

**ZAUPNO!**

Poročilo o ocenjevanju vrednosti  
celotnega lastniškega kapitala družbe  
ARRIVA ŠTAJERSKA d.d., Meljska cesta 92, Maribor  
za namen izključitve manjšinskih delničarjev  
skladno s 384. členom ZGD-1  
na dan 31.12.2018

Naročnik:

ARRIVA Dolenjska in Primorska d.o.o., Kolodvorska cesta 11, 6000 Koper

Izvajalec projekta vrednotenja:

VAL7UCON, vrednotenje podjetij in poslovno svetovanje d.o.o.

Poročilo izdelal:

Uroš Pilih Grah, pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij

Datum končnega poročila: 16.07.2019

## VSEBINA

1	IZHODIŠČA ZA OCENO VREDNOSTI IN OBSEG DELA.....	6
1.1	PREDMET OCENE VREDNOSTI .....	6
1.2	IDENTIFIKACIJA NAROČNIKA IN DRUGIH UPORABNIKOV POROČILA .....	6
1.3	NAMEN OCENJEVANJA VREDNOSTI .....	6
1.4	IDENTIFIKACIJA IN STATUS OCENJEVALCA VREDNOSTI .....	6
1.5	PODLAGA VREDNOSTI.....	6
1.6	DATUM OCENE VREDNOSTI IN DATUM POROČILA.....	7
1.7	ZNAČILNOSTI LASTNIŠTVA IN LASTNIŠKA STRUKTURA.....	7
1.8	OBSEG DELA .....	8
1.9	PREDPOSTAVKE IN OMEJITVE PRI OCENJEVANJU VREDNOSTI .....	8
1.10	POSEBNE PREDPOSTAVKE PRI OCENJEVANJU VREDNOSTI .....	9
1.11	OMEJITVE UPORABE, RAZŠIRJANJA ALI OBJAVE .....	9
1.12	IZJAVA O SKLADNOSTI OCENJEVANJA VREDNOSTI Z MSOV 2017 .....	9
1.13	NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI IN UTEMELJITEV .....	9
1.14	NARAVA IN VIR INFORMACIJ .....	10
1.15	SKLEP O OCENI VREDNOSTI.....	11
2	PREDSTAVITEV PODJETJA.....	13
2.1	IDENTIFIKACIJA PODJETJA.....	13
2.2	ZGODOVINA IN RAZVOJ PODJETJA .....	13
2.3	DEJAVNOST PODJETJA .....	15
2.4	LASTNIŠTVO IN POVEZANA PODJETJA.....	15
2.5	POSLANSTVO, VIZIJA TER PRIČAKOVANI RAZVOJ .....	16
2.6	PRODAJA .....	17
2.7	NABAVA .....	19
2.8	ORGANI UPRAVLJANJA, POSLOVODSTVO IN ORGANIZACIJA.....	20
2.9	KADROVSKA STRUKTURA.....	21
2.10	OSTALI POMEMBNI PODATKI.....	22
3	ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA.....	25
3.1	GOSPODARSKA GIBANJA IN NAPOVEDI NAJPOMEMBNEJŠIH TRGOVINSKIH PARTNERICAH .....	25
3.2	GOSPODARSKA GIBANJA IN NAPOVEDI ZA SLOVENIJO.....	27
3.3	TVEGANJA ZA URESNIČITEV MAKROEKONOMSKIH NAPOVEDI.....	32
4	ANALIZA DEJAVNOSTI .....	33
4.1	TRENDI V DEJAVNOSTI.....	33
4.2	TRAJNOSTNA MOBILNOST IN PROMETNA POLITIKA .....	34
4.3	STRATEGIJA RAZVOJA PROMETA V RS DO LETA 2030 .....	35
4.4	ANALIZA DEJAVNOSTI CESTNEGA POTNIŠKEGA PROMETA V SLOVENIJI .....	36
4.5	KONKURENČNI POLOŽAJ PODJETJA V DEJAVNOSTI .....	38
5	FINANČNA ANALIZA.....	43
5.1	ANALIZA IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA.....	43
5.2	ANALIZA BILANCE STANJA .....	48
5.3	ANALIZA IZKAZA DENARNIH TOKOV .....	57
6	PREDNOSTI, SLABOSTI, PRILOŽNOSTI IN NEVARNOSTI .....	59
6.1	PREDNOSTI .....	59
6.2	SLABOSTI .....	59
6.3	PRILOŽNOSTI .....	59
6.4	NEVARNOSTI.....	59
7	METODOLOGIJA OCENJEVANJA VREDNOSTI.....	60
7.1	NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI .....	60
7.2	NABAVNOVREDNOSTNI OZ. NA SREDSTVIH TEMELJEČI NAČIN .....	61
7.3	NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV.....	61

7.4	UPORABLJENI NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI .....	61
7.5	PRIBITKI IN ODBITKI .....	62
<b>8</b>	<b>OCENA VREDNOSTI PO METODI DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA .....</b>	<b>66</b>
8.1	PRISTOP .....	66
8.2	IZHODIŠČA ZA OCENJEVANJE PO METODI DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA .....	67
8.3	OCENA ČISTIH DENARNIH TOKOV V OBDOBJU OD 2019 DO 2023 .....	67
8.4	PREOSTALA VREDNOST PO LETU 2023 .....	71
8.5	OPREDELITEV DISKONTNE MERE .....	71
8.6	OCENA VREDNOSTI PO METODI DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA .....	73
<b>9</b>	<b>OCENA VREDNOSTI PO METODI PRILAGOJENIH KNJIGOVODSKIH VREDNOSTI .</b>	<b>75</b>
9.1	PRISTOP .....	75
9.2	OPREDELITEV PREDPOSTAVK ZA OCENO POSAMEZNIH SREDSTEV .....	75
9.3	OCENITEV POŠTENE VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA ARRIVA ŠTAJERSKA D.D. ....	76
9.3.1	Neopredmetena dolgoročna sredstva in dolgoročne AČR .....	77
9.3.2	Opredmetena osnovna sredstva .....	77
9.3.3	Odložene terjatve za davek .....	78
9.3.4	Zaloge .....	78
9.3.5	Kratkoročne poslovne terjatve .....	79
9.3.6	Kratkoročno finančne naložbe .....	79
9.3.7	Denarna sredstva .....	79
9.3.8	Kratkoročne AČR .....	79
9.3.9	Rezervacije in dolgoročne PČR .....	79
9.3.10	Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti .....	80
9.3.11	Dolgoročne poslovne obveznosti .....	80
9.3.12	Kratkoročne poslovne obveznosti .....	80
9.3.13	Kratkoročne PČR .....	80
9.3.14	Druge sredstva oz. potencialne obveznosti – zunajbilančna evidenca .....	80
9.3.15	Ocenjeni stroški likvidacije in odpravnin .....	81
9.3.16	Izračun poštene vrednosti 100% lastniškega kapitala podjetja .....	81
<b>10</b>	<b>SKLEP O OCENI VREDNOSTI .....</b>	<b>82</b>

## SEZNAM TABEL V POROČILU

TABELA 1: POVZETEK REZULTATOV OCENJEVANJA VREDNOSTI .....	11
TABELA 2: LASTNIŠKA STRUKTURA NA DAN 31.12.2018 .....	16
TABELA 3: PRIHODKI PO PODROČJIH V LETIH 2016-2018 .....	18
TABELA 4: PRODAJA PO TRGIH .....	18
TABELA 5: PRODAJA PO KUPCIH V 2017 IN 2018 .....	19
TABELA 6: GLAVNI DOBAVITELJI V LETIH 2017 IN 2018 .....	20
TABELA 7: POVPREČNO ŠTEVILO ZAPOSLENIH IN STRUKTURA V LETIH 2017 IN 2018 .....	21
TABELA 8: GIBANJE POVPREČNE BRUTO PLAČE IN ŠTEVILA ZAPOSLENIH .....	22
TABELA 9: PREDPOSTAVKE NAPOVEDI GLEDE GOSPODARSKE RASTI V NAJPOMEMBNEJŠIH TRGOVINSKIH PARTNERICAH .....	26
TABELA 10: PREDPOSTAVKE NAPOVEDI CENE NAFTE, NEENERGETSKIH SUROVIN IN TEČAJA USD/EUR .....	26
TABELA 11: NAPOVED GOSPODARSKE RASTI .....	28
TABELA 12: NAPOVED INFLACIJE .....	29
TABELA 13: NAPOVED RASTI POVPREČNE BRUTO PLAČE ZAPOSLENEGA .....	30
TABELA 14: NAPOVED ZAPOSLENOSTI IN BREZPOSELNOSTI .....	30
TABELA 15: CESTNI JAVNI LINIJSKI PREVOZ POTNIKOV PO VRSTAH PREVOZA, SLOVENIJA, 2018 .....	34
TABELA 16: TRG DEJAVNOSTI CESTNEGA POTNIŠKEGA PROMETA .....	36
TABELA 17: TRŽNI DELEŽI NAJVEČJIH PODJETIJ V DEJAVNOSTI CESTNEGA POTNIŠKEGA PROMETA .....	37
TABELA 18: TRŽNI DELEŽI SKUPINE ARRIVA (PREVOZI) V DEJAVNOSTI CESTNEGA POTNIŠKEGA PROMETA .....	37
TABELA 19: PRIMERJAVA RAČUNOVODSKIH IZKAZOV IZBRANIH PRIMERLJIVIH PODJETIJ IN DEJAVNOSTI .....	39
TABELA 20: PRIMERJAVA KAZALNIKOV POSLOVANJA IZBRANIH PRIMERLJIVIH PODJETIJ IN DEJAVNOSTI .....	40
TABELA 21: KLJUČNE KATEGORIJE IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA ZA OBDOBJE 2014 – 2018 .....	43
TABELA 22: POSLOVNI PRIHODKI V EUR .....	44
TABELA 23: DRUGI POSLOVNI PRIHODKI V % .....	44
TABELA 24: STRUKTURA STROŠKOV BLAGA MATERIALA IN STORITEV V DELEŽU PPP .....	44

TABELA 25: STROŠKI STORITEV V LETU 2017 IN 2016.....	45
TABELA 26: STROŠKI DELA.....	46
TABELA 27: AMORTIZACIJA.....	46
TABELA 28: GIBANJE INVESTICIJ V RAZMERJU DO PRILAGOJENIH POSLOVNIH PRIHODKOV IN AMORTIZACIJE.....	47
TABELA 29: FINANČNI IZID.....	48
TABELA 30: PRILAGODITEV RAČUNOVODSKIH IZKAZOV OD 2014 DO 2018.....	48
TABELA 31: DOLGOROČNA SREDSTVA.....	49
TABELA 32: OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA.....	50
TABELA 33: DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE.....	50
TABELA 34: ODLOŽENE TERJATVE ZA DAVEK.....	50
TABELA 35: ZALOGE.....	51
TABELA 36: KRATKOROČNE POSLOVNE TERJATVE.....	51
TABELA 37: KRATKOROČNE POSLOVNE TERJATVE PO ZAPADLOSTI.....	51
TABELA 38: KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE.....	52
TABELA 39: DENARNA SREDSTVA.....	52
TABELA 40: LASTNIŠKI KAPITAL.....	53
TABELA 41: DOLGOROČNE REZERVACIJE.....	53
TABELA 42: FINANČNE OBVEZNOSTI.....	54
TABELA 43: KRATKOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI.....	54
TABELA 44: KRATKOROČNE POSLOVNE OBVEZNOSTI PO ZAPADLOSTI.....	55
TABELA 45: OBRATNI KAPITAL PODJETJA.....	55
TABELA 46: KATEGORIJE OBRATNEGA KAPITALA V PPP.....	56
TABELA 47: DNEVI VEZAVE TERJATEV IN OBVEZNOSTI.....	56
TABELA 48: KAZALNIKI LIKVIDNOSTI.....	56
TABELA 49: ANALIZA FINANČNEGA VZVODA IN KAZALNIKOV ZADOLŽENOSTI.....	57
TABELA 50: POVZETEK IZKAZA DENARNIH TOKOV.....	57
TABELA 51: PLANIRANI ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE OD 2019 DO 2023 – PROJEKCIJA POSLOVODSTVA.....	68
TABELA 52: STRUKTURA STROŠKOV OD 2019 DO 2023 – PROJEKCIJA POSLOVODSTVA.....	69
TABELA 53: STRUKTURA STROŠKOV OD 2014 DO 2018.....	69
TABELA 54: PLANIRANE MARŽE OD 2019 DO 2023 - PROJEKCIJA POSLOVODSTVA.....	69
TABELA 55: DOSEŽENE MARŽE OD 2014 DO 2018.....	69
TABELA 56: PLANIRANI ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE OD 2019 DO 2023 – PROJEKCIJA OCENJEVALCA.....	69
TABELA 57: STRUKTURA STROŠKOV OD 2019 DO 2023 – PROJEKCIJA OCENJEVALCA.....	70
TABELA 58: PLANIRANE MARŽE OD 2019 DO 2023 - PROJEKCIJA OCENJEVALCA.....	70
TABELA 59: ANALIZA OBČUTLJIVOSTI VREDNOSTI 100% KAPITALA – SCENARIJ 1 / PROJEKCIJA POSLOVODSTVA.....	73
TABELA 60: ANALIZA OBČUTLJIVOSTI VREDNOSTI 1 DELNICE – SCENARIJ 1 / PROJEKCIJA POSLOVODSTVA.....	74
TABELA 61: ANALIZA OBČUTLJIVOSTI VREDNOSTI 100% KAPITALA – SCENARIJ 2 / PROJEKCIJA OCENJEVALCA.....	74
TABELA 62: ANALIZA OBČUTLJIVOSTI VREDNOSTI 1 DELNICE – SCENARIJ 2 / PROJEKCIJA OCENJEVALCA.....	74
TABELA 63: OCENA VREDNOSTI PO METODI PRILAGOJENIH KNJIGOVODSKIH VREDNOSTI POD PREDPOSTAVKO PROSTOVOLJNE LIKVIDACIJE PODJETJA.....	76
TABELA 64: OCENA VREDNOSTI NEPREMIČNINSKIH PRAVIC.....	78
TABELA 65: POVZETEK REZULTATOV OCENJEVANJA VREDNOSTI.....	82

## SEZNAM GRAFOV V POROČILU

GRAF 1: VREDNOTE SKUPINE ARRIVA.....	17
GRAF 2: ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE PO POSAMEZNIH PODROČJIH.....	18
GRAF 3: ORGANIZACIJSKA STRUKTURA DRUŽBE.....	20
GRAF 4: STRUKTURA ZAPOSLENIH PO ODDELKIH.....	21
GRAF 5: BRUTO DOMAČI PROIZVOD V EVRSKEM OBMOČJU.....	25
GRAF 6: DEVIZNI TEČAJ EUR/USD IN OBRESTNA MERA REFINANCIRANJA.....	27
GRAF 7: BRUTO DOMAČI PROIZVOD SLOVENIJE – IZDATKOVNA STRUKTURA.....	28
GRAF 8: INFLACIJA, UVOZNE CENE IN INFLACIJSKA PRIČAKOVANJA POTROŠNIKOV.....	29
GRAF 9: IZVOZ BLAGA IN STORITEV TER TUJE POVPRASHJEVANJE.....	31
GRAF 10: BRUTO INVESTICIJE V OSNOVNA SREDSTVA.....	31
GRAF 11: ŠTEVILO POTNIKOV IN ŠTEVILO LINIJ V MESTNEM JAVNEM LINIJSKEM PREVOZU, SLOVENIJA, 2018.....	33
GRAF 12: POTNIKI V MEDKRAJEVNEM IN MEDNARODNEM CESTNEM JAVNEM LINIJSKEM PREVOZU PO RAZDALJAH, SLOVENIJA, 2018.....	34
GRAF 13: TRŽNI DELEŽI NAJVEČJIH PODJETIJ V DEJAVNOSTI CESTNEGA POTNIŠKEGA PROMETA.....	37
GRAF 14: STROŠKI BLAGA, MATERIALA IN STORITEV.....	45
GRAF 15: STROŠKI DELA.....	46
GRAF 16: STRUKTURA SREDSTEV.....	49
GRAF 17: STRUKTURA VIROV SREDSTEV.....	52

## PRILOGE

### Priloga 1: Finančni podatki in izračuni vrednosti

Tabela 1:	Povzetek vrednotenja
Tabela 2a:	Izkaz poslovnega izida za obdobje 2014 - 2018 - Neprilagojen
Tabela 2b:	Izkaz poslovnega izida za obdobje 2014 - 2018 - Prilagojen
Tabela 3:	Bilanca stanja za obdobje 2014 - 2018
Tabela 4:	Izkaz denarnih tokov za obdobje 2015 - 2018
Tabela 5:	Analiza obratnega kapitala za obdobje 2014 - 2018 in projekcija
Tabela 6:	Izračuni finančnih kazalnikov za obdobje 2014 - 2018
Tabela 7:	Projekcija izkaza poslovnega izida za obdobje 2019 - 2023
Tabela 8a:	Napoved čistih denarnih tokov za obdobje 2019 - 2023 - projekcija posloводства
Tabela 8b:	Napoved čistih denarnih tokov za obdobje 2019 - 2023 - projekcija ocenjevalca
Tabela 9:	Izračun diskontne mere
Tabela 10a:	Ocena vrednosti z metodo diskontiranega denarnega toka - projekcija posloводства
Tabela 10b:	Ocena vrednosti z metodo diskontiranega denarnega toka - projekcija ocenjevalca
Tabela 11:	Pribitek za obvladovanje
Tabela 12:	Ocena vrednosti z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije

Priloga 2: Izjava pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij in dovoljenje za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij

Priloga 3: Izjava naročnika

Priloga 4: Poročilo o ocenjevanju vrednosti nepremičninskih pravic

# 1 IZHODIŠČA ZA OCENO VREDNOSTI IN OBSEG DELA

## 1.1 PREDMET OCENE VREDNOSTI

Predmet ocene vrednosti je celotni lastniški kapital družbe ARRIVA Štajerska d.d., Meljska cesta 97, 2000 Maribor (v nadaljevanju Podjetje ali ARRIVA Štajerska d.d.), za namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1.

