EUR.

3.6 Neto denarni tok in povprečni strošek kapitala izbrane investicije, izvedene v Sloveniji

Da bomo lahko izračunali kazalnike ekonomske upravičenosti investicije in ocenili njeno uspešnost, moramo najprej oceniti neto denarni tok investicije. Za izbrano investicijo ga prikazujemo v Tabeli 16.

Tabela 17: Neto denarni tok izbrane investicije v Sloveniji v € za obdobje 2016–2021, upoštevajoč investicijo v osnovna in obratna sredstva

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PRITOKI	0	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800
1 Prihodki	0	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800
2 Ostanek vrednosti investicije						0
ODTOKI	170.000	98.942	198.681	194.718	194.718	194.718
1 Investicija	140.000	3.963	3.963	0	0	0
1.1 Investicija v osnovna sredstva	140.000					
1.2 Investicija v obratna sredstva	0	3.963	3.963	0	0	0
2 Stroški blaga, materiala, storitev	0	53.640	107.280	107.280	107.280	107.280
3 Stroški dela	0	39.000	78.000	78.000	78.000	78.000
4 Davki	0	2.339	9.438	9.438	9.438	9.438
NETO DENARNI TOK	-140.000	35.458	70.119	74.082	74.082	74.082

Iz Tabele 16 lahko vidimo, da je neto denarni tok iz poslovanja za izbrano investicijo pozitiven. Ta je rezultat čistega dobička in amortizacije.

V Tabeli 17 prikazujemo finančne vire in financiranje izbrane investicije v Sloveniji ter izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC). Le ta predstavlja višino diskontne stopnje, ki jo bomo v nadaljevanju uporabili za preračun kazalnikov z upoštevanjo ustrezno dinamično metodo poslovanja. Predpostavljamo, da je zahtevana stopnja donosa kapitala 8 %.

Tabela 18: Finančni viri za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, in zahtevana stopnja donosa (WACC)

Izračun zahtevane stopnje donosa (WACC)					
	ZNESEK v 1.000 €	DELEŽ v %	STROŠEK v %	DEJANSKI STROŠEK – VPLIV DAVČNE STOPNJE v %	SKUPAJ v %
Sredstva podjetja	7.927	4,38	8,00	8,00	0,35
Vložek investitorja	173.000	95,62	8,00	8,00	7,65
Skupaj	180.927	100,00	WACC		8,00

Glede na to, da se izbrana investicija ne financira z dolžniškimi viri, ampak izključno z lastniškimi viri, je WACC enak zahtevani stopnji lastniškega kapitala.

4 OCENA DENARNEGA TOKA IZBRANE INVESTICIJE V SRBIJI

Z našo investicijo v Srbiji bomo enako kot za investicijo v Sloveniji predpostavili, da investiramo v postavitev proizvodnje. Nabavili bomo opremo, ki mogoča opravljanje storitev na lastnem ali tujem blagu, viličar in nekaj kosov drobne opreme, ki je tudi potrebna za poslovanje. Za izračun ekonomske upravičenosti investicije bomo enako kot za investicijo v Sloveniji predpostavili, da bo podjetje prvih pet let po zagonu investicije opravljalo le storitve, s katerimi blagu povečamo dodano vrednost. V poznejši fazi, ko se podjetje na trgu utrdi, pa tako kot pri investiciji v Srbiji načrtujemo, da bo del storitev za tretje osebe nadomestilo s storitvami, opravljenimi na lastnih proizvodih, ter jim s tem dodalo vrednost in povečalo tržni delež.

4.1 Raziskava in analiza trga ter ocena prihodkov

Tudi pri projekcijah investicije, izvedene v Srbiji, smo predpostavili, da se nabava osnovnih sredstev izvede ob koncu leta 2016, zagon proizvodnje pa se izvede v letu 2017.

Tudi za to investicijo bomo pripravili projekcijo za pet polnih leta obratovanja, tj. do konca leta 2021.

Pri pripravi projekcij poslovnega izida smo predvidevali enake proizvedene količine kot pri investiciji v Sloveniji. Enako tudi pri tej investiciji proizvedene količine v našem primeru tržimo kot opravljene storitve na tujem blagu. Enako smo tudi tu predvideli, da poleg prihodkov iz poslovanja ne bomo ustvarili drugih prihodkov in odhodkov iz poslovanja ter finančnih in izrednih prihodkov in odhodkov iz poslovanja.

Tudi pri pripravi projekcij bilance stanja smo uporabili enake predpostavke kot pri investiciji v Sloveniji. Tudi tu smo namreč predpostavljali, da je investicijo financira lastnik družbe v celoti, da družba nima kratkoročnih in dolgoročnih rezervacij, kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja ter da nima aktivnih in pasivnih časovnih razmejitev.

Ocena prihodkov izbrane investicije v Srbiji je enaka oceni prihodkov izbrane investicije v Sloveniji in za prvo leto poslovanja znaša 134.400 EUR, medtem ko obsega ocena prihodkov poslovanja za nadaljnja leta poslovanja 268.800 EUR letno. To prikazujemo v Tabeli 18.

Iz zgoraj navedenega in iz Tabele 2 ter Tabele 18 je razvidno, da za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, in izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, ocenjujemo enak obseg prihodkov iz poslovanja.

Tabela 19: Ocena predvidenih prihodkov od prodaje iz naslova opravljenih storitev za izbrano investicijo v Srbiji v €, po letih od 2017 do 2020

	Ocenjeni prihodki iz poslovanja v €/leto				
Leto	2017	2018	2019	2020	2021
Prihodki	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800

4.2 Ocena investicijskih izdatkov in tekočih stroškov poslovanja ter določitev terminskega načrta izvedbe investicije

V tem podpoglavju bomo ocenili potrebne izdatke za investicijo in stroške tekočega poslovanja za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji. Pri izbranem investicijskem projektu, izvedenem v Srbiji, enako kot za tistega, izvedenega v Sloveniji, predpostavljamo, da podjetje za investicijo v proizvodnjo najame poslovne prostore oz. zemljišče s skladiščem, v katerem je tudi majhna pisarna. Nadalje bo podjetje za svoje obratovanje potrebovalo naslednjo opremo:

- osnovna tehnologija/oprema: ocenjena vrednost: 100.000 EUR;
- rabljen viličar: ocenjena vrednost 10.000 EUR;
- druga drobna oprema: ocenjena vrednost 10.000 EUR.

Iz Tabele 19 je razviden celoten pregled najpomembnejše opreme z oceno stroška investicije in amortizacijsko stopnjo, ki je v okviru zakonodaje države investiranja dovoljena in upoštevana pri naši investiciji. V Tabeli 20 pa povzemamo ocenjene tekoče stroške poslovanja za izbrano investicijo v Srbiji.