Družba ARRIVA Štajerska d.d. je delujoče podjetje.

## 1.2 IDENTIFIKACIJA NAROČNIKA IN DRUGIH UPORABNIKOV POROČILA

Naročnik ocenjevanja vrednosti je ARRIVA Dolenjska in Primorska d.o.o., Kolodvorska cesta 11, 6000 Koper. Uporabnik poročila o ocenjevanju je naročnik, povezane družbe naročnika, revizorji in udeleženci v postopku izključitve manjšinskih delničarjev. Izjava naročnika je podana v Prilogi 3 tega poročila.

## 1.3 NAMEN OCENJEVANJA VREDNOSTI

Lastniški kapital družbe ARRIVA Štajerska d.d. se vrednoti za namen za namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1.

## 1.4 IDENTIFIKACIJA IN STATUS OCENJEVALCA VREDNOSTI

Oceno vrednosti lastniškega kapitala je izdelali Uroš Piliš Grah, univ. dipl. ekon., pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij, s certifikatom in dovoljenjem za delo Slovenskega inštituta za revizijo (priloga 1: Izjava o neodvisnosti in dovoljenje).

Ocenitev vrednosti nepremičninskih pravic je izdelala mag. Lidija Kavalarič, univ. dipl. ing. grad. pooblaščen ocenjevalka vrednosti nepremičnin, s certifikatom in dovoljenjem za delo Slovenskega inštituta za revizijo.

Osnovo za izvedbo projekta predstavlja pogodba, sklenjena dne 13.06.2019 med VALUCON, d.o.o. in ARRIVA Dolenjska in Primorska d.o.o.

## 1.5 PODLAGA VREDNOSTI

Ocenjena vrednost celotnega lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d. predstavlja pošteno vrednost na zakonski podlagi (556. člen ZGD-1).

### Pravna podlaga za izključitev manjšinskih delničarjev

384. člen ZGD-1 določa, da lahko skupščina delniške družbe na predlog delničarja, ki je imetnik delnic družbe, ki predstavljajo najmanj 90% osnovnega kapitala družb (glavni delničar), sprejme sklep o prenosu delnic preostalih delničarjev (manjšinski delničar) na glavnega delničarja za plačilo primerne denarne odpravnine.

Prvi odstavek 385. člena ZGD-1 navaja, da višino denarne odpravnine določi glavni delničar ob smiselni uporabi določb petega in šestega stavka drugega odstavka 556. člena tega zakona. Poslovodstvo družbe mora dati glavnemu delničarju na razpolago vse za to potrebne informacije in dokazila.

Po drugem odstavku 556. Člena ZGD-1 imajo izstopajoči delničarji pravico do primerne odpravnine. Kot odpravnina se jim zagotovijo delnice glavne družbe. Če je glavna družba

odvisna družba, se izstopajočim delničarjem po njihovi izbiri zagotovijo delnice glavne družbe ali ustrezno denarno plačilo. Če se kot odpravnina zagotovijo delnice glavne družbe, se odpravnina šteje za primerno, če se delnice zagotovijo v razmerju, v kakršnem bi morale biti pri združitvi na vsako delnico družbe zagotovljene delnice glavne družbe, pri čemer se najvišji zneski lahko poravnajo z denarnimi plačili. **Primerna odpravnina mora upoštevati premoženjsko in profitno stanje družbe v trenutku, ko skupščina sklepa o vključitvi.** Denarna plačila se od objave vpisa vključitve letno obrestujejo 5%; uveljavljanje nadaljnje odškodnine ni izključeno.

## 1.6 DATUM OCENE VREDNOSTI IN DATUM POROČILA

Ocenjevanje vrednosti je potekalo od 01.06.2019 do 16.07.2019.

Datum ocene vrednosti je 31.12.2018.

Datum končnega poročila je 16.07.2019.

## 1.7 ZNAČILNOSTI LASTNIŠTVA IN LASTNIŠKA STRUKTURA

Podjetje ARRIVA ŠTAJERSKA d.d. je pravno organizirano kot delniška družba.

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

Večinski lastnik ARRIVA International Ltd ima 373.099 delnic (75,88% lastništvo), Mestna občina Maribor pa 71.366 delnic (14,51% lastništvo). Ostali delničarji skupaj imajo 47.220 delnic, kar je manj kot deset odstotkov v kapitalu.

### Vidik (ne)obvladovanja

Večinski lastnik ima z 373.099 delnicami več kot  $\frac{3}{4}$  lastništvo, s čimer obvladuje poslovanje družbe in lahko na skupščini samostojno sprejema vse odločitve (tiste, ki zahtevajo navadno, kakor tudi  $\frac{3}{4}$  večino na skupščini prisotnega kapitala). Manjšinski delničar, ki ima več kot 5% lastništvo lahko skliče skupščino družbe, prav tako ga morajo obveščati pisno priporočeno s povratnico.

### Vidik tržljivosti

Z vidika tržljivosti, kjer tržljivost ocenjevanega deleža primerjamo s tržljivostjo vrednostnega papirja, ki kotira na borzi, smo pri oceni vrednosti 100% deleža v lastniškem kapitalu, zavzeli stališče, da je predmet ocenjevanja lastniški kapital z vidika obvladujočega večinskega lastništva v lastniško zaprtem podjetju.

### Osnovna vrednost

Na podlagi finančne analize in analize napovedi prihodnjega poslovanja smo ocenili, da denarni tokovi odražajo značilno manjšinskega lastnika. Poslovodstvo je namreč pripravilo plan z nullo stopnjo rasti (t.i. »Zero growth plan«), ki ne vključuje kakšnih bistvenih odstopanj od obstoječega poslovanja (prihodki na obstoječem nivoju, enako število zaposlenih, reinvesticije na nivoju enostavne reprodukcije, itd).

Posledično smo z metodo diskontiranega denarnega toka ugotovili osnovno vrednost za manjšinskega lastnika.

Pri ocenjevanju z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije smo kot osnovno vrednost dobili vrednost z vidika večinskega obvladujočega lastništva.

#### Uporabljeni pribitki / odbitki

Z namenom pridobiti pošteno vrednost lastniškega kapitala za obvladujočega lastnika smo pri ocenjevanju z metodo diskontiranega denarnega uporabili pribitek za obvladovanje v višini 27,38%.

Pri ocenjevanju z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije nismo uporabili odbitkov oz. pribitkov.

## 1.8 OBSEG DELA

V postopku ocenjevanja smo izdelali končno poročilo, z elementi, vključenimi v MSOV 103 Poročanje.

Izvedli smo naslednje aktivnosti:

- pregledali smo splošne podatke o poslovanju Podjetja;
- pridobili smo revidirane računovodske izkaze Podjetja za leta 2014 do 2018;
- analizirali smo makroekonomsko okolje in dejavnost, v kateri deluje Podjetje, ter predstavili napovedi nekaterih makroekonomskih agregatov;
- analizirali smo finančne izkaze za obdobje od leta 2014 do 31.12.2018;
- na podlagi projekcije poslovanja, ki jo je pripravilo poslovodstvo, smo pripravili projekcije denarnih tokov za Scenarij 1;
- prav tako je ocenjevalec pripravil projekcijo poslovanja za obdobje od 2019 do 2023, ki je temeljila na doseženem v preteklih letih in pričakovanih v podjetju in panogi;
- pri končni oceni so bile nato upoštevane povprečne ocene, ugotovljene s prognozo posloводства in ocenjevalca vrednosti;
- ocenili smo diskontno mero, ki odraža tveganje naložbe v ocenjevano podjetje,
- izdelali smo oceno vrednosti po metodi diskontiranega denarnega toka,
- izdelali smo oceno vrednosti po metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije, ki je zajemala ocenitev vrednosti nepremičnin ter ostalih skupin sredstev in obveznosti,
- izdelali smo zaključno poročilo s prilogami.

## 1.9 PREDPOSTAVKE IN OMEJITVE PRI OCENJEVANJU VREDNOSTI

#### Predpostavke

Pri ocenjevanju smo izhajali iz temeljne predpostavke, da je podjetje ARRIVA Štajerska d.d. delujoče podjetje.

#### Druge predpostavke

Pri ocenjevanju smo izhajali iz predpostavke, da se bo Koncesijska pogodba po poteku veljavnosti podaljšala in da se pogoji subvencioniranja ne bodo spremenili. Koncesijska pogodba je veljavna do 2.12.2019 (podrobneje glej poglavje 2.10 Ostali pomembni podatki).



#### 1.10 POSEBNE PREDPOSTAVKE PRI OCENJEVANJU VREDNOSTI

Pri ocenjevanju lastniškega kapitala z vidika večinskega obvladujočega lastnika nismo uporabili posebnih predpostavk.

#### 1.11 OMEJITVE UPORABE, RAZŠIRJANJA ALI OBJAVE

Ocena vrednosti velja za namen, ki je določen v točki 1.3 tega poročila in se ne sme uporabljati za drug namen in na drugi datum ocenjevanja. Podpisnik tega poročila ne prevzema odgovornosti za izgube katerekoli osebe, ki bi nastale zaradi kršitve tega določila.

Poročilo o oceni vrednosti je zaupno za ocenjevalca vrednosti in za nameravane uporabnike.

Naročnik je upravičen poročilo pisno objaviti, če bi bilo to potrebno zaradi narave postopkov, zaradi katerih je poročilo izdelano.

Ocenjevalec vrednosti v zvezi s predmetom tega poročila ni dolžni pričati pred sodiščem ali sodelovati pri dejanjih, povezanih z ocenjevanjem vrednosti Podjetja.

Uradno veljavni so le s strani izvajalca podpisani izvodi poročila v slovenskem jeziku.

#### 1.12 IZJAVA O SKLADNOSTI OCENJEVANJA VREDNOSTI Z MSOV 2017

Ocenjevanje vrednosti je bilo opravljeno v skladu s Hierarhijo pravil ocenjevanja vrednosti (UL RS 106/10, 27.12.2010) oziroma Slovenskim poslovno-finančnim standardom 1 - Ocenjevanje vrednosti podjetij (UL RS 106/13, 18.12.2013) in Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti 2017 (datum objave 19.6.2017).

Prav tako so pri ocenjevanju upoštevana določila ZGD-1, posebej 384., 385. in 556. člen ter drugi povezani člani.

#### 1.13 NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI IN UTEMELJITEV

Pri ocenjevanju smo uporabili:

- na donosu zasnovani način in v okviru tega načina metodo diskontiranega denarnega toka ter
- na sredstvih zasnovani način in v okviru tega načina metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije.

Za uporabo teh metod smo se odločili iz naslednjih razlogov:

- namena vrednotenja, ki je ocena poštene vrednosti celotnega lastniškega kapitala podjetja ARRIVA Štajerska d.d., za namen izključitve manjšinskih delničarjev po 384. členu ZGD-1,
- ocenjevali smo pošteno vrednost skladno z določili ZGD-1, ki določa, da je potrebno upoštevati premoženjsko in profitno stanje ocenjevanega podjetja,
- ocenjevali smo z vidika večinskega obvladujočega lastništva,
- podlaga vrednosti je poštena vrednost,
- ocenjevali smo pod predpostavko delujočega podjetja.

#### 1.14 NARAVA IN VIR INFORMACIJ

Ocenjevanje vrednosti je temeljilo na informacijah, ki jih je posredoval naročnik, računovodstvo ocenjevanega podjetja in javno dostopnih podatkih.

Informacije, ocene in mnenja v tem poročilu izvirajo iz virov, za katere menimo, da so zanesljivi, vendar zanje ne prevzemam nobene odgovornosti.

Drugi viri informacij, ki smo jih upoštevali pri pripravi poročila, so:

- podatki iz registra podjetij pri AJPES;
- revidirani računovodski izkazi družbe za obdobje od 2014 do 2018;
- vprašalnik, ki ga je izpolnilo Podjetje;
- viri podatkov za makroekonomsko poročilo:
  - UMAR. Jesenska napoved 2018.  
[http://www.umar.gov.si/fileadmin/user\\_upload/napovedi/jesen/2018/JesenskaNapoved2018-22okt.pdf](http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/napovedi/jesen/2018/JesenskaNapoved2018-22okt.pdf)
  - Banka Slovenije. Gospodarska in finančna gibanja, januar 2019.  
[https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgiGwRfjcihji\\_gospodarska-in-financna-gibanja-januar-2019.pdf](https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgiGwRfjcihji_gospodarska-in-financna-gibanja-januar-2019.pdf)
- viri podatkov za dejavnost:
  - Republika Slovenija. Statistični urad. Cestni potniški promet, Slovenija, 2018.  
<https://www.stat.si/StatWeb/news/Index/8188>
  - Ministrstvo za infrastrukturo. Trajnostna mobilnost in prometna politika.  
[http://www.mzi.gov.si/si/delovna\\_podrocja/trajnostna\\_mobilnost\\_in\\_prometna\\_politika/trajnostna\\_mobilnost/](http://www.mzi.gov.si/si/delovna_podrocja/trajnostna_mobilnost_in_prometna_politika/trajnostna_mobilnost/)
  - Ministrstvo za infrastrukturo Republike Slovenije.  
[http://www.mzi.gov.si/fileadmin/mzi.gov.si/pageuploads/DMZ/Strategija\\_razvoja\\_prometa\\_v\\_RS/Strategije\\_razvoja\\_prometa\\_v\\_RS\\_do\\_leta\\_2030\\_1.pdf](http://www.mzi.gov.si/fileadmin/mzi.gov.si/pageuploads/DMZ/Strategija_razvoja_prometa_v_RS/Strategije_razvoja_prometa_v_RS_do_leta_2030_1.pdf)
  - Bonitete.si
- literatura in viri podatkov, na kateri temelji na donosu zasnovani način ocenjevanja:
  - Aswath Damodaran, spletna stran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>;
  - Duff & Phelps, Equity Risk Premium & Risk-Free Rates;
  - Duff & Phelps, International Valuation Handbook, 2017;
  - S.P. Pratt, R.E. Reilly, R.P. Schweihs, Valuing a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Fourth Edition, 2000;
  - Shannon Pratt, Roger Grabowski, Cost of Capital, Fourth Edition, 2010;
  - Y.E.Fishman, S.P. Pratt, J. C. Griffith, D.K. Wilson: Guide to Business Valuation, February 2010;
  - Bojan Praznik: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij, SIR, 2004;
  - Literatura Slovenskega inštituta za revizijo za izobraževanja ocenjevalcev vrednosti podjetij.

## 1.15 SKLEP O OCENI VREDNOSTI

Ob upoštevanju izhodišč za ocenjevanje vrednosti, in sicer:

- namena vrednotenja, ki je ocena poštene vrednosti celotnega lastniškega kapitala podjetja ARRIVA Štajerska d.d., za namen izključitve manjšinskih delničarjev po 384. členu ZGD-1,
- ocenjevali smo z vidika večinskega obvladujočega lastništva,
- podlaga vrednosti je poštena vrednost,
- ocenjevali smo pod predpostavko delujočega podjetja,

Pri tem smo uporabili:

- na donosu zasnovani način in v okviru tega načina metodo diskontiranega denarnega toka ter
- na sredstvih zasnovani način in v okviru tega načina metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije.