Tabela 20: Pregled ocenjenih potrebnih osnovnih sredstev z okvirno nabavno vrednostjo in amortizacijsko stopnjo za izbrano investicijo v Srbiji

Osnovna sredstva	Nabavna vrednost v €	Amortizacijska stopnja v %
Osnovna oprema/tehnološka linija	110.000	15
Viličar – rabljen	10.000	15
Druga potrebna oprema	20.000	15
Skupaj	140.000	

Tabela 21: Ocenjeni tekoči stroški poslovanja za izbrano investicijo v Srbiji v €, po letih od 2017 do 2020

Leto	Ocenjeni tekoči stroški poslovanja v €/leto				
	2017	2018	2019	2020	2021
Amortizacija	21.000	21.000	21.000	21.000	21.000
Stroški dela	25.200	50.400	50.400	50.400	50.400
Najemnine, zavarovanja in druge poslovne storitve	37.800	75.600	75.600	75.600	75.600
Stroški pomožnega materiala	2.500	5.000	5.000	5.000	5.000
Stroški nadomestnih delov za osnovna sredstva	840	1.680	1.680	1.680	1.680
Stroški energije	12.500	25.000	25.000	25.000	25.000
Skupaj	99.840	178.680	178.680	178.680	178.680

Stroški tekočega poslovanja zajemajo fiksne in variabilne stroške. Med prve pri naši investiciji uvrščamo odhodke za amortizacijo, stroške dela, stroške najema, stroške zavarovanja opreme in stroške računovodstva. Med variabilne stroške pa pri izbrani investiciji zajamemo stroške pomožnega materiala, nadomestnih delov za osnovna sredstva, stroške energije in druge stroške storitev.

Amortizacija predstavlja zmanjšanje vrednosti osnovnega sredstva. Je tisti del vrednosti osnovnega sredstva, ki se prenese na proizvod ali storitev (Kavčič, Klobučar Mirovič, & Vidic, 2007). V Tabeli 20 prikazujemo odhodke za amortizacijo, obračunane po amortizacijskih stopnjah iz Tabele 19 in z upoštevanjem linearne metode amortiziranja.

Med stroški dela smo upoštevali bruto bruto plače zaposlenih, povečane za stroške prehrane in regresa, ter druge stroške dela. To prikazujemo v Tabeli 21.

Dodatno smo v nasprotju z oceno za investicijo, izvedeno v Sloveniji, za investicijo, izvedeno v Srbiji, ocenili prevoz opreme do mesta investicije v Srbiji, in sicer smo ocenili, da smo za dva prevoza s tovornim vozilom porabili 1.200 EUR + DDV, od katerih po ponudbi prevoznikov ocenjujemo vsak prevoz 600 EUR + DDV, kar predstavlja ceno prevoza cca 1 EUR + DDV/km. To smo v prvem letu investicije tudi vključili v projekcije. Opremo bo, kot smo pojasnili že zgoraj, družba uvozila iz Slovenije.

Stroški prevoza opreme do kraja postavitve opreme predstavljajo enkratni strošek in znašajo 1.200 EUR + DDV, zaveden pa bo v letu nakupa opreme.

Tabela 22: Ocenjeni skupni stroški dela izbrane investicije, izvedene v Srbiji, po letih od 2016 do 2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DIREKTOR	0	1.300	2.200	2.200	2.200	2.200
PROIZVODNI DELAVCI skupaj	0	400	1.200	1.200	1.200	1.200
Skupaj	0	1.700	3.400	3.400	3.400	3.400

Za izvedbo našega investicijskega projekta smo enako kot za investicijo v Sloveniji predpostavili, da potrebujemo štiri zaposlene, tj. direktorja in tri delavce. Direktor in proizvodni delavci bodo imeli enake zadolžitve kot tisti pri investiciji v Sloveniji in bo zato zanje potrebna tudi enaka izobrazba kot pri investiciji v Sloveniji.

Tudi v Srbiji bomo za prvo leto v nasprotju z nadaljnjimi leti predpostavili, da delo opravljata le dve osebi – direktor in en zaposlen. To jasneje prikazujemo v Tabeli 22. V Tabeli 23 pa po letih zajemamo ocenjene mesečne bruto bruto plače in druge stroške dela za našo investicijo, izvedeno v Sloveniji.

Tabela 23: Ocenjeno potrebno število zaposlenih po številu in vrsti izobrazbe za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, po letih od 2016 do 2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DIREKTOR – vsaj srednja izobrazba	0	1	1	1	1	1
PROIZVODNI DELAVEC – brez izobrazbe	0	1	4	4	4	4
Skupaj	0	2	4	4	4	4

Tabela 24: Ocenjene bruto bruto plače in drugi stroški dela zaposlenih mesečno v € po delovnem mestu v Srbiji, po letih od 2016 do 2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DIREKTOR	0	1.300	2.200	2.200	2.200	2.200
PROIZVODNI DELAVEC	0	400	400	400	400	400

Zneski bruto plače in drugih stroškov dela mesečno so prikazani v Tabeli 21 in Tabeli 23. V obeh omenjenih tabelah zneski zajemajo tudi prispevke iz plače ter prispevke na plače, predpisane na podlagi srbskega Zakona o socialnih prispevkih (Zakon o doprinosima za obvezno socialno osiguranje, Sl. gl. RS, br. 84/04, 61/05, 62/06, 5/09, 52/11, 101/11, 47/13, 108/13, 57/14, 68/14 - dr. zakon, 112/15) in dohodnino, predpisano s srbskim Zakonom o davku na dohodek občanov (Zakon o porezu na dohodek građana, Sl. gl. RS, br. 24/01, 80/02 - dr. zakon, 80/02, 135/04, 62/06, 65/06 - ispravka, 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11 - US, 93/12, 114/12 - US, 47/13, 48/13 - ispravka, 108/13, 57/14, 68/14 - dr. zakon, 112/15). Pomembna razlika s Slovenijo je, da se v Srbiji v nasprotju s Slovenijo nadomestili za prehrano in regres za dopust všteta v davčno osnovo z dohodnino in za obračun prispevkov iz plače ter na plačo in da nadomestilo za prehrano ni predpisano z zakonom, ampak delodajalcu dopušča izbiro, ali ga bo delojemalcu izplačal ali ne, in če ga bo, v kakšni višini (Zakon o radu, Sl. gl. RS, br. 24/2005, 61/2005, 54/2009, 32/2013 i 75/2014).

Drugi stroški dela, ki so zajeti v skupnih stroških dela, poleg bruto plače v Tabeli 20 zajemajo stroške prevoza na delo, nadomestila za prehrano, pripadajoči del regresa za dopust zaposlenega in dodatek na delovno dobo, kar je predpisano z Zakonom o delu (Zakon o radu, Sl. gl. RS, br. 24/2005, 61/2005, 54/2009, 32/2013 i 75/2014).