V okviru metode diskontiranega denarnega toka je bila napoved denarnih tokov pripravljena za manjšinskega lastnika za obdobje od leta 4-12/2018 do leta 2023 in diskontirana z diskontno mero 12,16% (WACC). Za določitev končne vrednosti sta bila izdelana napoved poslovanja posloводства (Scenarij 1) in napoved poslovanja ocenjevalca (Scenarij 2). Dolgoročna stopnja rasti je bila upoštevana v višini 2,3%. Z namenom pridobiti pošteno vrednost lastniškega kapitala za obvladujočega lastnika smo uporabili pribitek za obvladovanje v višini 27,38%. Odbitka za pomanjkanje likvidnosti nismo dodali, saj smo ugotavljali pošteno vrednost lastniškega kapitala.

Pri vrednotenju z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti pod predpostavko prostovoljne likvidacije, smo ocenili tržne vrednosti sredstev in obveznosti ter jih diskontirali z 12,16% diskontno mero do predvidene vnovčitve. Pri vrednotenju z navedeno metodo nismo upoštevali odbitka za pomanjkanje obvladovanja, ker že osnovna vrednost ugotovljena z navedeno metodo predstavlja vrednost z vidika večinskega lastništva. Odbitka za pomanjkanje likvidnosti lastniškega kapitala nismo dodali, saj smo ugotavljali pošteno vrednost lastniškega kapitala.

Ocenili smo naslednje vrednosti:

*Tabela 1: Povzetek rezultatov ocenjevanja vrednosti*

Ocenjena vrednost 100% lastniškega kapitala z vidika obvladujočega lastništva	Tabela	Vrednost lastniškega kapitala v EUR	min v EUR	max v EUR	Diskontna mera Tabela 9	Pribitek za obvladovanje Tabela 11
<b>Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF)</b>						
Projekcija posloводства	Tabela 10a					
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala		13.547.000	12.898.000	14.339.000	12,16%	27,38%
Vrednost 1 delnice		27,552	26,232	29,163		
Projekcija ocenjevalca	Tabela 10b					
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala		15.430.000	14.578.000	16.472.000	12,16%	27,38%
Vrednost 1 delnice		31,382	29,649	33,501		
<b>Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije</b>						
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala	Tabela 12	11.211.000				
Vrednost 1 delnice		22,801				
<b>KONČNI SKLEP O VREDNOSTI</b>						
Poštena vrednost 100% lastniškega kapitala		14.489.000	13.738.000	15.406.000		
Poštena vrednost 1 delnice		29,467	27,941	31,332		

Vir: Lastni izračuni

Pri določitvi končne vrednosti, smo upoštevali povprečno vrednost Scenarija 1 (napoved posloводства) in Scenarija 2 (napoved ocenjevalca) ocenjeno z metodo diskontiranih denarnih tokov. Slednja je bila višja od vrednosti ugotovljene z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije.

Ocenjujemo, da leži poštena vrednost celotnega lastniškega kapitala podjetja ARRIVA Štajerska d.d., ocenjenega z vidika obvladujočega večinskega lastnika za namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1, na dan 31.12.2018 na intervalu

od 13.738.000 EUR do 15.406.000 EUR,  
z ocenjeno srednjo vrednostjo  
14.489.000 EUR.

Poštena vrednost 1 delnice leži na intervalu  
od 27,941 EUR do 31,332 EUR,  
z ocenjeno srednjo vrednostjo  
29,467 EUR.

## 2 PREDSTAVITEV PODJETJA

### 2.1 IDENTIFIKACIJA PODJETJA

#### Osebnostna izkaznica Podjetja na datum vrednotenja 31.12.2018

---

Firma:	Arriva Štajerska, družba za prevoz potnikov, d.d.
Skrajšana firma:	Arriva Štajerska d.d.
Sedež:	Meljska cesta 97, 2000 Maribor
Številka registrskega vložka:	10087300
Matična številka:	5263433
Davčna številka:	SI31727077
Šifra dej. in statistična dejavnost:	49.31 Mestni in primestni kopenski potniški promet H49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet 52.210 Spremljajoče storitvene dejavnosti v kopenskem prometu
Glavne dejavnosti:	Prevoz potnikov
Pravno-organizacijska oblika:	Delniška družba
Transakcijski računi:	04515-0000121758 NKBM d.d.
Število zaposlenih:	282
Osnovni kapital:	2.051.765,15 EUR
Celotni kapital:	2.051.765,15 EUR
Število delnic:	491.685
Sredstva:	17.751.948 EUR
Velikost podjetja:	srednje
Oblika lastnine:	zasebno podjetje
Zastopniki družbe:	Člani nadzornega sveta: - Dominic Palleschi, predsednik - Iztok Štrukelj, član Člani uprave oziroma direktor družbe: - Bo Erik Stig Karlsson, predsednik uprave - Aljaž Vuk, prokurist

---

Vir: Ajpes, Vprašalnik.

### 2.2 ZGODOVINA IN RAZVOJ PODJETJA

Skupina Arriva Slovenija je največja skupina avtobusnih podjetij v Sloveniji, ki opravlja transportne storitve prevoza potnikov za mestna, primestna in medmestna področja, kot tudi transportne storitve po naročilu in za različne institucije. Prav tako visok tržni delež dosega s turistično dejavnostjo.

Skupina zaposluje 975 ljudi, ki upravljajo 545 vozili. Deluje v skoraj vseh večjih mestih v Sloveniji (Ljubljana, Maribor, Kranj, Koper, Novo mesto, Ptuj, Piran, Ilirska Bistrica, Slovenska Bistrica, Portorož) in jih medsebojno povezuje. Skupina opravlja tudi prevoz potnikov na mednarodnih linijah, predvsem z Italijo in Avstrijo ter z Hrvaško, Bosno in Hercegovino in Srbijo.

Razvoj javnega cestnega potniškega prometa na področju severovzhodne Slovenije, ki pokriva mariborsko regijo, je povezan z imenom Arriva Štajerska. Podjetje je nastalo s preoblikovanjem podjetja Certus, najstarejšega avtobusnega podjetja v Sloveniji, ki je v letu 2006 praznovalo 80. letnico obstoja.

Glavna dejavnost podjetja je javni prevoz potnikov v mestnem prometu, naseljih mestnega značaja, primestnih naseljih, prevoz potnikov v medkrajevnem in mednarodnem prometu, organiziranje in izvedba potovanj, izletov, ekskurzij in drugih oblik turističnih aranžmajev doma in na tujem.



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



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

Kako neverjetno hiter razvoj je imelo podjetje v tem času, kažejo naslednji podatki:

- leta 1961 je bilo v avtoparku 100 avtobusov,
- leta 1976 je bilo v avtoparku 300 avtobusov,

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

Vojna za samostojno Slovenijo leta 1991, v kateri je neposredno sodelovalo tudi njihovo podjetje, je bistveno posegla v proces nadaljnega razvoja. Novo okolje je zelo hitro poslabšalo pogoje poslovanja. Število potnikov je upadlo, zmanjšali so se pogodbeni prevozi, porasla je zasebna konkurenca, cena prevoza v mestnem prometu je naraščala počasneje kot inflacija, zato je bilo prav to obdobje boja za preživetje podjetja.

Kljub velikim težavam v poslovanju v tem prehodnem obdobju je podjetje doseglo nekaj zelo pomembnih uspehov:

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

Leta 1996 je bilo podjetje po uspešno izpeljanem lastninskem preoblikovanju v delniško družbo vpisano v sodni register.

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

## 2.3 DEJAVNOST PODJETJA

V skladu s standardno klasifikacijo dejavnosti SKD 2008 je Podjetje razvrščeno v dejavnost

- 49.31 Mestni in primestni kopenski potniški promet
- 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet
- 52.210 Spremljajoče storitvene dejavnosti v kopenskem prometu

Sedež podjetja je v Mariboru, kjer se izvajajo vse glavne funkcije in stranske dejavnosti.

Osnovna dejavnost podjetja je prevoz potnikov v primestnem, medkrajevnem in mednarodnem prometu ter posebne vožnje na domačem in tujem trgu; stranske dejavnosti pa so: organiziranje in izvedba potovanj, izletov in turističnih aranžmajev v Sloveniji in tujini, servisno vzdrževanje cestnih motornih vozil, precizna mehanika in elektronika, reklama in propaganda, računalniške storitve.

Prav tako se vse zgoraj navedene glavne in stranske dejavnosti izvajajo tudi v poslovnih enotah na Ptuju in v Slovenski Bistrici.

Podjetje posluje tudi v Ormožu, Ljutomeru, Lenartu, Gornji Radgoni in Oplotnici (storitve avtobusnih postaj in turističnih agencij).

## 2.4 LASTNIŠTVO IN POVEZANA PODJETJA

Podjetje ARRIVA ŠTAJERSKA d.d. je pravno organizirano kot delniška družba, ki po velikosti in kriterijih ZGD spada med srednje družbe.

Neposredno obvladujoča družba je družba Arriva International Limited, Doxford International business park, Sunderland, Velika Britanija. Konsolidirano letno poročilo je mogoče dobiti na sedežu obvladujoče družbe. Posredno obvladujoča družbi je Deutsche Bahn AG ([www.deutschebahn.com](http://www.deutschebahn.com)), Potsdamerplatz 2, Berlin, Nemčija, ki je neposredno obvladujoča družba družbe tudi končna obvladujoča družba Arriva Štajerska d.d.

Tabela 2: Lastniška struktura na dan 31.12.2018

	Delničar	Število delnic	Delež v %
1	ARRIVA INTERNATIONAL Ltd	373.099	75,88
2	MESTNA OBČINA MARIBOR	71.366	14,51
3	POLFIN d.o.o.	12.198	2,48
4	BOLE TOMAŽ	12.198	2,48
5	PLEŠA PAVAO	11.435	2,33
6	CERTA d.d.	4.970	1,01
7	ILIRIKA MODRA ZVEZDA, d.d.	869	0,18
8	ostali delničarji	5.550	1,13
	Skupaj	491.685	100,00

Vir: Podatki podjetja

## 2.5 POSLANSTVO, VIZIJA TER PRIČAKOVANI RAZVOJ

Osnovno poslanstvo družbe je zagotoviti varen, kakovosten in učinkovit prevoz potnikov v cestnem prometu.

Vizija podjetja pa je usmerjena v zadržanje in obvladovanje dosedanjega tržnega deleža na področju opravljanja javnih linijskih prevozov kot tudi ostalih prevozov. Zagotoviti dolgoročno rast ter ohranitev zaupanja naših kupcev.

Osnovni cilj družbe je zagotoviti varen in zanesljiv prevoz potnikov, prijazen tako do potnikov kot okolja. Glavni cilji, ki jih želi družba doseči so:

- pridobitev koncesije ter ohranitev dosedanjega tržnega deleža na področju javnega linijskega prevoza potnikov,
- učinkovit in varen prevoz s poudarkom na kakovosti,
- spremljanje in povečevanje zadovoljstva potnikov,
- izboljšanje informiranosti uporabnikov,
- izboljšanje ugleda in prepoznavnosti podjetja,
- doseganje zadovoljstva zaposlenih.

Njihova ciljna naloga je, da zagotavljajo in izvajajo javni prevoz za vse ljudi, ki živijo na področjih, kjer delujejo. Rezultat tega je živahna, gibljiva in učinkovita infrastruktura.

### Osnovna načela podjetja:

- Poslovno vodilo

Ponujajo upravljanje potniškega prometa na pogodbeni osnovi in sicer na inovativen, zanesljiv in stroškovno učinkovit način. Stremijo za tem, da bi bili najboljša izbira za stranke, zaposlene in delničarje.

- Poslanstvo

Promocija in uresničevanje strokovnih rešitev za zahteve javnega prometa.

- Vizija

Arriva naj postane najboljši dolgoročni partner, ki izboljšuje mobilnost in privablja potnike s svojimi storitvami, ki presegajo pričakovanja.

- Ambicija



Ambicija podjetja je postati vodilna mednarodna družba, ki nudi storitve regionalnega in mestnega javnega prevoza kot tudi druge oblike prevoza potnikov. Prizadevajo si, da bodo za njihove stranke, potnike in zaposlene delavce najboljša izbira tako v sedanjosti kot v prihodnosti.

Skupina Arriva Slovenija opravlja dejavnost javnega transporta tako, da prevzema odgovornost za svoje potnike in okolje. Cilj družbe Arriva Slovenija je biti najbolj ekološko osveščeno podjetje na področju javnega transporta v Sloveniji.

Njihovi načrti in cilji vključujejo programe za izboljšanje sistema ravnanja z okoljem in uvajanje procesov za preprečevanje onesnaženja ter preprečevanja škodljivih vplivov na okolje.

### Pričakovani razvoj

Aktivnosti skupine Arriva Slovenija za preprečevanje onesnaženja okolja/glavni cilji:

- Izboljšanja, ki so osredotočena na ciljne skupine: gorivo, kemikalije, voda, energija in ravnanje z odpadnimi materiali. To vodi k zmanjšani porabi in manj obremenjuje okolje.
- Osredotočanje na nadaljnje ozaveščanje in izobraževanje zaposlenih o pomembnosti ohranitve narave z namenom zagotavljanja udeležbe in angažiranosti pri procesih za preprečevanje onesnaženja okolja.
- Poslovne aktivnosti podjetja izvajamo v okviru zahtev veljavne zakonodaje ter drugih zahtev kakovosti storitev za preprečevanje onesnaževanja okolja.

Prizadevajo si, da je odgovoren odnos do okolja primerno vključen v vse njihove dejavnosti zavedujoč, da je to tudi pogoj za dolgoročno konkurenčno prednost podjetja.

Graf 1: Vrednote skupine Arriva



Vir: Podatki podjetja

## 2.6 PRODAJA

Podjetje je v letu 2018 večinoma ustvarilo celotne prihodke od prodaje na domačem trgu. V letu 2018 so tako prihodki od prodaje na domačem trgu znašali 8.244.545 EUR, medtem ko je na tujem trgu bilo ustvarjenih le 371.869 EUR prihodkov.

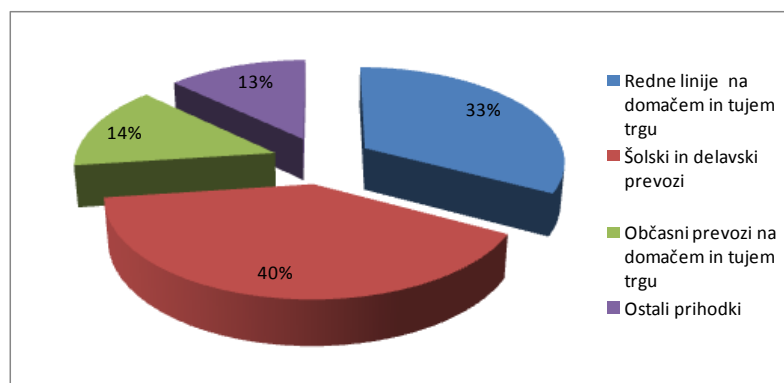
Tabela 3: Prihodki po področjih v letih 2016-2018

Čisti prihodek	2016	2017	2018	indeks 18/17
1 Redne linije na domačem in tujem trgu	3.141.793	3.008.659	2.823.146	93,83
2 Šolski in delavski prevozi	4.082.479	3.810.314	3.458.581	90,77
3 Občasni prevozi na domačem in tujem trgu	1.094.470	1.043.233	1.219.959	116,94
4 Ostali prihodki	1.093.127	1.129.580	1.114.729	98,69
<b>Skupaj</b>	<b>9.411.869</b>	<b>8.991.786</b>	<b>8.616.415</b>	<b>95,83</b>

Vir: Podatki podjetja

Največji delež med prihodki od prodaje predstavljajo šolski in delavski prevozi (40,1%). Delež iz naslova opravljanja prevozov na rednih linijah znaša 32,8%, za katere pa družba s strani države prejme še kompenzacijo, prav tako pa so subvencionirane tudi vozovnice za dijake in študente. Prihodki iz naslova občasnih prevozov predstavljajo 14,2%, ostali prihodki pa predstavljajo 12,9%.

Graf 2: Čisti prihodki od prodaje po posameznih področjih



Vir: Podatki podjetja

Podjetje je v preteklih letih večino prihodkov ustvarilo na domačem trgu (med 88% in 99%). Tudi v prihodnje se ne pričakuje odstopanja od obstoječe prodajne strategije.