Zgoraj v Tabeli 20 smo prikazali tudi ocenjene stroške najema prostorov, ki so zaradi velikosti zemljišča in prostorov visoki. Ocenjeni stroški zavarovanja prostorov, opreme in proizvodov so zaradi istega razloga kot v Sloveniji (zaradi nevarnosti povzročitve požara) zelo visoki tudi v Srbiji. Med drugimi stroški so enako kot pri investiciji v Sloveniji tudi tu zajeti stroški računovodstva, telekomunikacijskih storitev ter drugi fiksni in variabilni stroški manjšega obsega. V Tabeli 20 so tudi pri investiciji v Srbiji med stroški posebej izkazani stroški energije, saj je tudi tu strošek električne energije eden pomembnejših stroškov investicije. Nazadnje so v predmetni tabeli ocenjeni še stroški pomožnega materiala, ki tudi v Srbiji – podobno kot v Sloveniji – obsegajo stroške nabave palet in zaščitne folije.

Nadalje bomo tudi pri investiciji v Srbiji ocenili kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev, kratkoročne poslovne terjatve do kupcev in potrebna denarna sredstva ter s tem izdelali oceno investicije v obratna sredstva.

Predpostavljamo, da so vezave posameznih kategorij obratnih sredstev pri investiciji v Srbiji enake kot pri investiciji v Sloveniji. Navedene vezave posameznih oblik obratnih sredstev povzemamo v Tabeli 24.

Glede na v Tabeli 24 navedene dneve vezav različnih kategorij obratnih sredstev in ocenjeni obseg prodajnih prihodkov ter ocene stroškov tekočega poslovanja spodaj, v Tabeli 25, prikazujemo potreben obseg obratnih sredstev za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji. V Tabeli 26 pa prikazujemo vire in porabo sredstev pri izbrani investiciji, izvedeni v Srbiji v analiziranem obdobju med leti 2016 in leti 2021.

Tabela 25: Povzetek števila dni vezave posamezne kategorije obratnih sredstev

Vrsta obratnega sredstva	Število dni vezave
Terjatve do kupcev	30
Obveznosti do dobaviteljev za opravljene storitve	30
Obveznosti do dobaviteljev za nakup pomožnega materiala	30
Obveznosti za plače in druge stroške dela	30
Zaloge	0
Denar na TRR	10
Upoštevano število dni v letu	360

Tabela 26: Potrebe po obratnem kapitalu v € za izbrano investicijo v Srbiji za obdobje 2016–2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1 OBRATNA SREDSTVA						
1.1. Zaloge	0	0	0	0	0	0
1.2. Druga obratna sredstva	0	17.173	34.347	34.347	34.347	34.347
1.2.1. Denar na TRR	0	3.733	7.467	7.467	7.467	7.467
1.2.2. Terjatve do kupcev	0	13.440	26.880	26.880	26.880	26.880
2 VIRI IZ TEKOČEGA POSLOVANJA	0	10.910	21.820	21.820	21.820	21.820
2.2. Obveznost do dobaviteljev	0	8.810	17.620	17.620	17.620	17.620
2.3. Druge obveznosti	0	2.100	4.200	4.200	4.200	4.200
3 POTREBNA OBRATNA SREDSTVA	0	6.263	12.527	12.527	12.527	12.527
4 POTREBNA DODATNA OBRATNA SREDSTVA	0	6.263	6.263	0	0	0

Iz Tabele 25 je tako razvidno, da bomo pri izbrani naložbi v Srbiji v prvem letu poslovanja morali v obratni kapital investirati 6.263 EUR. V letu 2018 pa bomo pri izbranem projektu primorani v še dodatno investicijo v obratni kapital v znesku 6.263 EUR.

Tabela 27: Viri in poraba sredstev pri izbrani investiciji, izvedeni v Srbiji, v obdobju 2016–2021

	Viri sredstev in poraba v €					
Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
VIRI SREDSTEV	171.800	50.376	95.602	95.602	95.602	95.602
1 Gotovina iz poslovanja	– 1.200	50.376	95.602	95.602	95.602	95.602
1.3. Čisti dobiček	– 1.200	29.376	76.602	76.602	76.602	76.602
1.4. Amortizacija	0	21.000	21.000	21.000	21.000	21.000
2 Trajne vloge	173.000	0	0	0	0	0
3 Dolgoročni krediti	0	0	0	0	0	0
PORABA SREDSTEV	140.000	6.263	6.263	0	0	0
4. Investicija v osnovna sredstva	140.000	0	0	0	0	0
5. Investicija v obratna sredstva	0	6.263	6.263	0	0	0
6. Odplačilo dolgoročnih kreditov	0	0	0	0	0	0
LETNI PRESEŽEK/PRIMANKLJAJ	31.800	44.113	89.339	95.602	95.602	95.602
KUMULATIVNI PRESEŽEK/PRIMANKLJAJ	31.800	75.913	165.252	260.854	356.456	452.058

Iz Tabele 26 je razvidno, da tudi izbrana investicija v Srbiji kot investicija v Sloveniji akumulira kumulativni presežek skozi celotno dobo investicije.

4.3 Terminski načrt investicije

Tako kot za investicijo izvedeno v Sloveniji smo tudi za investicijo izvedeno v Srbiji analizirali posamezne izvedene aktivnosti izbrane investicije in jih umestili v terminski načrt izbrane investicije. V Tabeli 27 tako v terminskem načrtu investicije prikazujemo izvedene aktivnosti investicije, izvedene v Srbiji, skozi čas. Prikazujemo izvedene aktivnosti izbrane investicije po korakih in v zaporedju kot si sledijo ter katere aktivnosti izbrane investicije se izvajajo istočasno. V Tabeli 27 izvedbo posamezne aktivnosti označuje sivo polje.

Tabela 28: Terminski načrt izbrane investicije, izvedene v Srbiji

	2016				2017							
AKTIVNOST	jan.–mar.	apr.–jun.	jul.–sept.	okt.–dec.	jan.–mar.	apr.–jun.	jul.–sept.	okt.–dec.	2018	2019	2020	2021
Zbiranje informacij o poslovnem okolju investicije												
Zbiranje lokacij za proizvodnjo												
Zbiranje ponudb za osnovna sredstva												

se nadaljuje

Tabela 29: Terminski načrt izbrane investicije, izvedene v Srbiji (nad.)