Tabela 4: Prodaja po trgih

Trg	2014	2015	2016	2017	2018
Domači trg v EUR	9.367.047	9.882.931	9.034.212	8.648.763	8.244.545
Tuji trg v EUR	954.028	1.339.904	377.648	343.023	371.869
<b>Skupaj</b>	<b>10.321.075</b>	<b>11.222.835</b>	<b>9.411.860</b>	<b>8.991.786</b>	<b>8.616.414</b>
Domači trg	91%	88%	96%	96%	96%
Tuji trg	9%	12%	4%	4%	4%
<b>Skupaj</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Vir: ARRIVA ŠTAJERSKA d.d.

Iz tabele Prodaja po kupcih je razvidno, da je največji posamični »kupec« Ministrstvo za infrastrukturo, ki izplačuje koncesijo na podlagi sklenjene koncesijske pogodbe. V letu 2018 so izdane fakture iz tega naslova znašale 8.167 tisoč EUR oz. 30% vseh izdanih faktur (op. dejansko izkazani poslovni prihodki iz naslova prejetih subvencij v letu 2018 znašajo 7.503 tisoč EUR, kar je 46,3% poslovnih prihodkov).

Ostali TOP kupci ustvarijo le 19,8% celotne prodaje, ostalo pa je razpršeno med manjše uporabnike storitev ocenjevanega podjetja.

Tabela 5: Prodaja po kupcih v 2017 in 2018

Seznam glavnih kupcev po prometu v 000 EUR	2017	v %	2018	v %
Ministrstvo za infrastrukturo - Direktorat	3.914	25,6%	4.311	28,0%
Ministrstvo za infrastrukturo	3.725	24,4%	3.856	25,0%
BOXMARK LEATHER D.O.O.	1.019	6,7%	725	4,7%
OBČINA SLOVENSKA BISTRICA	581	3,8%	599	3,9%
ALPETOUR, POTOVALNA AGENCIJA	410	2,7%	559	3,6%
MESTNA OBČINA PTUJ	311	2,0%	269	1,7%
ARRIVA DOLENJSKA in PRIMORSKA	209	1,4%	230	1,5%
OBČINA ORMOŽ	209	1,4%	210	1,4%
HABJANIČ BRANISLAV S.P.	173	1,1%	9	0,1%
OBČINA GORNJA RADGONA	153	1,0%	156	1,0%
TOP 10 skupaj	10.704	70,0%	10.924	71,0%
Ostali skupaj	4.592	30,0%	4.470	29,0%
Skupaj	15.296	100,0%	15.394	100,0%

Vir: ARRIVA ŠTAJERSKA d.d. OPOMBA: tabela ne gre skupaj s poslovnimi prihodki v posameznem poslovnem obdobju, ker je pri nekaterih vključen DDV, pri drugih ne.

## 2.7 NABAVA

Skupina Arriva je zavezana trajnostnemu in odgovornemu ravnanju.

Kodeks ravnanja Arriva za poslovne partnerje (Kodeks) in Odgovorna politika nabave zavezuje dobavitelje in poslovne partnerje, da ravnajo v skladu z etičnimi in pravnimi standardi. To je pomemben temelj njihovega poslovnega sodelovanja.

Kodeks in Odgovorna politika nabave jasno določata pričakovanja Arrive: dobavitelji in poslovni partnerji se strinjajo, da bodo ravnali skladno z zahtevami obeh dokumentov. Arrivi to predstavlja pomemben prispevek k trajnostnemu ravnanju v dobavni verigi.

Kodeks in Odgovorna politika nabave temeljita – poleg drugega – na načelih Svetovnega dogovora ZN. Ista načela so si zastavili v Kodeksu ravnanja, ki velja za vodje in zaposlene. Le-ta velja po vsem svetu, v vseh podjetjih in za vse posameznike, pri katerih naročajo blago ali storitve.

### Glavni dobavitelji

Iz tabele je razvidno, da največji dobavitelji dobavijo več kot polovico vseh dobav. V letu 2018 je največji dobavitelj dobavil avtobuse (zastopnik za IVECO). Drugi in tretji sta dobavitelja za gorivo, sledijo podizvajalci prevozov, zastopnik in serviser določenih znamk, zavarovalnica itd.

Tabela 6: Glavni dobavitelji v letih 2017 in 2018

Seznam glavnih dobaviteljev po prometu v EUR	2017	v %	2018	v %
DUALIS D.O.O.	4.006	31,6%	2.165	20,2%
PETROL D.D.	2.026	16,0%	2.671	24,9%
OMV D.D.	1.464	11,5%	630	5,9%
AUTOCOMMERCE D.O.O.	624	4,9%	1.999	18,6%
JAVNO PODJETJE MARPROM	491	3,9%	456	4,2%
ARRIVA DOLENJSKA IN PRIMORSKA	319	2,5%	131	1,2%
ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	308	2,4%	286	2,7%
ŠPEDICIJA GOJA D.O.O.	200	1,6%	188	1,8%
Največjih 8 skupaj	9.438	74,4%	8.526	79,4%
Ostali skupaj	3.240	25,6%	2.210	20,6%
Skupaj	12.678	100,0%	10.736	100,0%

Vir: Podatki podjetja

## 2.8 ORGANI UPRAVLJANJA, POSLOVODSTVO IN ORGANIZACIJA

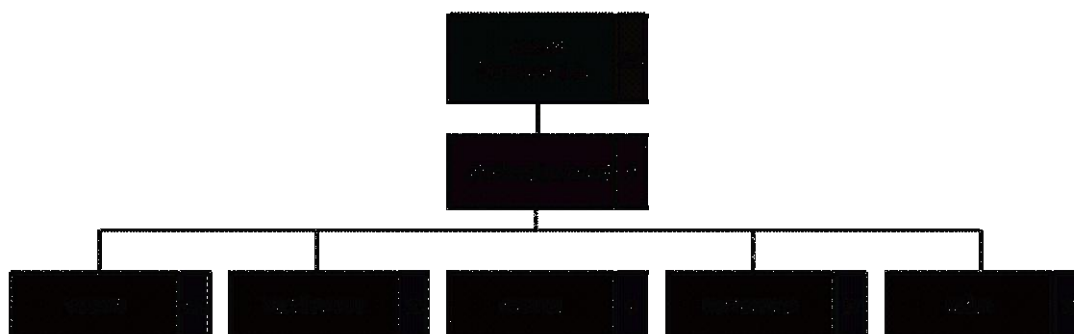
Družba je delniška družba z dvotirnim upravljanjem in ima upravo družbe in nadzorni svet.

Organi upravljanja družbe so skupščina, nadzorni svet in uprava. Skupščina odloča o imenovanju in odpoklicev članov nadzornega sveta, podelitvi razrešnici uprave in članom nadzornega sveta.

Nadzorni svet nadzoruje vodenje poslov družbe. Člana nadzornega sveta sta Dominic Palleschi, predsednik in Iztok Štrukelj, član. Nadzorni svet imenuje in odpokliče člane uprave oz. predsednika uprave. Predstavniki delavcev niso imenovali člana nadzornega sveta.

Uprava vodi družbo samostojno in na lastno odgovornost ter jo zastopa in predstavlja nasproti tretjim osebam neomejeno. Upravo družbe zastopata Bo Erik Stig Karlsson, predsednik uprave in Aljaž Vuk, prokurist. Mandat uprave je 5 let.

Graf 3: Organizacijska struktura družbe



Vir: Podatki podjetja

## 2.9 KADROVSKA STRUKTURA

Skupina Arriva je zavezana skladnosti pri poslovanju z mednarodnim in lokalnim pravom. Poleg tega je skupina opredelila Kodeks ravnanja – etične standarde poslovnega vedenja, ki so zasidrani v njihovem poslovanju.

Kodeks ravnanja določa standarde in pričakovanja pri dnevnem poslovanju šoferjev, vzdrževalcev, režijskih in tudi vodilnih sodelavcev.

Na podlagi zakonodaje in Kodeksa ravnanja so določili jasne dogovore, ki določajo etično ravnanje v skladu s pravili in drugimi predpisi. Ta notranja določila dajejo napotke za zaposlene in vodstvo pri vseh poslovnih transakcijah in pri stikih s strankami.

Tabela 7: Povprečno število zaposlenih in struktura v letih 2017 in 2018

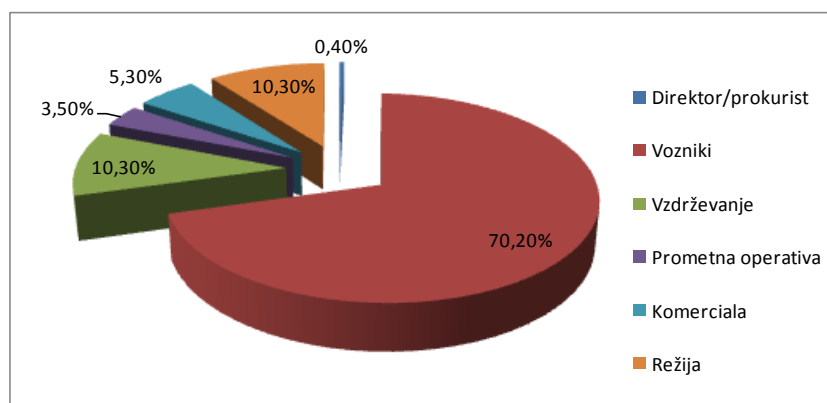
Povprečno število zaposlenih	Povprečje 2017		Povprečje 2018		indeks 18/17
	število	delež	število	delež	
Direktor/prokurist	1	0,30%	1	0,40%	100,00
Vozniki	205	71,20%	198	70,20%	96,59
Vzdrževanje	22	7,60%	29	10,30%	131,82
Prometna operativa	8	2,80%	10	3,50%	125,00
Komerciala	17	5,90%	15	5,30%	88,24
Režija	35	12,20%	29	10,30%	82,86
Povprečno število zaposlenih	288	100,00%	282	100,00%	97,92

Vir: Podatki podjetja

Povprečno število zaposlenih je bilo v preteklih letih dokaj stabilno in se je gibalo med 288 in 293. V letu 2018 se je povprečno število zaposlenih znižalo na 282. Največji osip beleži podjetje v sektorju voznikov, kar je posledica pomanjkanja te delovne sile na tržišču.

Največji delež med zaposlenimi predstavljajo vozniki (198 oz. 70,2% vseh zaposlenih), sledijo vzdrževalci (29 oz. 10,3%). V režiji in komerciali je skupaj 44 zaposlenecv oz. 15,6% vseh zaposlenih.

Graf 4: Struktura zaposlenih po oddelkih



Vir: Podatki podjetja

Povprečna bruto plača na zaposlenega v podjetju se je od leta 2014 do 2018 konstantno zviševala in sicer od 1.297 EUR na 1.544 EUR na mesec. Kljub rasti je zaostajala za povprečno mesečno bruto plače v Sloveniji, in sicer v zadnjih treh letih med 8 in 11%. Posledično so se v podjetju pojavljali pritiski zaposlenih na dvig plač.

Delež stroškov dela se je tako v preteklih letih postopno zviševal iz 38% v 2014 na 44% v 2018.

Tabela 8: Gibanje povprečne bruto plače in števila zaposlenih

	2014	2015	2016	2017	2018
STROŠKI DELA	6.270.784	6.670.296	6.845.725	6.854.023	7.114.164
Rast stroškov dela		6%	3%	0%	4%
Plače	4.527.493	4.822.643	4.960.529	4.988.250	5.226.265
Rast plač		7%	3%	1%	5%
Delež plač v PPP	27%	28%	30%	31%	32%
Stroški zavarovanj	874.077	918.896	915.362	920.506	934.173
Drugi stroški dela	869.214	928.757	969.834	945.267	953.726
Delež stroškov dela v PPP	38%	38%	42%	43%	44%
Povprečno število zaposlenih	291	293	291	288	282
Plače na zaposlenega	15.558	16.460	17.046	17.320	18.533
Stroški dela na zaposlenega/mesec	1.796	1.897	1.960	1.983	2.102
Plače na zaposlenega/mesec	1.297	1.372	1.421	1.443	1.544
Povprečna bruto plača v Sloveniji	1.540	1.556	1.584	1626	1682
Povprečna plača Podjetje / Povprečna plača SLO	84%	88%	90%	89%	92%

Vir: Letna poročila

## 2.10 OSTALI POMEMBNI PODATKI

### Poslovno nepotrebno premoženje

Podjetje nima poslovno nepotrebne premoženja.

### Članstva v zbornicah in društvih

- Združenja za promet pri gospodarski zbornici Slovenije,
- Združenja UITP,
- Združenja delodajalcev Slovenije.

### Koncesijska pogodba in Aneksi h koncesijski pogodbi

Večina poslov iz opravljanja osnovne dejavnosti temelji na sklenjenih koncesijskih pogodbah z državo in lokalnimi skupnostmi, in sicer:

- Koncesijsko pogodbo za opravljanje gospodarske javne službe javnega linijskega prevoza potnikov v notranjem cestnem prometu;

Koncesijska pogodba za opravljanje gospodarske javne službe javnega linijskega prevoza potnikov v notranjem cestnem prometu št.: 2430-18-310010 je bila med Republiko Slovenije, Ministrstvom za infrastrukturo, Langusova ulica 4, 1535 Ljubljana (koncedent) in Arriva Štajerska, družba za prevoz potnikov d.d., Meljska cesta 9, 2000 Maribor (koncesionar) sklenjena dne 29.12.2017 in velja do podelitve koncesije na podlagi javnega razpisa, vendar najkasneje do 2. decembra 2019. Med zgoraj omenjenimi pogodbenimi strankami so bili h koncesijski pogodbi številka 2430-18-310010 sklenjeni:

- Aneks št. 1 za obdobje od 1.1. 2018 do 31.12.2018,
- Aneks št. 2 za obdobje od 1.4.2018 in 30.9.2018.
- Aneks št. 3 za obdobje od 1.10.2018 in 31.12.2018
- Aneks št. 4 za obdobje od 1.1.2018 in 30.4.2018
- Aneks št. 5 za obdobje od 1.5.2018 in 31.12.2018
- Aneks št.6 za obdobje od 1.1.2019 in 30.4.2019

Aneksi zagotavlja finančne obveznosti koncedenta po koncesijski pogodbi iz naslova nadomestil za izvajanje prevozov in nadomestil za izvajanje kontrole produktov IJPP.

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

Koncesionar bo v obdobju od 1.1.2018 do najkasneje 2.12.2019 opravljal prevoze na registriranih vozniških redih in izvajal dejavnost, ki je predmet GJS JPP pod pogoji iz modela normirane cene dobro delujočega podjetja. Normirana cena na kilometer je definirana kot polna lastna cena dobro delujočega podjetja na prevoženi kilometer. Višina normirane cene se lahko spremeni tudi v primeru bistvenih sprememb elementov normirane (lastne) cene, oziroma na pobudo katerekoli od pogodbenih strank. Koncesionar izvaja GJS JPP na podlagi predloženega Programa izvajanja GJS JPP, ki ga predloži ob vsakokratni ponudbi za izvajanje GJS JPP, o čemer skleneta stranki finančni aneks k tej pogodbi. V skladu z določbami Aneksov h koncesijski pogodbi je določeno:

- Aneks št. 1 normirana stroškovna cena 1,81 EUR/km, višina maksimalne kompenzacije pa 0,56 EUR/km z DDV,
- Aneks št. 2 normirana stroškovna cena 1,83 EUR/km, višina maksimalne kompenzacije pa 0,56 EUR/km z DDV,
- Aneks št. 3 normirana stroškovna cena 1,83 EUR/km, višina maksimalne kompenzacije pa 0,56 EUR/km z DDV,
- Aneks št. 4 normirana stroškovna cena 1,83 EUR/km, višina maksimalne kompenzacije pa 0,56 EUR/km z DDV,
- Aneks št. 5 normirana stroškovna cena 1,84 EUR/km, višina maksimalne kompenzacije pa 0,58 EUR/km z DDV,
- Aneks št. 6 normirana stroškovna cena 1,84 EUR/km, višina maksimalne kompenzacije pa 0,58 EUR/km z DDV.