AKTIVNOST	2016				2016				2018	2019	2020	2021
	jan.–mar.	apr.–jun.	jul.–sept.	okt.–dec.	jan.–mar.	apr.–jun.	jul.–sept.	okt.–dec.				
Zbiranje ponudb za pomožni material in druge potrebne storitve												
Izbira osnovnih sredstev in najustrežnejših ponudnikov												
Izbira ponudnikov pomožnega materiala in drugih potrebnih storitev												
Izbira poslovnega okolja in pogojev za poslovanje												
Izbira lokacije za proizvodnjo												
Podpis pisma o nameri sodelovanja z najemodajalcem ter zagotovitve ustrezne dokumentacije in prostorov za delo												
Naročilo tehnološke opreme (OS)												
Izbira zaposlenih												
Izbira računovodskega servisa												
Odprtje podjetja in vplačilo kapitala												
Uskladitev in pridobitev vse potrebne dokumentacije za obratovanje podjetja in proizvodnje												
Sklenitev najemne pogodbe z najemodajalcem												
Prejem in postavitve tehnološke opreme (OS)												
Zagon tehnološke opreme (proizvodnje)												
Poskusna proizvodnja												
Redno poslovanje v polovičnem obsegu												
Podpis pogodbe z dvema zaposlenima												
Redno poslovanje v polnem obsegu												

4.4 Financiranje projekta

Financiranje zagona investicije za novoustanovljeno podjetje brez pretežnega lastniškega kapitala je skoraj nemogoče ob še tako dobri in ekonomsko upravičeni investiciji. Dolžniški viri financiranja so zelo težko dostopni, za slovenske razmere izjemno dragi, njihove vrste in obseg so omejeni; pretežno se jih dobi v tuji valuti, zato so še dodatno izpostavljeni valutnim tveganjem – ob za mikro- in majhna podjetja skoraj nedostopni

valutni zaščiti (»futuresi«, »forwardi«). Tudi to področje kot področje dostopa in variacije financiranja, cen in zavarovanja je področje, ki je vredno poudarka in posebne analize, saj ima lahko na poslovanje podjetja z vidika rezultata ter z vplivom na upravičenost in ekonomičnost investicije poslovanja izjemno velik vpliv in pomen.

Pri izbrani investiciji smo upoštevali, da je za zagon investicije sredstva zagotovil lastnik, in sicer 173.000,00 EUR, od tega 8.000,00 EUR kot osnovni kapital in 165.000 v obliki kapitalskih rezerv.

4.5 Projekcije izkaza poslovnega izida in bilance stanja ter ocena denarnega toka

Upoštevajoč oceno prihodkov investicijskih izdatkov in tekočih investicijskih stroškov, smo izdelali projekcije izkaza poslovnega izida za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, za obdobje 2016–2020 in jo prikazali v Tabela 30.

Tabela 30: Projekcija poslovnega izida v € za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, za obdobje 2016–2020

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Poslovni prihodki	0	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800
Poslovni odhodki	1.200	99.840	179.940	179.940	179.940	179.940
Stroški blaga, materiala, storitev	1.200	53.640	107.280	107.280	107.280	107.280
Nabavna vrednost prodanega blaga	0	0	0	0	0	0
Stroški porabljenega materiala	0	15.840	31.680	31.680	31.680	31.680
Stroški storitev	1.200	37.800	75.600	75.600	75.600	75.600
• Stroški dela	0	25.200	50.400	50.400	50.400	50.400
• Amortizacija	0	21.000	21.000	21.000	21.000	21.000
Dobiček/izguba iz poslovanja	–1.200	34.560	90.120	90.120	90.120	90.120
Celotni dobiček/izguba	–1.200	34.560	90.120	90.120	90.120	90.120
Davki od dobička	0	5.184	13.518	13.518	13.518	13.518
Čisti dobiček/izguba	–1.200	29.376	76.602	76.602	76.602	76.602

V Tabeli 29 smo na prej navedenih ocenah in osnovi projekcij izkaza poslovnega izida iz Tabele 28 izdelali projekcije bilance stanja za isto obdobje, medtem ko smo na osnovi vseh prej navedenih dejavnikov v Tabeli 29 prikazali projekcije denarnega toka za izbrano investicijo v Srbiji za obdobje 2016–2020.

Tabela 31: Projekcija bilance stanja v € za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, za obdobje 2016 – 2020

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dolgoročna sredstva	140.000	119.000	98.000	77.000	56.000	35.000
Neopredmetena dolgoročna sredstva	0	0	0	0	0	0
Opredmetena osnovna sredstva	140.000	119.000	198.000	77.000	56.000	35.000
Kratkoročna sredstva	33.240	90.9865	197.398	295.000	392.602	490.204
Zaloge	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	28.240	13.440	26.880	26.880	26.880	26.880
Denarna sredstva	5.000	77.546	170.518	268.120	365.722	463.324
SREDSTVA skupaj	173.240	209.986	295.398	372.000	448.602	525.204
Kapital	171.800	201.176	173.000	184.421	173.000	184.421
Osnovni kapital	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Rezerve iz kapitala	165.000	165.000	165.000	165.000	165.000	165.000
Preneseni in nerazdeljeni dobiček	-1.200	28.176	104.778	181.380	257.982	334.584
Kratkoročne obveznosti	1.440	8.810	17.620	17.620	17.620	17.620
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	1.440	8.810	17.620	17.620	17.620	17.620
OBVEZNOST DO VIROV skupaj	173.240	201.986	295.398	372.000	448.602	525.204

V Tabeli 30 prikazujemo projekcijo denarnega toka za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, brez upoštevanja investicijske olajšave pri obračunu davka na dohodek pravnih oseb, ki jo lahko podjetje uveljavlja za v tekočem letu izvedene investicije. Ta znaša 30 % zneska nabavljenih investicijskih sredstev, kar bi v našem primeru pomenilo, da bi maksimalna olajšava, ki bi jo podjetje lahko uveljavljalo, znašala 42.000 EUR. Podjetje nima pravice celotne olajšave upoštevati v tekočem letu, ampak ima pravico zmanjšati dobiček za do maksimalno 70 % ustvarjenega dobička pred davki ter osnovo uveljavljati v 10 davčnih letih. Enako v prvem letu (letu 2017) nismo upoštevali znižanja davčne osnove za ustvarjeno davčno izgubo v ničtem letu poslovanja (letu 2016) v višini 1.200 EUR.

V našem primeru bi tako osnova znašala 30 % od 140.000 EUR nabavne vrednosti za investicije, kar znaša 42.0000 EUR. V prvem letu bi naša investicija proizvedla 34.560 EUR celotnega dobička pred davki; od tega bi najprej lahko uveljavila manjšanje osnove za pokrivanje izgube preteklih let za znesek 1.200 EUR. Nadalje pa bi podjetje v prvem letu imelo še pravico uveljavljanja zmanjšanja davčne osnove za davek iz dohodka za 70 % ustvarjenega dobička. Iz tega naslova bi torej poleg 1.200 EUR lahko upoštevali še znižanje osnove za 22.992 EUR (tj. $34.560 \text{ EUR} \cdot 70 \% - 1.200 \text{ EUR}$). Podjetje bi tako v prvem letu lahko upoštevalo olajšavo za 24.192 EUR ter za to v prvem letu plačalo za 3.629 EUR manj davka od dohodka pravnih oseb. Obdavčljiva osnova za davek bi tako v prvem letu znašala 10.368 EU, davek pa 1.555 EUR. Preostanek osnove za uveljavljanje olajšave v znesku 17.808 EUR (tj. rezultat razlike $42.000 \text{ EUR} - 24.192 \text{ EUR}$) pa lahko

podjetje izkoristi v drugem letu poslovanja in si tako osnovo zniža na 72.312 EUR ter davek na 10.847 EUR oz. si plačilo davka na dohodek pravnih oseb v drugem davčnem letu zniža za 2.671 EUR.