Koncedent bo koncesionarju izplačal kompenzacijo (IK) za opravljanje gospodarske javne službe, ki je predmet koncesijske pogodbe pod pogoji in v višini, kot je določeno v tej pogodbi, vendar ne več kot znaša maksimalna kompenzacija. Izračunana kompenzacija se izračuna tako, da se normirano ceno na kilometer pomnoži s številom prevoženih kilometrov. Od skupnega zneska se odštejejo vsi prihodki od prodaje vozovnic, prihodki od storitev prevoza izročene in nespremljane prtljage, prihodki javnih virov in prihodki drugih virov. Če mesečni izračun maksimalne kompenzacije na km pokaže, da so skupni prihodki večji od normirane cene na kilometer, pomnožene s skupnim številom dejansko prevoženih kilometrov, koncesionar ni upravičen do izračunane kompenzacije. Izračunano kompenzacijo iz naslova opravljenih storitev koncedent nakazuje koncesionarju mesečno, 30. dan po prejemu računa.

Koncesionar mora za pridobitev koncesije in ves čas trajanja koncesijske pogodbe izpolnjevati naslednje pogoje: i) da ima licenco za opravljanje prevoza potnikov v notranjem cestnem prometu, ii) da skupaj s podizvajalci razpolaga s potrebnim številom avtobusov z izvodom licence za izvajanje predvidenega obsega prevozov iz javnega razpisa, iii) da skupaj s podizvajalci razpolaga z zadostnim številom voznikov, iv) da ima izdelan program izvajanja koncesionirane dejavnosti, v) da ima vozila, ki so po svoji konstrukciji namenjena prevozu potnikov in imajo brez voznikovega sedeža najmanj 9 sedežev za prevoz potnikov ter izpolnjujejo pogoje, ki jih določajo predpisi o varnosti cestnega prometa. Pogodba opredeljuje tudi dolžnosti koncesionarja. Koncesionar ne sme prekiniti ali opustiti nobenega prevoza, določenega z voznim redom, le izjemoma zaradi nepredvidenih dogodkov in o tem

poročati koncedentu. Koncesionar ne sme opraviti nobenega odhoda iz avtobusne postaje pred uro in minuto zapisano v registriranem voznem redu.

Koncedent mora zagotavljati finančna sredstva za izvajanje GJS JPP in plačevati dejavnosti, za katero je podeljena koncesija, v skladu s to pogodbo in na način, kot to določa koncesijski akt.

Koncesijsko razmerje preneha s prenehanjem koncesijske pogodbe in z odvzgom koncesije. Koncesijska pogodba preneha ob nastopu razveznega pogoja 6. člena te pogodbe, vendar najkasneje 2. decembra 2019 ter z razdrtjem pogodbe. Koncedent lahko enostransko razdre koncesijsko pogodbo v primeru hujše kršitve koncesijske pogodbe s strani koncesionarja. Koncedent lahko delno ali v celoti odvzame koncesijo, in sicer na način, kot to določa koncesijski akt.

Pogodba tudi opredeljuje izvajanje GJS JPP v sistemu IJPP ter uporabo prodajno-validacijske terminalske opreme in spletne aplikacije ter spletnih storitev koncedenta, elektronske kartice koncesionarja, produkte IJPP, izvajanje nadzora nad uporabo produktov IJPP ter protikorupcijsko klavzula.

Za reševanje morebitnih sporov je pristojno sodišče v Ljubljani.

#### Tožbe in drugi sodni ali upravni postopki

Podjetje nima pomembnejših tožb, ki bi bistveno vplivale na poslovanje podjetja.



### 3 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA

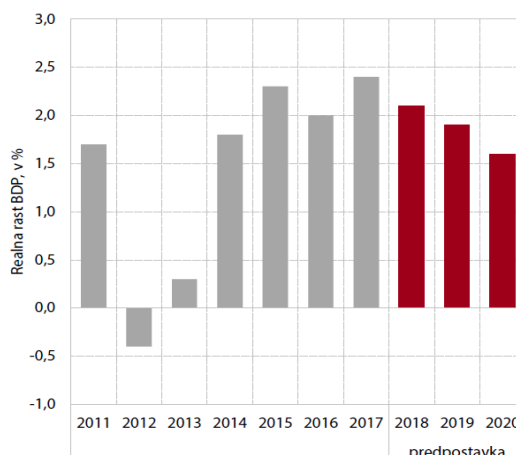
Osnova za analizo in napoved ekonomskih razmer v mednarodnem in slovenskem okolju je povzeta po Jesenski napovedi gospodarskih gibanj 2018 Urada RS za makroekonomske analize in razvoj (v tekstu navajamo kratico UMAR)<sup>1</sup> in Gospodarska in finančna gibanja Banke Slovenije, januar 2019<sup>2</sup>.

#### 3.1 GOSPODARSKA GIBANJA IN NAPOVEDI NAJPOMEMBNEJŠIH TRGOVINSKIH PARTNERICAH

Pri pripravi napovedi je UMAR izhajal iz zadnjih napovedi mednarodnih institucij, ki kažejo na nekoliko nižjo gospodarsko rast v trgovinskih partnericah že v letu 2018 in opozarjajo na povečana tveganja. Visoka rast svetovnega gospodarstva se 2018 nadaljuje, lani pospešena rast obsega svetovne trgovine pa se je v drugem četrtletju 2018 upočasnila.

Mednarodne institucije postopno nižje rasti svetovne trgovine napovedujejo tudi za prihodnja leta, kar je delno povezano s povečevanjem carin in drugih trgovinskih ovir. Zmernejša rast izvoza je glavnih razlog za letošnje nekoliko nižjo gospodarsko rast v evrskem območju, kjer se sicer še vedno dobro gospodarsko razpoloženje poslabšuje. Mednarodne institucije so tako napovedi letošnje rasti BDP v evrskem območju (2,1 %) znižale malo pod lansko (2,4 %). V prihodnjih letih bo gospodarska rast še nekoliko nižja, na kar bodo poleg nekoliko nižje rasti tujega povpraševanja vplivale še omejitve na strani ponudbe dela. Tudi na večini naših izvoznih trgov na območju Zahodnega Balkana (vključno s Hrvaško) se bo gospodarska rast nadaljevala z nekoliko upočasnjenim tempom; nadaljevalo naj bi se tudi gospodarsko okrevanje Rusije. Napovedi gospodarske rasti v večini glavnih trgovinskih partneric so nekoliko nižje kot pri Pomladanski napovedi, bolj izrazito pa so se povečala negativna tveganja za njihovo uresničitev.

Graf 5: Bruto domači proizvod v evrskem območju



Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018 Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

<sup>1</sup> Dosegljivo na spletnih straneh UMAR.

[http://www.umar.gov.si/fileadmin/user\\_upload/napovedi/jesen/2018/JesenskaNapoved2018-22okt.pdf](http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/napovedi/jesen/2018/JesenskaNapoved2018-22okt.pdf)

<sup>2</sup> Dosegljivo na spletnih straneh Bank Slovenije.

[https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgiGwRfjcgjh\\_gospodarska-in-financna-gibanja-januar-2019.pdf](https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgiGwRfjcgjh_gospodarska-in-financna-gibanja-januar-2019.pdf)

Tabela 9: Predpostavke napovedi glede gospodarske rasti v najpomembnejših trgovinskih partnericah

Realne stopnje rasti, v %	2017	2018		2019		2020
		marec 2018	september 2018	marec 2018	september 2018	september 2018
EU	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,6
Evrsko območje	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,6
Nemčija	2,2	2,3	1,9	2,0	1,9	1,7
Italija	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
Avstrija	3,0	2,6	2,8	2,1	2,1	1,7
Francija	2,2	2,0	2,0	1,8	1,7	1,6
Hrvaška	2,9	2,8	2,6	2,7	2,6	2,5
Rusija	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

Za prihodnja leta v tehnični predpostavki cene nafte ni večjih nihanj, podobno velja tudi za cene neenergetskih surovin. Za cene nafte so za naslednja leta upoštevali tehnično predpostavko, ki sledi sedanjim cenam na terminskih trgih. Skladno s tem predpostavljajo, da bo cena nafte brent v povprečju leta 2018 znašala 71,6 USD/sod. Ob tehnični predpostavki 5-odstotne apreciacije evra bo povišanje evrskih cen nafte v povprečju leta 2018 več kot 26-odstotno. V prihodnjih letih bodo predpostavljene cene nafte in neenergetskih surovin razmeroma stabilne. Predpostavke za cene nafte in neenergetskih surovin so zaradi njihovega povečanja po mesecu marcu opazno višje kot pri Pomladanski napovedi.

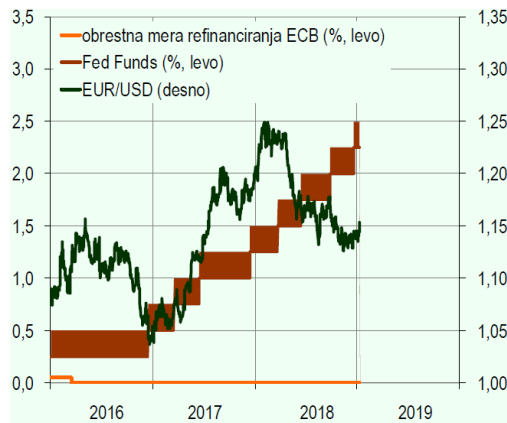
Tabela 10: Predpostavke napovedi cene nafte, neenergetskih surovin in tečaja USD/EUR

	2017	2018		2019		2020
		marec 2018	september 2018	marec 2018	september 2018	september 2018
Cene nafte, brent, v USD	54,3	65,1	71,6	60,8	72,2	69,3
Cene nafte, brent, v EUR	48,1	52,8	60,7	49,2	62,8	60,3
Cene neenergetskih surovin, v USD, rast*	8,0	1,8	5,8	0,8	2,0	0,0
Tečaj USD/EUR	1,129	1,234	1,182	1,236	1,150	1,150

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

Fed je na decembrski seji (2018) ponovno dvignila ključno obrestno mero, medtem ko je ECB ohranila obrestne mere nespremenjene, z letom 2019 pa bo ukinila neto nakupe obveznic v okviru programa APP. Razpon ključne obrestne mere je Fed v decembru 2018 že četrtič dvignila za četrt odstotne točke, na 2,25–2,50 %. Fed v 2019 načrtuje še dva obrestna dviga in en dvig v letu 2020, po drugi strani pa je ECB napovedala ohranitev ničelnih obrestnih mer vsaj prek poletja 2019 oziroma tako dolgo, kot bo potrebno, da se bodo uresničila inflacijska pričakovanja. S tem letom je končala program neto nakupov obveznic, vendar namerava glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v celoti ponovno investirati za daljše obdobje. Tečaj evra proti dolarju, ki se je na začetku oktobra 2018 še gibal nad mejo 1,15 USD za EUR, se je v zadnjih treh mesecih 2018 večinoma ohranjal pod to mejo (BS, januar 2019).

Graf 6: Devizni tečaj EUR/USD in obrestna mera refinanciranja



Vir: Banka Slovenija, *Gospodarska in finančna gibanja*, januar 2019.

### 3.2 GOSPODARSKA GIBANJA IN NAPOVEDI ZA SLOVENIJO

V 2017 pospešena gospodarska rast (4,9 %) je bila v prvi polovici leta 2018 nekoliko zmernejša. Realna rast BDP je v prvi polovici leta ostala široko osnovana. Nadaljevala se je robustna rast domače potrošnje, h kateri so največ prispevale občutno večje investicije v osnovna sredstva. Rast investicij v osnovna sredstva je ostala visoka predvsem pod vplivom nadaljevanja zagona rasti gradbenih investicij, rast investicij v opremo in stroje pa se je kljub nadaljevanju ugodnih okoliščin nekoliko upočasnila.

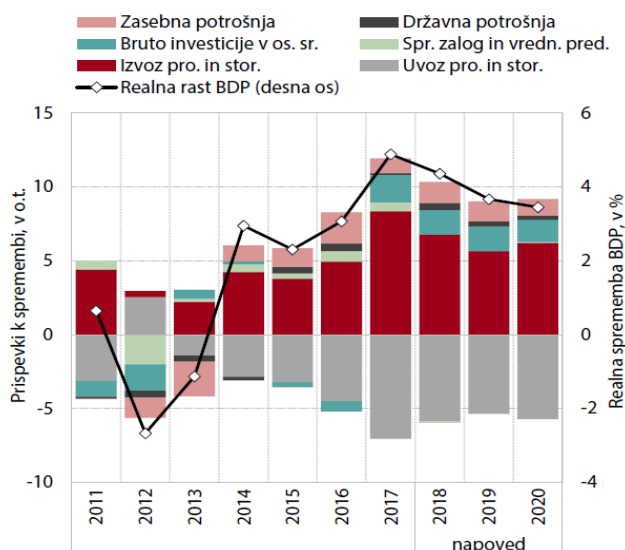
Impulz za domačo potrošnjo je bila tudi višja rast porabe države, ki jo je med drugim podpirala razmeroma visoka rast zaposlenosti. Rast zasebne potrošnje je ostala zmerna kljub nadaljevanju ugodnih gibanj na trgu dela in še vedno dobremu razpoloženju potrošnikov. Izvoz se je v prvem polletju nadalje povečal, vendar je k rasti BDP prispeval malo manj kot ob lanskim pospešeni rasti. Ob teh gibanjih je bila rast realnega BDP v prvem polletju (4,2 %) malo nižja kot lani (4,9 %), vendar je ostala precej nad dolgoletnim povprečjem in povprečjem v EU (oboje okrog 2,3 %).

Gospodarska rast bo leta 2018 4,4-odstotna, relativno visoka bo ostala tudi v prihodnjih dveh letih (3,7 % in 3,4 %). K nadaljevanju konjunktura v obdobju 2018 - 2020 bosta še bolj uravnoteženo kot lani prispevala domača in tuja potrošnja. K robustni rasti domače potrošnje bo poleg še vedno visoko rastočih investicij pomembno prispevala višja rast zasebne potrošnje, ki jo bo spodbujala razmeroma visoka rast razpoložljivega dohodka (predvsem mase plač). Nadaljevala se bo hitra rast gradbenih investicij, povezana z nizko ravno teh investicij v preteklih letih in s povečanjem črpanja evropskih sredstev. Rast obsega investicij v stroje in opremo bo nekoliko zmernejša kot lani, a še vedno visoka. Ob rastočem povpraševanju jo bosta še naprej spodbujala visoka izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti in dobri poslovni rezultati podjetij. Pričakujemo tudi nadaljevanje rasti državne potrošnje, ki se bo po letošnjem pospešku postopno upočasnila. Visoka rast izvoza in v nekoliko manjši meri tudi rast uvoza se bosta v obdobju napovedi postopno umirjali (z izjemo 2020), še vedno pozitivni prispevek menjave s tujino k rasti BDP pa bo vse manjši. To bo poleg vse večjih omejitev na trgu dela vplivalo na umirjanje gospodarske rasti, ki pa bo ob odsotnosti zunanjih šokov v obdobju napovedi še ostala razmeroma visoka. Začetek umirjanja je nekoliko zgodnejši, kot je bilo predvideno s Pomladansko napovedjo; skladno s tem so jesenske napovedi za leti 2018 in 2019 nekoliko nižje.

Rast zasebne potrošnje se bo okrepila in bo ostala podobno visoka tudi v letu 2019, nato se bo pod vplivom nižje rasti zaposlenosti umirila. Ob okrepljeni rasti plač in socialnih

transferjev ter v nadaljevanju razmeroma visoke rasti zaposlenosti UMAR pričakuje višjo rast zasebne potrošnje kot lani, ko je bila glede na rast razpoložljivega dohodka sicer precej umirjena. Ob še vedno visokem zaupanju potrošnikov se bo v drugi polovici 2018 in v letu 2019 nadaljevala že nekaj let trajajoča rast potrošnje trajnih dobrin, potrošnja netrajnih dobrin pa bo po zmanjšanju v letu 2017 vsaj še 2018 ostala skromna; rast potrošnje storitev se bo še okrepila. Po letu 2019 se bo ob nadaljnji, vendar bolj umirjeni rasti razpoložljivega dohodka rast zasebne potrošnje nadaljevala, vendar bo predvsem zaradi pričakovane nižje rasti zaposlenosti nekoliko nižja.