Tabela 32: Projekcija izkaza denarnega toka v € za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, za obdobje 2016–2021

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FINANČNI TOKOVI PRI POSLOVANJU						
1. Dobiček ali izguba pred obdavčitvijo	0	34.560	90.120	90.120	90.120	90.120
2. Amortizacija	0	21.000	21.000	21.000	21.000	21.000
3. Davki iz dobička	0	-5.184	-13.518	-13.518	-13.518	-13.518
4. Zmanjšanje ali povečanje poslovnih terjatev	-28.240	14.800	-13.440	0	0	0
5. Zmanjšanje ali povečanje zalog	0	0	0	0	0	0
6. Povečanje ali zmanjšanje poslovnih dolgov	0	0	0	0	0	0
7. Povečanje za finančne odhodke	0	0	0	0	0	0
Prebitek prejemkov/izdatkov pri poslovanju	-26.800	2.546	92.972	97.602	97.602	97.602
FINANČNI TOKOVI PRI NALOŽBENJU						
1. Prejemki in izdatki pri neopredmetenih dolgoročnih sredstvih	0	0	0	0	0	0
2. Prejemki in izdatki pri opredmetenih osnovnih sredstvih	-140.000	0	0	0	0	0
3. Prejemki od kratkoročnih finančnih naložb	0	0	0	0	0	0
Prebitek prejemkov/izdatkov pri naložbenju	-140.000		0	0	0	0
FINANČNI TOKOVI PRI FINANCIRANJU						
1. Prejemki za vplačan kapital in izdatki za vračilo kapitala	171.800	0	0	0	0	0
2. Prejemki in izdatki za dolgoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0
3. Prejemki in izdatki za kratkoročne finančne obveznosti	0	0	0	0	0	0
Prebitek prejemkov/izdatkov pri financiranju	171.800	0	0	0	0	0
KONČNO STANJE DENARNIH SREDSTEV						
1. Denarni izid	5.000	72.546	92.972	97.602	97.602	97.602
2. Začetno stanje denarnih sredstev	0	5.000	77.546	170.518	268.120	365.722
3. Končno stanje denarnih sredstev	5.000	77.546	170.518	268.120	365.722	463.324

4.6 Neto denarni tok in povprečni strošek kapitala izbrane investicije, izvedene v Srbiji

Za oceno ekonomske upravičenosti izbrane investicije moramo najprej oceniti neto denarni tok izbrane investicije.

Tabela 33: Neto denarni tok izbrane investicije v Srbiji v € za obdobje 2016–2021, upoštevajoč investicijo v osnovna in obratna sredstva

Leto	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PRITOKI	0	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800
1 Prihodki	0	134.400	268.800	268.800	268.800	268.800
2 Ostanek vrednosti investicije						35.000
ODTOKI	141.200	90.287	177.461	171.198	171.198	171.198
1 Investicija	140.000	6.263	6.263	0	0	0
1.1 Investicija v osnovna sredstva	140.000	0	0	0	0	0
1.2 Investicija v obratna sredstva	0	6.263	6.263	0	0	0
2 Stroški blaga, materiala storitev	1.200	53.640	107.280	107.280	107.280	107.280
3 Stroški dela	0	25.200	50.400	50.400	50.400	50.400
4 Davki	0	5.184	13.518	13.518	13.518	13.518
NETO DENARNI TOK	-141.200	44.113	91.339	97.602	97.602	97.602

V Tabeli 31 je neto denarni tok v zadnjem preučevanem letu nekoliko višji, ker upošteva tudi denarni tok iz preostanka vrednosti investicije. Pri izbrani investiciji je neto denarni tok iz poslovanja pozitiven.

V Tabeli 32 prikazujemo finančne vire in financiranje izbrane investicije v Sloveniji ter izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC). Ta predstavlja višino diskontne stopnje, ki jo bomo v nadaljevanju uporabili za preračun kazalnikov z upoštevanjo ustrezno dinamično metodo poslovanja. Predpostavljamo, da je zahtevana stopnja donosa kapitala 8 %.

Tabela 34: Finančni viri za izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji, in zahtevana stopnja donosa (WACC)

Izračun zahtevane stopnje donosa (WACC)					
	ZNESEK v 1.000 €	DELEŽ v %	STROŠEK v %	DEJANSKI STROŠEK – VPLIV DAVČNE STOPNJE v %	SKUPAJ v %
Sredstva podjetja	12.527	6,75	8,00	8,00	0,54
Vložek investitorja	173.000	93,25	8,00	8,00	7,46
Skupaj	185.527	100,00	WACC		8,00

Ker tako kot v Sloveniji tudi v Srbiji izbrana investicija ni financira z dolžniškimi viri, je WACC tudi pri investiciji v Srbiji enak zahtevani stopnji lastniškega kapitala.

5 EKONOMSKA UPRAVIČENOST IZBRANE INVESTICIJE V SLOVENIJI IN SRBIJI

V Tabeli 33 predstavljamo vse zgoraj opisane statične in dinamične kazalnike za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, in izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji.

Tabela 35: Zbirna tabela kazalnikov upravičenosti investicije za izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji, in izbrano investicijo, izvedeno v Srbiji

Kazalnik/Vrsta investicije	Investicija v Sloveniji	Investicija v Srbiji
STATIČNI KAZALNIKI		
Računovodska stopnja donosa investicije (v %)	292,73	384,56
Povprečna stopnja donosa (v %)	58,55	76,91
Doba vračanja investicije (v letih)	2,47	2,06
DINAMIČNI KAZALNIKI		
Diskontirana doba vračanja investicije (v letih)	2,80	2,28
Neto sedanja vrednost (v EUR)	126.154,00	217.420,00
Interna stopnja donosa (v %)	33,89	47,78
Popravljen intern stopnja donosa (v %)	23,97	36,83
Indeks donosnosti (v %)	2,44	3,31

Na podlagi predhodno prikazanih projekcij izkazov poslovnega izida, bilanc stanja, izkazov denarnega toka in izračunanih kazalnikov za našo izbrano investicijo, izvedeno v Sloveniji in Srbiji, ugotavljamo, da je z vidika vseh izračunanih kazalnikov investicija ekonomsko ugodnejša za izvedbo v Srbiji kot v Sloveniji. Kazalniki iz Tabele 33 *Tabela 35* nam pokažejo, da sta uspešni obe analizirani investiciji – investicija v Sloveniji in investicija v Srbiji.

Povprečna stopnja vračanja investicije v Sloveniji znaša 58,55 %, investicija pa – se upoštevajoč časovno dinamiko – povrne v 2,8 leta. Neto sedanja vrednost investicijskega projekta, izvedenega v Sloveniji, v prvih petih letih znaša 126.154 EUR, kar pomeni, da je ta naložba podjetja upravičena. Z investicijo v Sloveniji sta notranja stopnja donosa (33,89 %) in popravljen intern stopnja donosa (23,97 %) višji, kot je strošek kapitala podjetja (WACC) (8 %), kar oboje kaže na sprejemljivost investicije. Nadalje je sedanja vrednost donosov investicije v Sloveniji za 144% presega sedanjo vrednost vlaganj, kar še dodatno potrjuje ekonomsko upravičenost naložbe v Sloveniji.

Povprečna stopnja vračanja investicije v Srbiji znaša 76,91 %, investicija pa se – upoštevajoč časovno dinamiko – povrne v 2,28 leta. Neto sedanja vrednost investicijskega projekta, izvedenega v Srbiji, v prvih petih letih znaša 217.420 EUR, kar pomeni, da je ta naložba podjetja upravičena. Z investicijo v Srbiji sta notranja stopnja donosa (47,78 %) in popravljena stopnja donosa (36,83 %) višji, kot je strošek kapitala podjetja (WACC) (8 %), kar oboje kaže na sprejemljivost investicije. Nadalje sedanja vrednost donosov investicije v Srbiji za 231 % presega sedanjo vrednost vlaganj, kar še dodatno potrjuje ekonomsko upravičenost naložbe v Srbiji.

Primerjalno iz Tabele 33 in pojasnil ugotavljamo, da je neto sedanja vrednost investicije v Srbiji bistveno višja, ima krajšo dobo vračanja in višjo sedanjo vrednost donosov glede na sedanjo vrednost vlaganj in večjo povprečno stopnjo donosa. Naložba v Srbiji ima tudi večjo IRR in MIRR kot naložba v Sloveniji in je tudi v tem pogledu uspešnejša. Na podlagi zgoraj zapisanega ugotavljamo, da je investicija v Srbiji uspešnejša in ekonomsko bolj upravičena kot investicija v Sloveniji, in sicer v vseh parametrih.

6 ANALIZA OBČUTLJIVOSTI INVESTICIJE

Ker izračuni kazalnikov ekonomske upravičenosti investicije temeljijo na številnih predpostavkah, smo v tem poglavju analizirali občutljivost izbrane investicije, izvedene v Sloveniji, in izbrane investicije, izvedene v Srbiji, na spremembo posamezne kategorije. V Tabeli 34 smo za izbrani investiciji tako preverili vpliv vrednosti investicije, stroškov dela, stroškov najema, zavarovanja in drugih poslovnih storitev, stroškov pomožnega materiala, stroškov nadomestnih delov za osnovna sredstva, stopnje davka na dohodek pravnih oseb, višine diskontne stopnje in vpliv spremembe višine prihodkov na izbrano investicijo.

Tabela 36: Analiza občutljivosti NSV na spremembo ključnih parametrov investicije za 1 %

Sprememba za +1 %	Sprememba NSV v % za investicijo v Sloveniji	Sprememba NSV v % za investicijo v Srbiji
Vrednost investicije	0,16	0,17
Stroški dela	–1,86	–0,66
Stroški najema, zavarovanja in drugih poslovnih storitev	–1,85	–1,02
Stroški energije	–0,61	–0,34
Stroški pomožnega materiala	–0,12	–0,07
Stroški nadomestnih delov za osnovna sredstva	–,04	–0,02
Stopnja davka na dohodek pravnih oseb	–0,27	–0,21
Diskontna stopnja	–0,51	–0,4
Prihodkov	2,55	1,40

Analiza občutljivosti v Tabeli 34 nam pokaže, kako občutljiva je neto sedanja vrednost investicije ob povečanju posameznega izbranega parametra za 1 %. Ugotavljamo, da je investicija v Sloveniji in Srbiji najobčutljivejša na spremembo prihodkov ter da imata pomemben vpliv še spremembi stroškov dela ter stroškov najema, zavarovanj in drugih poslovnih storitev. Sledita pa vpliv spremembe stroškov energije in višine diskontne stopnje. Ugotavljamo, da ima razen pri spremembi vrednosti investicije sprememba posamezne kategorije močnejši vpliv na investicijo, izvedeno v Sloveniji, kot tisto, izvedeno v Srbiji. Iz tega lahko sklepamo, da je investicija v Sloveniji občutljivejša na spremembo dejavnikov v okolju kot investicija v Srbiji.

V zgornji analizi občutljivosti ugotavljamo, da je občutljivost neto sedanje vrednosti pri spremembi določenih parametrov več kot 1. To pomeni, da je elastičnost investicije pri tej spremenljivki lahko kritična. Pove nam, da bi bilo smiselno opraviti še analizo tveganja, kar pa v tej točki ne bomo obravnavali, saj presega namen diplomskega dela.

SKLEP

Različni dejavniki okolja pomembno vplivajo na uspešnost in ekonomsko upravičenost investicije. Različno poslovno okolje namreč lahko pomeni tudi popolnoma drugačno poslovanje podjetja. Nanje pomembno vpliva s svojimi političnimi, ekonomskimi, družbenimi, pravnimi in drugimi dejavniki. V delovanje podjetja prinaša svoje posebnosti in tako vodi v različno ekonomsko upravičenost investicij v določenem poslovnem okolju.

V diplomskem delu smo na primeru investicije v lesnopredelovalni dejavnosti analizirali ekonomsko upravičenost v dveh različnih ekonomskih in družbenopolitičnih okoljih – v Sloveniji in Srbiji – ter primerjali izsledke te analize.

Najprej smo preučili teoretske pristope k taki analizi ter predstavili in pojasnili razpoložljivo metodologijo za presojo ekonomske upravičenosti investicije. Nadalje smo z njihovo pomočjo na podlagi hipotetične investicije, izvedene v Sloveniji in Srbiji, analizirali njuno ekonomsko upravičenost. Za ta namen smo najprej ocenili investicijo v osnovna in obratna sredstva. Na podlagi predpostavke proizvodnih zmogljivosti in prodajnih cen smo ocenili prihodke iz poslovanja. Ocenili smo stroške tekočega poslovanja, opredelili odhodke za amortizacijo, predpostavili nabavne cene materiala in storitev ter ocenili stroške dela. Nadalje smo ocenili, da bo investitor investicijski projekt financiral s trajnim lastniškim vložkom v osnovni kapital in kapitalske rezerve ter predpostavili zahtevan donos investitorja. Na tej podlagi smo pripravili projekcijo izkaza poslovnega izida, projekcijo bilance stanja, projekcijo denarnih tokov in projekcijo prostega denarnega toka.

Univerzalna metoda z oceno ekonomičnosti in upravičenosti investicije ne obstaja, zato se mora za uporabo vrste metode ocenjevanj vsak investitor odločiti sam glede na prednosti in slabosti posamezne metode ter specifičnosti in individualnosti posamezne investicije. Na voljo ima statične in dinamične metode, ki se med seboj razlikujejo po uporabi dinamike časa investicijskih vlaganj in povračilu donosov investicije. Prve metode to dinamiko upoštevajo, druge pa je ne.