Graf 7: Bruto domači proizvod Slovenije – izdatkovna struktura



Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, september 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

Tabela 11: Napoved gospodarske rasti

	2017	2018		2019		2020
		marec 2018	september 2018	marec 2018	september 2018	september 2018
<b>Realne stopnje rasti, v %</b>						
Bruto domači proizvod	4,9	5,1	4,4	3,8	3,7	3,4
Izvoz	10,7	9,2	8,2	7,5	6,6	7,1
Uvoz	10,3	9,3	8,0	8,1	7,1	7,3
Saldo menjave s tujino (prispevek k rasti v o.t.)	1,3	0,9	0,9	0,3	0,3	0,5
Zasebna potrošnja	1,9	3,6	2,7	3,0	2,6	2,2
Državna potrošnja	0,5	1,7	2,7	1,4	2,0	1,5
Bruto investicije v osnovna sredstva	10,7	10,0	9,0	8,5	8,5	7,5
Sprememba zalog in vrednostni predmeti (prispevek k rasti v o.t.)	0,6	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

## Inflacija

Inflacija se bo 2018 in v prihodnjih dveh letih zmerno povečevala. V prvih sedmih mesecih 2018 (1,6 %) je bila inflacija v povprečju malo višja kot 2017, ko se je nekoliko povišala z zelo nizke ravni. Inflacija se je začela krepiti šele v poletnih mesecih 2018 (julija na 1,9 %), kar je v večji meri posledica višje rasti cen storitev in energentov. Cene neenergetskega industrijskega blaga so se še naprej zniževale, osnovna inflacija pa je ob tem ostala nizka (v povprečju prvih sedmih mesecev 0,8 %) in malo pod povprečjem evrskega območja.

UMAR pričakuje, da se bo ob nadaljnji rasti povpraševanja in postopni krepitvi stroškovnih pritiskov postopno zviševanje rasti cen v prihodnjih letih nadaljevalo. Inflacija se bo ob nižjem prispevku rasti cen energentov še vedno gibala okrog 2 %, brez energentov in hrane

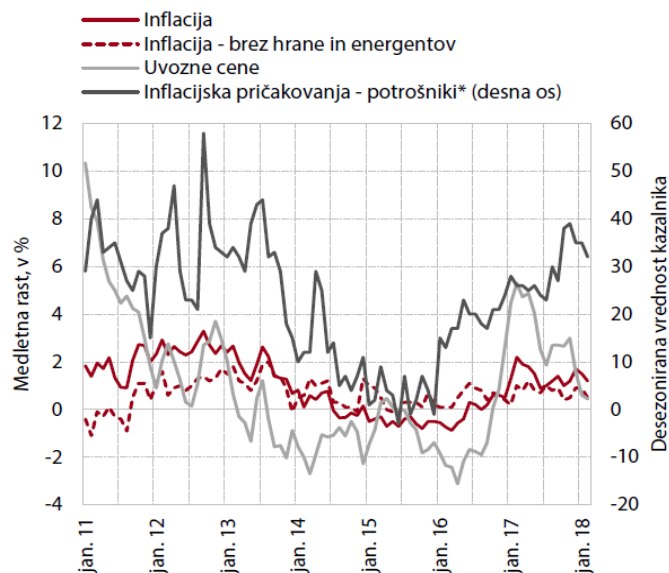
(osnovna inflacija) pa se bo do konca leta 2019 povzpela do 2,7 %. K temu bo poleg nadaljnje rasti cen storitev in hrane postopoma več prispevalo tudi povečevanje cen industrijskega blaga brez energentov. Inflacija je v celotnem napovednem obdobju nekoliko višja kot v Pomladanski napovedi, kar je posledica višje letošnje rasti cen nafte in storitev in pričakovane višje rasti plač v prihodnjih dveh letih.

Tabela 12: Napoved inflacije

v %	2017	2018		2019		2020
		marec 2018	september 2018	marec 2018	september 2018	september 2018
Inflacija – dec./dec.	1,7	1,8	2,1	2,1	2,3	2,4
Inflacija – povprečje leta	1,4	1,5	1,8	1,9	2,1	2,3

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

Graf 8: Inflacija, uvozne cene in inflacijska pričakovanja potrošnikov



Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

### Plače in gibanja na trgu dela

Nominalna rast plač se krepi. Po nekajletnih skromnih rasteh je bila 2017 rast plač nekoliko višja kot leto prej tako v zasebnem kot v javnem sektorju. Medletno višja kot pred letom je bila tudi v prvi polovici leta 2018. V zasebnem sektorju jo UMAR povezuje s postopno rastjo inflacije in produktivnosti, ugodnimi poslovnimi rezultati podjetij in nadaljnjim zmanjševanjem brezposelnosti ter s tem povezanimi omejitvami pri zaposlovanju ustrezne delovne sile. Plače so bile medletno višje predvsem v gradbeništvu, predelovalnih dejavnostih in nekaterih tržnih storitvah. V javnem sektorju je rast posledica uresničevanja sprejetih dogovorov s sindikati in rednih napredovanj zaposlenih ob koncu lanskega leta.

Ob ugodnih gospodarskih razmerah se bo rast plač v obdobju 2018–2020 nadalje postopno krepila, nanjo pa bodo vedno izraziteje vplivale omejitve na strani ponudbe dela. V drugi polovici leta se pričakuje nadaljevanje podobne rasti plač kot v prvem polletju. V prihodnjih dveh letih bo postopno višja rast plač v zasebnem sektorju izhajala iz nadaljnega povečanja gospodarske aktivnosti, rasti produktivnosti in zniževanja brezposelnosti. Težnja po ohranjanju konkurenčnega položaja podjetij bo še naprej pomembno določala oblikovanje plač v zasebnem sektorju, vendar ob večjih plačnih pritiskih zaradi še bolj izrazitega pomanjkanja usposobljenih delavcev nominalna rast plač ne bo več zaostajala za rastjo

produktivnosti. Rast plač se bo zvišala tudi v sektorju država, najbolj izrazito v prihodnjem letu ob predvideni sprostitvi preostalih ukrepov s področja zadrževanja rasti plač.

Tabela 13: Napoved rasti povprečne bruto plače zaposlenega

Stopnje rasti, v %	2017	2018		2019		2020
		marec 2018	september 2018	marec 2018	september 2018	september 2018
Bruto plača na zaposlenega - nominalno	2,7	4,0	3,5	4,5	4,9	5,0
- zasebni sektor	2,9	4,6	4,2	4,3	4,8	5,4
- javni sektor	2,9	3,6	3,1	5,0	5,1	4,2
Bruto plača na zaposlenega - realno	1,3	2,5	1,7	2,6	2,8	2,6
- zasebni sektor	1,5	3,0	2,3	2,4	2,6	3,0
- javni sektor	1,5	2,1	1,3	3,1	2,9	1,8

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

### Zaposlenost in brezposelnost

Rast zaposlenosti bo 2018 še ostala visoka, v prihodnjih letih pa se bo ob nižji rasti gospodarske aktivnosti in vse bolj neugodnih demografskih gibanjih precej umirila. Zaposlenost je ob nadaljnji visoki gospodarski rasti v prvi polovici 2018 prvič preseгла predkrizni vrh. Ob vse bolj omejeni ponudbi delovne sile je k rasti zaposlenosti pripomoglo hitro povečevanje participacije na trgu dela tudi z vključevanjem tistih, ki do sedaj niso aktivno iskali zaposlitve in zaposlovanje tujih državljanov.

Zaposlenost je bila medletno višja v vseh dejavnostih zasebnega sektorja, kjer so znova najbolj izstopale predelovalne dejavnosti, trgovina, gostinstvo ter strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti. Precej višja je bila tudi v gradbeništvu, kjer se je že lani začela hitro povečevati. Prisotna bo v vseh dejavnostih, skladno s kratkoročnimi kazalniki pričakovanega zaposlovanja pa bo nekoliko skromnejša kot v prvi polovici leta 2018. Na to bosta vplivala tako umiritev gospodarske aktivnosti kot pomanjkanje ustrezne delovne sile. Proti koncu obdobja napovedi se bo rast zaposlenosti precej umirila, na kar bo po oceni UMAR vplivalo nadaljnje zmanjševanje obsega razpoložljive delovne sile zaradi neugodnih demografskih gibanj.

Tabela 14: Napoved zaposlenosti in brezposelnosti

v %	2017	2018		2019		2020
		marec 2018	september 2018	marec 2018	september 2018	september 2018
Zaposlenost po SNA, rast	2,9	2,4	2,8	1,5	1,5	0,8
Število registriranih brezposelnih, povprečje v letu v tisoč	88,6	75,6	78,5	68,8	73,9	69,3
Stopnja registrirane brezposelnosti	9,5	8,0	8,2	7,2	7,7	7,2
Stopnja brezposelnosti po anketi o delovni sili	6,6	5,3	5,5	4,6	4,9	4,4

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

Število registriranih brezposelnih se bo v obdobju 2018–2020 nadalje zmanjševalo. V 2017 izrazito zmanjševanje števila registriranih brezposelnih se je v prvem polletju 2018 nadaljevalo z nekoliko počasnejšim tempom. K temu je prispevala predvsem umiritev zaposlovanja iz brezposelnosti in nekoliko večji priliv zaradi izteka pogodb za določen čas. Ob koncu avgusta 2018 je bilo registriranih brezposelnih oseb 75.920 oz. 9,4 % manj kot pred letom. Število brezposelnih se bo 2018 in v prihodnjih dveh letih še zmanjševalo, a počasneje kot v preteklem obdobju. K nadaljnjemu zmanjševanju bodo poleg rasti agregatnega povpraševanja prispevali tudi demografski dejavniki, in sicer zaradi prehajanja iz brezposelnosti v upokojitev in v zaposlitev zaradi njihovega nadomeščanja.

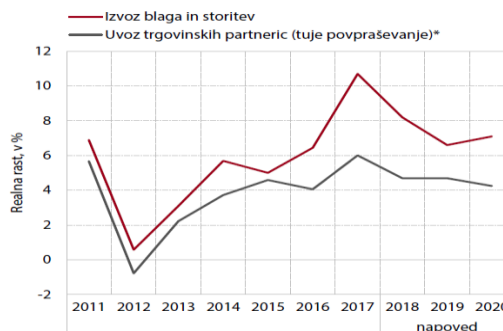


## Cenovna in stroškovna konkurenčnost

Rast izvoza se bo z letom 2018 pričela umirjati, vendar bo v celotnem obdobju napovedi ostala visoka. Upočasnitev rasti bo najbolj izrazita v 2018 in v prihodnjem letu, leta 2020 pa bo zaradi učinka večjega števila delovnih dni (za 6) rast ponovno nekoliko višja.

Tudi rast uvoza se bo v 2018–2020 nekoliko upočasnila, a zaradi ohranjanja robustne rasti domače potrošnje manj kot izvoz. Rast uvoza bo še vedno razmeroma visoka, skladno z nadaljnjo rastjo aktivnosti v predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu, delno s tem povezano visoko rastjo investicij ter hitrejšo rastjo zasebne potrošnje. Ker pa bo tempo rasti aktivnosti v predelovalnih dejavnostih (predvsem izvozno naravnanih) in investicijske potrošnje malo nižji kot lani, se bo rast že z letošnjim letom začela postopoma umirjati. Podobno dinamiko kot pri blagu pričakujejo tudi pri uvozu storitev, kjer bo rast ostala široko osnovana. K rasti bo, podobno kot pri izvozu, še naprej največ prispeval uvoz poslovnih in transportnih storitev, v povezavi z višjo rastjo zasebne potrošnje pa pričakujejo tudi višjo rast trošenja domačih turistov v tujini.

Graf 9: Izvoz blaga in storitev ter tuje povpraševanje

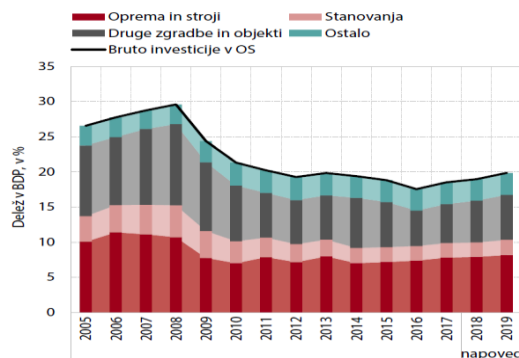


Vir: Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

## Investicijska aktivnost

Investicijska aktivnost se bo 2018 ponovno močno povečala, visoka rast se napoveduje tudi za prihodnja leta. K nadaljevanju visoke rasti investicij v osnovna sredstva bodo 2018 največ prispevale višje zasebne in javne gradbene investicije, ponovno pa bodo opazno višje tudi zasebne investicije v stroje in opremo. V prihodnjih dveh letih bo visoka izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti skupaj z nadaljnjo rastjo povpraševanja podjetja še naprej spodbujala k povečevanju investicij v stroje in opremo ter poslovne zgradbe, kjer so po daljšem obdobju nizkega investiranja potrebe po obnovitvenih investicijah precejšnje.

Graf 10: Bruto investicije v osnovna sredstva



Vir: Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2018, September 2018, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR)

Investicije bodo podpirali tudi dobri poslovni rezultati precej manj zadolženih podjetij kot pred leti in nadaljevanje ugodnih pogojev financiranja. Slednji bodo skupaj z razmeroma visoko rastjo razpoložljivega dohodka gospodinjstev še naprej spodbujali povpraševanje po nepremičninah, zato se bo rast stanovanjskih investicij, ki so še vedno znatno nižje kot pred krizo, postopoma krepila. Državne investicije, večinoma gradbene, se bodo po upadu v letih 2015-2016 in stagnaciji v 2017, v letu 2018 znatno povečale in nato ostal v naslednjih letih razmeroma visoke (tudi zaradi povečanega črpanja evropskih sredstev). Rast skupnih investicij bo z letom 2018 nižja kot 2017, saj se ne pričakuje pozitivnega prispevka sprememb zalog h gospodarski rasti. S podobno dinamiko kot 2018 se bodo skupne investicije povečevale tudi v letih 2019 in 2020.

### 3.3 TVEGANJA ZA URESNIČITEV MAKROEKONOMSKIH NAPOVEDI

Med tveganji za uresničitev Jesenske napovedi prevladujejo morebitne drugačne razmere v mednarodnem okolju od predvidenih v osrednjem scenariju, ki bi lahko privedle do nižje gospodarske rasti. Pretežno negativna tveganja v mednarodnem okolju so se od spomladi 2018 opazneje okrepila. V še vedno ciklično ugodnih gospodarskih razmerah so povezana predvsem:

- s protekcionističnimi ukrepi in na splošno nepredvidljivostjo gospodarskih ukrepov ZDA,
- s posledicami zategovanja denarne politike v ZDA in srednjeročno tudi evrskem območju,
- z visokim vrednotenjem sredstev na finančnih trgih (predvsem v ZDA). V evropskem oziroma evrskem gospodarskem prostoru je povezana z negotovostjo glede ekonomskih politik nekaterih držav (npr. Italije), predvsem na srednji rok pa tudi s političnimi spremembami.

V domačem okolju so tveganja v letih 2018 in 2019 še približno uravnotežena, v 2020 pa že bolj negativna. Na možnost višje rasti pri dejavnikih iz domačega okolja nakazujejo še vedno visoko zaupanje potrošnikov in podjetij v nekaterih dejavnostih (storitvenih in gradbeništvu) v gospodarstvo, ki bi lahko ob nadaljevanju ugodnih pogojev financiranja in pozitivnih gibanj v mednarodnem okolju vodilo do višje rasti investicij in zasebne potrošnje.

Ob hitrejši dinamiki črpanja EU sredstev od predvidene bi lahko bile tudi javne investicije v prihodnjih dveh letih višje. V domačem okolju lahko pritiski na povišanje plač, predvsem kot posledica nizke brezposelnosti in zahtev po povišanju plač v javnem sektorju, vplivajo na še nekoliko višjo rast skupne bruto plače od napovedane. To bi sicer kratkoročno povečalo rast potrošnje in BDP, na srednji rok pa (zaradi stroškovnih pritiskov in poslabšanja javnofinančnega položaja) prispevalo k hitrejšemu umirjanju rasti BDP. Tveganje za nižjo rast pomeni povečana negotovost glede davčne politike. Proti koncu napovednega obdobja pa se poveča tudi negotovost glede politik soočanja z demografskimi spremembami, od katerih bo odvisna tudi dinamika gospodarske rasti in učinki na blaginjo prebivalcev.



## 4 ANALIZA DEJAVNOSTI

Namen analize dejavnosti je:

- razumeti vpliv trendov v dejavnosti na poslovanje podjetja,
- ugotoviti konkurenčno prednost podjetja,
- oblikovati stališča o bodočih trendih v dejavnosti,
- sedanja faza v razvojnem ciklu dejavnosti,
- konkurenčno okolje,
- cenovni ter stroškovni trendi.

### 4.1 TRENDI V DEJAVNOSTI<sup>3</sup>

V 2018 je bilo prepeljanih z avtobusi manj potnikov kot v 2017: v mestnem javnem linijskem prevozu za 3 %, v medkrajevem za 11 % in v mednarodnem za 13 %.

V mestnem javnem linijskem prevozu je bilo v letu 2018 prepeljanih 59,8 milijona potnikov ali za 3 % manj kot v letu 2017. Mestni javni linijski prevoz je v 2018 potekal na 151 mestnih linijah s skupno dolžino 1.697 km v eni smeri.