Na osnovi analize izbrane naložbe v Sloveniji in Srbiji smo ugotovili, da je podjetje samo sposobno financirati investicijo v obratna sredstva. Izračunani kazalniki so nam pokazali, da sta investicija v Sloveniji in investicija, izvedena v Srbiji, uspešni in ekonomsko upravičeni. Primerjava izračunanih kazalnikov nam je pokazala, da je v našem primeru uspešnejša investicija v Srbiji.

Na koncu diplomskega dela pa smo opravili še analizo občutljivosti, ki nam je pokazala vpliv spremembe posamezne ključne spremenljivke na sedanjo vrednost investicijskega projekta; pokazala je tudi na kritične vrednosti naložbe v Sloveniji in Srbiji ter katere kategorije bi bilo smiselno še preučiti z analizo tveganj. Z analizo občutljivosti smo tako preverili, kako na investicijo vpliva sprememba vrednosti investicije, stroškov dela, stroškov najema, zavarovanja in drugih poslovnih storitev, stroškov pomožnega materiala, stroškov nadomestnih delov za osnovna sredstva, stopnje davka na dohodek pravnih oseb, višine diskontne stopnje in vpliva spremembe višine prihodkov. Ugotovili smo, da na investicije v obeh državah najbolj vpliva sprememba prihodkov, sledita pa spremembi stroškov najema, zavarovanja in drugih poslovnih storitev ter stroškov dela. Enako smo ugotovili, da imajo spremembe obravnavnih kategorij večji vpliv na investicijo v Sloveniji kot na investicijo v Srbiji.

Ugotovili smo, da lahko investitorju priporočimo obe investiciji – investicijo v Srbijo in investicijo v Sloveniji. Če investitorju investicija v tujino ne predstavlja moralnih ali drugačnih zadržkov, mu med preučevanima investicijama priporočamo investicijo v Srbiji, ker je na podlagi naših analiz uspešnejša in ekonomsko bolj upravičena. Seveda pa poudarjamo, da se mora investitor zavedati vseh predpostavk, ki so bile pri analizi upoštevane ali niso bile preučevane.

LITERATURA IN VIRI

1. Antončič, B., Hisrich, R., Petrin, T., & Vahčič, A. (2002). *Podjetništvo*. Ljubljana: GV Založba.
2. Banka Slovenije. (b.1.). *Neposredne naložbe*. Najdeno 28. julija 2016 na spletnem naslovu file:///C:/Users/uporabnik/Downloads/Neposredne_nalozbe_2014.pdf
3. Banka Slovenije. (2016). *Mesečna tečajnica Banke Slovenije – valute, za katere ECB ne objavlja referenčnih tečajev in cene plemenitih kovin*. Najdeno 15. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/podatki/eksot-tec.asp>
4. Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Deželan, S., Kuhelj-Krajanović, E., Valentinčič, A., Groznik, P., (2006). *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Berk, A., Lončarski, I., & Zajec, P. (2007). *Poslovne finance* (3.izd.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. Brigham, E., & Louies, C. (1999). *Financial managment*. New York: The Dryden Pres.
7. Brigham, F., & Ehrhardt, C. (2005). *Financial management: Theory and Practice* (11th ed.). China: South Western Thompson Learning.
8. Brigham, E., & Houston, J. (2009). *Fundamentals of Financial Managment* (6th ed.). Mason: South-Western.
9. Britton, C., & Worthington, I. (2003). *The Business Environment* (4th ed.). Essex: Pearson Education.
10. CEKOS IN – privredno društvo za izdavačku delatnost i ekonomski konsalting, d. o. o. (2016). *Statistički i drugi podactci/Zarade-prosečne bruto zarade u Srbiji/prosječne bruto zarade u Srbiji 2016. Prosečne bruto zarade (plate) - jun 2016. godine*. Najdeno 25. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.cekos.rs/prose%C4%8Dne-bruto-zarade-plate-jun-2016-godine>
11. Damijan, J. P. (2013, 27. junij). Zakaj je Slovenija najmanj privlačna z tuje naložbe. Najdeno 15. julija 2016 na spletnem naslovu Damijan Blog : <https://damijan.org/2013/06/27/zakaj-je-slovenija-najmanj-privlacna-za-tuje-nalozbe/>
12. Bergant, Ž. (2004). Denarni tok iz različnega zornega kota. *ITEO – svetovanje, d. o. o.*, Najdeno 1. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.vsr.si/clanki/dentok.pdf>
13. Jaklič, M. (1999). *Poslovno okolje podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Jaklič, M. (2009). *Poslovno okolje in gospodarski razvoj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Javna agencija Spirit Slovenija (SPIRIT). (b. 1.). *Izvozno okno*. Najdeno 20. julija 2016 na spletnem naslovu http://www.izvoznookno.si/Dokumenti/Podatki_o_drzavah/Srbija/Poslovanje/Dajatve_1117.aspx

16. Javna agencija Spirit Slovenija (SPIRIT). (2016). *Izvozno okno*. Najdeno 16. julija 2016 na spletnem naslovu http://www.izvoznookno.si/Dokumenti/Podatki_o_drzavah/Srbija/Predstavitev_drzave_4247.aspx
17. Kavčič, S., Klobučar Mirovič, N., & Vidic, N. (2007). *Poslovno računovodstvo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Kos, B. (2016a). Michael Porter in analiza privlačnosti panoge z modelom petih silnic. Najdeno 18. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.blazkos.com/michael-porter-in-analiza-petih-silnic.php>
19. Kos, B. (2016b). PEST analiza. Najdeno 18. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.blazkos.com/pest-analiza.php>
20. Kotler, P., Armstrong, G., Wong, V., & Saunders, J. (2008). *Principles of marketing* (5th ed.). London: Prentice Hall.
21. Mramor, D. (2000). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
22. Podjetniški portal. (b.l.). *Terminski načrt*. Najdeno 22. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.podjetniski-portal.si/nacrtujem-podjetje/poslovni-nacrt/terminski-nacrt>
23. Porter, E. M. (1980). *Competitive strategy*. New York: The Free Press.
24. Pučko, D., & Rozman, R. (1992). *Ekonomika podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Pušnik, K. (2010). *Analiza poslovnega okolja podjetja*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
26. Rejc, A., & Lahovnik, M. (1998). *Priročnik za ekonomiko podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Repovž, L. (2000). *Viri financiranja investicij, finančna konstrukcija in finančni inženiring*. Ljubljana: INŠEF.
28. Rozman, R., & Stare, A. (2008). *Projektni management ali ravnanje projekta*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Sloman, J., & Jones, E. (2011). *Economics and the business environment* (3th ed.). London: Prentice Hall.
30. Slovensko-nemška gospodarska zbornica. (2016, 29. januar). *Tuji investitorji ne vidijo velikega napredka v poslovnem okolju*. Najdeno 15. julija 2016 na spletnem naslovu <http://slowenien.ahk.de/sl/aktualno/novice/podrobneje/artikel/tuji-investitorji-ne-vidijo-velikega-napredka-v-poslovnem-okolju/?cHash=4d8ada7a18a9faa557e22bf01079cdd3>
31. Statistični urad RS. (b.l.). *Pregled področja/Plače in stroški dela*. Najdeno 28. julija 2016 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/pregled-podrocja?idp=74&headerbar=13>
32. Tajnikar, M. (2000). *Tvegano poslovanje: Knjiga o gazelah in rastočih poslih*. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo.
33. Zakon o carinski tarifi. *Službeni glasnik RS*, br.62/05, 61/07 i 5/09.