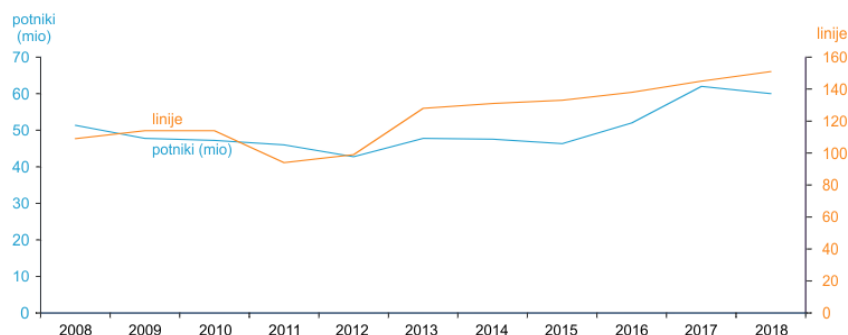
Avtobusi v medkrajevem javnem linijskem prevozu so v letu 2018 prepeljali 28,3 milijona potnikov ali za 11 % manj kot v letu 2017. Največ potnikov se je prepeljalo na razdaljah do 20 km. Opravljenih je bilo 512,9 milijona potniških kilometrov.

Medkrajevni javni linijski prevoz je v 2018 potekal na 2.166 linijah. Avtobusi so na linijskih vožnjah prevozili skupno skoraj 48 milijonov km in za to porabili približno 17 milijonov litrov dizelskega goriva.

V letu 2018 so avtobusi v mednarodnem javnem linijskem prevozu prepeljali približno 205.000 potnikov ali za 13 % manj kot v letu 2017. Največ potnikov se je prepeljalo na razdaljah od 21 do 50 km. Opravljenih je bilo približno 9,1 milijona potniških kilometrov.

Avtobusi so v letu 2018 vozili na 28 mednarodnih linijah (nekatero od teh so bile sezonske) in prevozili nekaj več kot 1.321.000 kilometrov. Pri tem so porabili okoli 293.000 litrov dizelskega goriva.

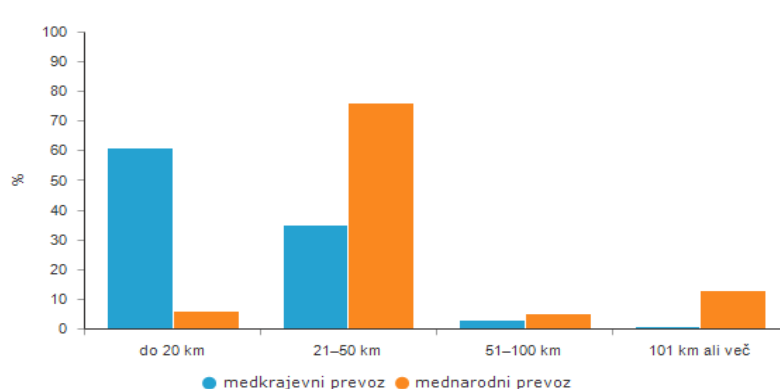
Graf 11: Število potnikov in število linij v mestnem javnem linijskem prevozu, Slovenija, 2018



<sup>3</sup> Republika Slovenija. Statistični urad. Cestni potniški promet, Slovenija, 2018.  
<https://www.stat.si/StatWeb/news/Index/8188>

Vir: Statistični urad Republike Slovenije, MZI

Graf 12: Potniki v medkrajevem in mednarodnem cestnem javnem linijskem prevozu po razdaljah, Slovenija, 2018



Vir: Statistični urad Republike Slovenije, MZI

Tabela 15: Cestni javni linijski prevoz potnikov po vrstah prevoza, Slovenija, 2018

	Mestni prevoz	Medkrajevni prevoz	Mednarodni prevoz
Potniki (1.000)	59.833	28.315	205
Potniški kilometri (1.000)	...	512.931	9.115
Linije	151	2.166	28
Dolžina linij v eno smer (km)	1.627	77.263	3.310
Vožnje na linijah v eno smer (1.000)	858	1.795	15
Porabljeno gorivo – dizelsko gorivo (1.000 l)	6.064	17.084	293
Porabljeno gorivo – stisnjen zemeljski plin (t)	2.522	–	–

Op.:  
... ni podatka  
- ni pojava

Viri: SURS, MZI

## 4.2 TRAJNOSTNA MOBILNOST IN PROMETNA POLITIKA<sup>4</sup>

Podpora ukrepom trajnostne mobilnosti:

### - Finančne spodbude

Ministrstvo za infrastrukturo je prepoznalo ključne probleme na področju trajnostne mobilnosti in pristopilo k načrtu za reševanje te problematike s pomočjo kohezijskih sredstev. Zato je v Operativni program za izvajanje Evropske kohezijske politike v obdobju 2014-2020 v okviru prednostne osi za spodbujanje nizkoogljicnih strategij za vse vrste območij, zlasti za

<sup>4</sup> Ministrstvo za infrastrukturo. Trajnostna mobilnost in prometna politika. [http://www.mzi.gov.si/si/delovna\\_podrocja/trajnostna\\_mobilnost\\_in\\_prometna\\_politika/trajnostna\\_mobilnost/](http://www.mzi.gov.si/si/delovna_podrocja/trajnostna_mobilnost_in_prometna_politika/trajnostna_mobilnost/)

mestna območja, vključno s spodbujanjem trajnostne multimodalne urbane mobilnosti in ustreznimi omilitvenimi prilagoditvenimi ukrepi uvrstila ukrepe trajnostne mobilnosti. V tekočem programskem obdobju bo sofinancirana izdelava celostnih prometnih strategij, ureditev oz. gradnja površin za pešce, kolesarska infrastruktura, sistem P+R (parkiraj in se pelji) in ureditev postajališč javnega prevoza. Te naložbe so predvidene v manjšem obsegu kot dopolnitev vrzeli v obstoječih infrastrukturnih omrežjih za trajnostno mobilnost v mestnih naseljih. Poleg ustreznih infrastrukturnih pogojev za trajnostno mobilnost se bodo oblikovali in izvajali ustrezni ukrepi upravljanja mobilnosti kot na primer trajnostna parkirna politika, izdelava mobilnostnih načrtov za ustanove, zelena mestna logistika in izobraževalno informativne dejavnosti o trajnostni mobilnosti.

#### **- Informiranje in ozaveščanje javnosti**

Pomembna oblika promocije poteka v okviru kampanje Evropski teden mobilnosti, ki se odvija pod okriljem Evropske komisije vsako leto med 16. in 22. septembrom. Njen namen je spodbuditi lokalne skupnosti k izvajanju ukrepov in promociji trajnostne mobilnosti, kar bo prispevalo k zmanjševanju onesnaženja iz naslova osebnega motornega prometa in pripomoglo k zdravju, razvoju mest po meri pešca in kolesarja ter s tem k večji kvaliteti bivanja na splošno.

Za potrebe promocije in informiranja različnih javnosti je bila ustanovljena Slovenska platforma za trajnostno mobilnost. Za potrebe promocije Trajnostne mobilnosti v občinah je bila pripravljena publikacija Okolje, promet in zdravje.

#### **- Strokovne usmeritve in podpora**

Ministrstvo za infrastrukturo pripravlja Splošne smernice za področje javnega potniškega prometa in trajnostne mobilnosti za pripravo občinskih prostorskih načrtov.

Smernice vsebujejo usmeritve s področij:

- zagotavljanja trajnostne mobilnosti z vidika vizije mobilnosti prebivalstva in trajnostnega razvoja;
- razvoja učinkovitega sistema javnega potniškega prometa;
- zagotavljanja fizične integracije prometnih podsistemov za učinkovitejše izvajanje gospodarske javne službe javnega potniškega prometa;
- potreb po zmanjšanju onesnaževanja iz naslova osebnega prometa.

### **4.3 STRATEGIJA RAZVOJA PROMETA V RS DO LETA 2030<sup>5</sup>**

Vlada Republike Slovenije je leta 2015 sprejela Strategijo razvoja prometa v RS (Strategija). Ročnost večine ukrepov v Strategiji je do leta 2030. So pa v njej prikazani tudi nekateri nujni ukrepi po tem letu, ker je to zahtevala celovitost prikaza obravnavane problematike. Leta 2016 pa sta Vlada RS in Državni zbor RS sprejela Resolucijo o nacionalnem programu razvoja prometa v RS za obdobje do leta 2030 (Nacionalni program). S tem sta bila prvič v samostojni Sloveniji sprejeta nujna in ključna dokumenta za uspešen razvoj prometa v naši državi.

---

<sup>5</sup>Ministrstvo za infrastrukturo Republike Slovenije.

[http://www.mzi.gov.si/fileadmin/mzi.gov.si/pageuploads/DMZ/Strategija\\_razvoja\\_prometa\\_v\\_RS/Strategija\\_razvoja\\_prometa\\_v\\_RS\\_do\\_leta\\_2030\\_1.pdf](http://www.mzi.gov.si/fileadmin/mzi.gov.si/pageuploads/DMZ/Strategija_razvoja_prometa_v_RS/Strategija_razvoja_prometa_v_RS_do_leta_2030_1.pdf)

Strategija je prvi dokument, ki prometni sistem obravnava celovito, kar zagotavlja večjo sinergijo pri doseganju ciljev prometne in prostorske politike države ter drugih politik ter boljši nadzor nad vplivom prometa na okolje in gospodarstvo.

Za potrebe Strategije so razvili nacionalni prometni model, ki vključuje analizo in izračun prihodnjih prometnih tokov, družbenih in okoljskih vplivov. Dokument je tudi prvi te vrste na področju prometa, ki je podprt s celovito študijo vplivov na okolje.

Na podlagi napovedi prometnih tokov, prometne varnosti in vplivov na okolje ter socialne sprejemljivosti so določili prihodnje prometne ukrepe, in sicer za vse vrste prometa: pomorski, letalski, železniški in cestni promet ter trajnostno mobilnost. Opredelili so 29 ukrepov za železniški promet, 37 ukrepov za cestni promet, 22 ukrepov za javni potniški promet oz. trajnostno mobilnost, 14 ukrepov za vodni promet (morje in celinske plovne poti) in 6 ukrepov za letalstvo.

Strategija je v skladu z naravo dokumenta napisana deklarativno, zato je vlada Ministrstvu za infrastrukturo naložila pripravo dokumenta za izvedbo Strategije. Ministrstvo je v ta namen pripravilo Nacionalni program, ki določa podrobnejše aktivnosti, način izvajanja, potrebna finančna sredstva, roke in nosilce za izvedbo ukrepov iz Strategije. Glavni cilj Nacionalnega programa je zagotoviti stabilno financiranje področja prometa brez občutnejših letnih nihanj in s tem omogočiti nemoteno realizacijo ključnih projektov nacionalnega pomena.

Z realizacijo Nacionalnega programa bodo zagotovili ustrezne razmere na področju prometa: večjo mobilnost in dostopnost, učinkovitejšo oskrbo gospodarstva, večjo prometno varnost in varovanje, manjšo porabo energije, nižje stroške uporabnikov in upravljavcev, manjše okoljske obremenitve.

Nekateri ključne projekte, ki bodo k temu prispevali so: izgradnja drugega železniškega tira med Koprno in Divačo, Ljubljano in Jesenicami ter Mariborom in Šentiljem, odprava ozkih grl na ljubljanskem železniškem vozlišču, širitev ljubljanskega avtocestnega obroča, uvedba enotne vozovnice in voznih redov v okviru javnega potniškega prometa, spodbujanje uporabe vozil na alternativna goriva (elektrika, plin, vodik), rehabilitacija državnega cestnega omrežja vključno z razvojnimi osmi, povečanje kapacitet pristanišča Koper, ustvarjanje pogojev za širitev dejavnosti slovenskih letališč v Ljubljani, Mariboru in Portorožu.

#### 4.4 ANALIZA DEJAVNOSTI CESTNEGA POTNIŠKEGA PROMET V SLOVENIJI

V Sloveniji so podjetja, ki se ukvarjajo s cestnim potniškim prometom uvrščena v dve dejavnosti:

- H 49.391 Medkrajevni in drugi cestni potniški promet ali
- H 49.310 Mestni in primestni kopenski potniški promet

Za potrebe analize smo kot celotni trg vzeli skupne prihodke obeh dejavnosti, ki znašajo 267.011 tisoč EUR.

Tabela 16: Trg dejavnosti cestnega potniškega prometa

Dejavnost	Prihodki v tisoč EUR
H 49.391 Medkrajevni in drugi cestni potniški promet	192.195
H 49.310 Mestni in primestni kopenski potniški promet	74.816
<b>Skupaj</b>	<b>267.011</b>

Vir: Bonitete.si., lastni izračuni

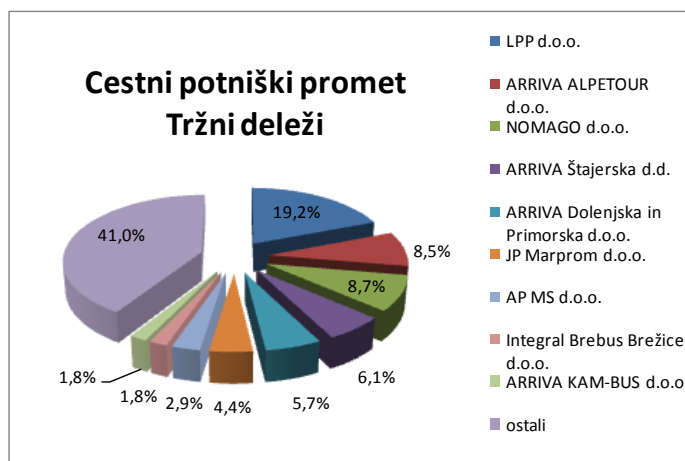
Iz tabele in slik so razvidni tržni deleži največjih podjetij v dejavnosti cestnega potniškega prometa na nivoju Slovenije.

Tabela 17: Tržni deleži največjih podjetij v dejavnosti cestnega potniškega prometa

Podjetje	tržni delež	Prihodki v tisoč EUR
LPP d.o.o.	19,2%	51.148
ARRIVA ALPETOUR d.o.o.	8,5%	22.663
NOMAGO d.o.o.	8,7%	23.158
ARRIVA Štajerska d.d.	6,1%	16.189
ARRIVA Dolenjska in Primorska d.o.o.	5,7%	15.226
JP Marprom d.o.o.	4,4%	11.676
AP MS d.o.o.	2,9%	7.705
Integral Brebus Brežice d.o.o.	1,8%	4.935
ARRIVA KAM-BUS d.o.o.	1,8%	4.774
ostali	41,0%	109.537
<b>CELOTNA DEJAVNOST</b>	<b>100,0%</b>	<b>267.011</b>

Vir: Bonitete.si., lastni izračuni

Graf 13: Tržni deleži največjih podjetij v dejavnosti cestnega potniškega prometa



Vir: Bonitete.si., lastne analize

Največje posamično podjetje je LPP d.o.o., ki deluje na področju Ljubljane z okolico in ima 51,1 mio EUR prometa in 19,2% tržni delež. Vendar pa so med največjimi podjetji kar štiri podjetja Skupine Arriva, ki ima tako skupaj 58,9 mio EUR letnega prometa in 22,0% tržni delež na področju Slovenije. V tej skupini so Alpetour PA d.o.o., Arriva Štajerska d.d., Arriva Dolenjska in Primorska d.o.o. in Arriva KAM-BUS d.o.o. (op. v analizi nismo upoštevali podjetij Skupine Arriva, ki se ne ukvarjajo izključno s cestnimi potniškimi prevozi).

Podjetje Arriva Štajerska je na državnem nivoju četrto največje podjetje v dejavnosti in s 16,2 mio EUR prihodkov dosega 6,1% tržni delež.

Tabela 18: Tržni deleži Skupine Arriva (prevozi) v dejavnosti cestnega potniškega prometa

Podjetje	tržni delež	Prihodki v tisoč EUR
ARRIVA SKUPINA (prevozi)	22,0%	58.852
ostali	78,0%	208.159
<b>CELOTNA DEJAVNOST</b>	<b>100,0%</b>	<b>267.011</b>

Vir: Bonitete.si., lastni izračuni

#### 4.5 KONKURENČNI POLOŽAJ PODJETJA V DEJAVNOSTI

Arriva je eden največjih ponudnikov storitev na področju potniškega prometa v Evropi. Z njihovimi avtobusi, vlaki in tramvaji vsako leto prepeljejo 2,2 milijarde potnikov.