34. Zakon o davku na dodano vrednost - ZDDV-1. *Uradni list RS*, št. 13/11–UPB, 18/11, 78/11, 38/12, 83/12, 86/14 in 90/15.
35. Ministrstvo za finance. (b.1). *Zakon o davku na dodano vrednost neuradno prečiščeno besedilo - ZDDV-1-NPB9*. Najdeno 29. julija 2016 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Davki_in_carine/Sprejeti_p_redpisi/Zakon_o_davku_na_dodano_vrednost/2b912085295806b40ad9.pdf
36. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb - ZDDPO-2. *Uradni list RS*, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15 in 82/15.
37. Ministrstvo za finance. (b.1). *Zakon o davku od dohodka pravnih oseb neuradno prečiščeno besedilo - ZDDPO-2-NPB14*. Najdeno 29. julija na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Davki_in_carine/Sprejeti_p_redpisi/Zakon_o_davku_od_dohodkov_pravnih_oseb/7a911cc896d2e10fb41a.pdf
38. Zakon o delovnih razmerjih - ZDR-1. *Uradni list RS*, št. 21/13, 78/13 – popr., 47/15 – ZZSDT, 33/16 – PZ-F in 52/16.
39. Državni zbor RS. (b.1). *Zakon o delovnih razmerjih neuradno prečiščeno besedilo - ZDR-1-NPB3*. Najdeno 29. julija 2016 na spletnem naslovu <http://imss.dz-rs.si/imis/73de2e20b518775063f5.pdf>
40. Zakon o dohodnini - ZDoh-2. *Uradni list RS*, št. 13/11–UPB, 9/12 – odl. US, 24/12, 30/12, 40/12 – ZUJF, 75/12, 94/12, 52/13 – odl. US, 96/13, 29/14 – odl. US, 50/14, 23/15 in 55/15.
41. Ministrstvo za finance. (b.1.). *Zakon o dohodnini neuradno prečiščeno besedilo - ZDoh-2-NPB17*. Najdeno 29. julija 2016 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Davki_in_carine/Sprejeti_p_redpisi/Zakon_o_dohodnini/29b93d2e19a4f8424304.pdf
42. Zakon o doprinosima za obavezno socialno osiguranje. *Službeni glasnik RS*, br. 84/04, 61/05, 62/06, 5/09, 52/11, 101/11, 47/13, 108/13, 57/14, 68/14 - dr. zakon, 112/15.
43. Zakon o gospodarskih družbah - ZGD-1. *Uradni list RS*, št. 65/09 – UPB, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13 in 55/15.
44. Zakon o porezu na dobit pravnih lica. *Službeni glasnik RS*, br. 25/01, 80/02 - dr. zakon, 80/02, 43/03, 84/04, 18/10, 101/11, 119/12, 47/13, 108/13, 68/14 - dr. zakon, 142/14, 91/15 – autentično tumačenje, 112/15).
45. Zakon o porezu na dodatu vrednost. *Službeni glasnik RS*, br. 84/04 , 86/04 - ispravka, 61/05, 61/07, 93/12, 108/13, 68/14 - dr. zakon, 142/14, 83/15.
46. Zakon o porezu na dohodek građna. *Službeni glasnik RS* , br. 24/01 , 80/02 - dr. zakon, 80/02, 135/04, 62/06, 65/06 - ispravka, 31/09, 44/09, 18/10, 50/11, 91/11 - US, 93/12, 114/12 - US, 47/13, 48/13 - ispravka, 108/13, 57/14, 68/14 - dr. zakon, 112/15.
47. Zakon o prispevkih za socialno varnost - ZPSV. *Uradni list RS*, št. 5/96, 18/96 – ZDavP, 34/96, 87/97 – ZDavP-A, 3/98, 7/98 – odl. US, 106/99 – ZPIZ-1, 81/00 –

- ZPSV-C, 97/01 – ZSDP, 97/01, 62/10 – odl. US, 40/12 – ZUJF, 96/12 – ZPIZ-2, 91/13 – ZZVZZ-M, 99/13 – ZSVarPre-C in 26/14 – ZSDP-1.
48. Zakon o radu. *Službeni glasnik RS*, br. 24/2005, 61/2005, 54/2009, 32/2013 i 75/2014.
49. Žugelj, D., Penca, P., Slavnič, N., Žunec, B., Vadnjal, J. (2001). *Tvegani kapital: Si upate tvegati?* Ljubljana: Lisac & Lisac d.o.o.

PRILOGA

PRILOGA : SEZNAM KRATIC

ang.	angleško
CEE	ang. Central and Eastern Europe
DT_t	neto denarni tok v t-tem obdobju; $t = 1, 2 \dots n$ oz. denarni tok v konkretnem obdobju
DV	doba vračanja investicije
EBRD	ang. European Bank of Reconstruction and Development
EU	Evropska unija
IBRD	ang. International Bank of Reconstruction and Development
IMF	ang. International Monetary Found
IRR	interna ali notranja stopnja donosa
MIRR	modificirana ali popravljena interna stopnja donosa
n	ekonomska doba investicije
NSV	neto sedanja vrednost
PESTLE	ang. Political, Economic, Social, Technological, Legal and Environmental
PI	indeks donosnosti
R	diskontna stopnja oz. strošek kapitala podjetja
r_D	strošek (obrestna mera) dolžniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
r_L	strošek (obrestna mera) lastniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
RI	donosnost ali rentabilnost investicije
SDT	sedanja vrednost končnih denarnih tokov
SV	sedanja vrednost
SVI	sedanja vrednost investicije
SWOT	ang. Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
T	strošek davka na dohodek
w_D	delež dolžniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
w_L	delež lastniškega vira financiranja v celotnem kapitalu
WACC	tehtano povprečje stroškov kapitala (ang. Weighted Average Cost Of Capital)
WHO	ang. World Health Organization
ZDDPO	Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb
ZDDV	Zakon o davku na dodano vrednost
ZDoh	Zakon o dohodnini
ZDR	Zakon o delovnih razmerjih
ZGD	Zakon o gospodarskih družbah
ZPDPL	Zakon o porezu na dobit pravnih lica
ZPSV	Zakon o prispevkih za socialno varnost