Njihove izkušnje izhajajo iz opravljanja prevozov tako v mestnih naseljih, kakor tudi v manj naseljenih področjih ter v različnih deželah in kulturah. Prav tako prilagajajo storitve različnim prevoznim potrebam. Njihova moč je tudi v sposobnosti medsebojnih izmenjav izkušenj in strokovnih znanj. Obsežne in mednarodne izkušnje so temelj njihove uspešnosti, ko se lotevajo novih nalog, novih destinacij in novih potnikov.

Na področju šolskih, občasnih in delavskih prevozov je konkurenca zelo močna in agresivna. Na trgu je prisotnih kar nekaj malih prevoznikov z do 25 avtobusi, ki poslujejo z drugačnim poslovnim modelom in prav tako konkurirajo podjetju – Tajhman turizem d.o.o., Karl Pajnikher s.p., Marprom d.o.o., Temna Luna 9 d.o.o., AP Novak d.o.o., Vectorius d.o.o.

V nadaljevanju podajamo primerjalno finančno analizo z izbranimi večjimi podjetji, ki delujejo na področju cestnega potniškega prevoza na področju Slovenije. Kot je razvidno iz predhodnega odstavka, vsi izbrani sicer niso neposredni konkurenti Arriva Štajerska. Kljub temu smo jih izbrali za komparativno finančno analizo, saj delujejo v enakem makro in poslovnem okolju, so primerljive velikosti in so posledično izpostavljeni podobnim tveganjem in poslovnim izzivom kot ocenjevano podjetje. Prav tako smo iz analize izvzeli podjetja, ki spadajo v skupino ARRIVA.

Vsa analizirana primerljiva podjetja delujejo v dejavnosti:

- H 49.391 Medkrajevni in drugi cestni potniški promet ali
- H 49.310 Mestni in primestni kopenski potniški promet

Izbrali smo naslednja podjetja:

- ARRIVA Štajerska d.d., Maribor; v letu 2018 so znašali poslovni prihodki 16,18 mio EUR. Povprečno število zaposlenih je znašalo 282.
- LPP d.o.o., Ljubljana; v letu 2018 so znašali poslovni prihodki 51,15 mio EUR. Povprečno število zaposlenih je znašalo 874,5.
- Nomago d.o.o., Ljubljana ; v letu 2018 so znašali poslovni prihodki 23,16 mio EUR. Povprečno število zaposlenih je znašalo 305.
- Javno podjetje Marprom d.o.o., Maribor; v letu 2018 so znašali poslovni prihodki 11,68 mio EUR. Povprečno število zaposlenih je znašalo 244.
- AP MS d.o.o., Murska Sobota; v letu 2018 so znašali poslovni prihodki 7,71 mio EUR. Povprečno število zaposlenih je znašalo 137.
- Integral Brebus Brežice d.o.o., Brežice; v letu 2018 so znašali poslovni prihodki 4,94 mio EUR. Povprečno število zaposlenih je znašalo 76.

Tabela 19: Primerjava računovodskih izkazov izbranih primerljivih podjetij in dejavnosti

Kategorije v 000 EUR	1	2	3	4	5	6			7	8	9
	ARRIVA Štajerska d.d.	LPP d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JP Marprom d.o.o.	AP MS d.o.o.	Integral Brebus Brežice d.o.o.	Povprečje primerljivih podjetij	Mediana primerljivih podjetij	Medkrajevni in drug cestni potniški promet	Mestni in primestni kopenski potniški promet	SKUPAJ H 49.391 in H 49.310
	Leto izkazov	2018	2018	2017	2017	2018	2018		2018	2018	2018
Šifra dejavnosti	H 49.391	H 49.310	H 49.391	H 49.310	H 49.391	H 49.391			H 49.391	H 49.310	
<b>Sredstva</b>	<b>17.752</b>	<b>43.473</b>	<b>27.696</b>	<b>5.288</b>	<b>10.389</b>	<b>5.939</b>	<b>18.557</b>	<b>10.389</b>	<b>258.359</b>	<b>58.347</b>	<b>316.706</b>
Neopr.osn.sredstva in dolgor. AČR	119	771	492	353	0	4	324	353	3.063	1.069	4.132
Opredmetena osnovna sredstva	10.757	35.720	14.395	2.566	7.906	4.448	13.007	7.906	135.593	44.527	180.120
Dolgoročne fin nal in nal nepremčnine	0	0	547	40	675	734	399	547	47.750	534	48.284
Kratkoročne finančne naložbe	2.392	0	1.774	40	23	0	367	23	16.631	242	16.873
Skupaj FIN NAL	2.392	0	2.321	80	698	734	767	698	64.381	776	65.157
Zaloge	233	550	198	77	163	113	220	163	2.201	825	3.026
Denarna sredstva	1.519	297	4.364	223	286	16	1.037	286	15.761	763	16.524
Kratkoročne poslovne terjatve	2.352	6.000	5.891	1.805	990	469	3.031	1.805	32.714	9.590	42.304
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	96	134	14	183	347	155	167	155	3.306	743	4.049
<b>Lastniški kapital</b>	<b>14.668</b>	<b>9.012</b>	<b>10.651</b>	<b>350</b>	<b>7.014</b>	<b>3.567</b>	<b>6.119</b>	<b>7.014</b>	<b>145.351</b>	<b>13.121</b>	<b>158.472</b>
Dolgoročne obveznosti	2.336	7.194	9.224	1.450	1.661	512	4.008	1.661	51.251	10.902	62.153
Kratkoročne obveznosti	2.051	13.460	5.343	2.959	1.436	1.350	4.910	2.959	50.981	19.845	70.826
Dolg. posl. obveznosti	2.336	3	4	0	0	0	1	0	3.743	69	3.812
DOL FIN OBV	0	7.191	9.220	1.450	1.661	512	4.007	1.661	47.508	10.833	58.341
Kratk.posl.obveznosti	1.911	5.664	2.752	2.712	802	384	2.463	2.712	26.121	10.272	36.393
KRAT FIN OBV	140	7.796	2.591	247	634	966	2.447	966	24.860	5.573	34.433
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	354	4.028	381	222	189	94	983	222	2.647	4.344	6.991
Finančni dolg (DPO+DFO+ KFO)	2.476	14.990	11.815	1.697	2.295	1.478	6.455	2.295	76.111	20.475	96.586
Celotni kapital	17.144	24.002	22.466	2.047	9.309	5.045	12.574	9.309	221.462	33.596	255.058
<b>Poslovni prihodki</b>	<b>16.189</b>	<b>51.148</b>	<b>23.158</b>	<b>11.676</b>	<b>7.705</b>	<b>4.935</b>	<b>19.724</b>	<b>11.676</b>	<b>192.195</b>	<b>74.816</b>	<b>267.011</b>
Čisti prihodki od prodaje	<b>8.616</b>	30.418	20.680	5.840	6.233	4.260	13.486	6.233	154.024	47.680	201.704
Poslovni odhodki	15.196	57.436	21.083	11.612	7.550	4.849	20.506	11.612	180.637	80.578	261.215
Stroški blaga, materiala in storitev	5.890	20.062	9.737	5.579	3.146	1.778	8.060	5.579	92.483	33.109	125.592
Stroški dela	7.114	26.647	8.523	5.582	3.347	2.194	9.259	5.582	61.830	34.847	96.677
Amortizacija in odpisi	2.122	4.278	2.722	409	1.046	863	1.864	1.046	23.733	6.076	29.809
Drugi poslovni odhodki	70	6.450	101	40	11	14	1.323	40	2.591	6.545	9.136
<b>EBIT - neprilagojeni</b>	<b>993</b>	<b>-6.288</b>	<b>2.075</b>	<b>64</b>	<b>155</b>	<b>86</b>	<b>-782</b>	<b>86</b>	<b>11.558</b>	<b>-5.762</b>	<b>5.796</b>
<b>EBITDA - neprilagojeni</b>	<b>3.115</b>	<b>-2.010</b>	<b>4.797</b>	<b>473</b>	<b>1.201</b>	<b>949</b>	<b>1.082</b>	<b>949</b>	<b>35.291</b>	<b>314</b>	<b>35.605</b>
<b>Finančni prihodki</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>100</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>338</b>	<b>15</b>	<b>353</b>
Finančni odhodki	49	357	296	63	44	28	158	63	1.863	602	2.465
Skupaj davki	104	0	168	-5	0	0	33	0	868	62	930
<b>Čisti poslovni izid - neprilagojeni</b>	<b>849</b>	<b>-6.744</b>	<b>1.711</b>	<b>11</b>	<b>223</b>	<b>78</b>	<b>-944</b>	<b>78</b>	<b>9.682</b>	<b>-6.451</b>	<b>3.231</b>
OBK bf	416	-3.008	2.970	-869	509	259	-28	259	9.453	-3.458	5.995
OBK bf / Poslovni prihodki	2,6%	-5,9%	12,8%	-7,4%	6,6%	5,2%	-0,1%	2,2%	4,9%	-4,6%	2,2%

Vir: Bonitete.si

Tabela 20: Primerjava kazalnikov poslovanja izbranih primerljivih podjetij in dejavnosti

Kazalniki poslovanja primerljivih podjetij	ARRIVA Štajerska d.d.	LPP d.o.o.	NOMAGO d.o.o.	JP Marprom d.o.o.	AP MS d.o.o.	Integral Brebuss Brežice d.o.o.	Povprečje primerljivih podjetij	Mediana primerljivih podjetij	Medkrajevni in drug cestni potniški promet	Mestni in primestni kopenski potniški promet	SKUPAJ H 49.391 in H 49.310
Koeficient obrestnega pokritja	20,27	-17,61	7,01	1,02	3,52	3,07	-0,60	3,07	6,20	-9,57	2,35
Stroški materiala, blaga in storitev v /PP	36%	39%	42%	48%	41%	36%	0,41	0,41	48%	44%	47%
Stroški dela/PP	44%	52%	37%	48%	43%	44%	0,45	0,44	32%	47%	36%
Amortizacija + odpisi/PP	13%	8%	12%	4%	14%	17%	0,11	0,12	12%	8%	11%
Amortizacija + odpisi/OOS	20%	12%	19%	16%	13%	19%	0,16	0,16	18%	14%	17%
Terjatve/poslovni prihodki	15%	12%	25%	15%	13%	10%	0,15	0,13	17%	13%	16%
Denar/ poslovni prihodki	9%	1%	19%	2%	4%	0%	0,05	0,02	8%	1%	6%
Kratk.obv./ poslovni prihodki	12%	11%	12%	23%	10%	8%	0,13	0,11	14%	14%	14%
Obkbf/poslovni prihodki	3%	-6%	13%	-7%	7%	5%	0,02	0,05	5%	-5%	2%
<b>Kazalniki investiranja</b>											
Delež neopredm.sredstev v sredstvih	0,7%	2%	2%	7%	0%	0%	2%	2%	1%	2%	1%
Delež OOS v sredstvih	61%	82%	52%	49%	76%	75%	67%	75%	52%	76%	57%
Delež FN v sredstvih	13%	0%	8%	2%	7%	12%	6%	7%	25%	1%	21%
Delež zalog v sredstvih	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Delež terjatev v sredstvih	13%	14%	21%	34%	10%	8%	17%	14%	13%	16%	13%
<b>Kazalniki financiranja</b>											
Delež lastniškega kapitala v virih	83%	21%	38%	7%	68%	60%	39%	38%	56%	22%	50%
Delež finančnega dolga v virih	14%	34%	43%	32%	22%	25%	31%	32%	29%	35%	30%
D/E	16,9%	166,3%	110,9%	484,9%	32,7%	41,4%	167,3%	110,9%	52,4%	156,0%	60,9%
<b>Kazalniki plačilne sposobnosti</b>											
Kratkoročni koeficient	2,0	0,5	2,0	0,7	1,0	0,4	0,9	0,7	1,0	0,6	0,9
Kratk.posl.terjatve/Kratk.posl.obv.	1,2	1,1	2,1	0,7	1,2	1,2	1,3	1,2	1,3	0,9	1,2
<b>Kazalniki donosnosti</b>											
<b>EBIT / PP</b>	<b>6,5%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>-7,2%</b>	<b>2,2%</b>
<b>EBITDA / PP</b>	<b>20,5%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>22,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>15,9%</b>	<b>19,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>15,9%</b>	<b>19,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>13,6%</b>
<b>Čisti dobiček / Celotni prihodki</b>	<b>5,2%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,6%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>5,0%</b>	<b>-8,6%</b>	<b>1,2%</b>
ROA	4,8%	-15,5%	6,2%	0,2%	2,1%	1,3%	-1,1%	1,3%	3,7%	-11,1%	1,0%
ROE	5,8%	-74,8%	16,1%	3,1%	3,2%	2,2%	-10,1%	3,1%	6,7%	-49,2%	2,0%
Povprečno število zaposlenih	282,0	874,5	305,0	244,0	137,0	76,0	327,3	244,0	2.353,0	1.244,5	3.597,5
ČPP/zap v €	30.553	34.783	67.803	23.934	45.496	56.053	41.204	25.545	65.459	38.313	56.068
Stroški dela / zap / mesec v €	2.102	2.539	2.329	1.906	2.036	2.406	2.357	1.906	2.190	2.333	2.239
<b>Učinkovitost</b>											
ČPP / sredstva	0,5	0,7	0,7	1,1	0,6	0,7	0,8	0,7	0,6	0,8	0,6

Vir: Bonitete.si



Iz razpoložljivih finančnih podatkov je razvidno sledeče (neprilagojeni podatki):

- Podjetje ARRIVA Štajerska d.d., Maribor razpolaga s 17.752 tisoč EUR sredstev ter je ustvarilo 8.616 tisoč EUR čistih prihodkov od prodaje. Z največ sredstvi razpolaga podjetje LPP d.o.o., Ljubljana s 43.473 tisoč EUR, sledi NOMAGO d.o.o., Ljubljana s 27.696 tisoč EUR. Sredstva so najnižja pri podjetju Integral Brebus Brežice d.o.o s 5.939 tisoč EUR in JP Marprom d.o.o, Maribor s 5.288 tisoč EUR. Najvišje čiste prihodke od prodaje je beležilo podjetje LPP d.o.o, Ljubljana s 30.418 tisoč EUR in NOMAGO d.o.o. s 20.680 tisoč EUR, najnižje pa Integral Brebus Brežice d.o.o. s 4.260 tisoč EUR.
- Največji delež lastniškega kapitala v virih izkazuje podjetje ARRIVA Štajerska d.d., Maribor s 83 %, sledi AP MS d.o.o. s 68 % ter Integral Brebus Brežice d.o.o. s 60 % in NOMAGO d.o.o. s 38 %. Podjetji LPP d.o.o., Ljubljana s 21% in JP Marprom d.o.o. s 7 % izkazujeta najnižji delež lastniškega kapitala v virih. Povprečje primerljivih podjetij znaša 39 %.
- Povprečni delež finančnega dolga v virih v dejavnosti znaša 31 %. Med analiziranimi podjetji ima največji delež finančnega dolga v virih NOMAGO d.o.o. s 43%, sledi LPP d.o.o., Ljubljana s 34% in JP Marprom d.o.o., Maribor s 32%. Najmanjši, 14% delež finančnega dolga v virih, izkazuje podjetje ARRIVA Štajerska d.d., Maribor.
- Delež opredmetenih osnovnih sredstev v vseh sredstvih znaša v dejavnosti v povprečju 67 %. Višji delež izkazuje LPP d.o.o., Ljubljana s 82 %, AP AS d.o.o. s 76% in Integral Brebus Brežice d.o.o. s 75 % OOS v vseh sredstvih. Najnižji delež izkazuje podjetje JP Marprom d.o.o., Maribor s 49 % deležem osnovnih sredstev v vseh sredstvih.
- Največje povprečno število zaposlenih izkazuje podjetje LPP d.o.o., Ljubljana, in sicer 874,5, sledi NOMAGO d.o.o., Ljubljana s 305 zaposlenimi in ARRIVA Štajerska d.d., Maribor s 282 zaposlenimi. Najnižje število zaposlenih sta izkazovali podjetji AP MS d.o.o. z 137 zaposlenimi in Integral Brebus Brežice d.o.o. z 76 zaposlenimi.
- Najvišji čisti prihodek od prodaje na zaposlenega med analiziranimi podjetji dosega NOMAGO d.o.o., Ljubljana s 67.803 EUR na zaposlenega. Sledi podjetje Integral Brebus Brežice d.o.o. s 56.053 EUR na zaposlenega in AP MS d.o.o. s 45.496 EUR. Najnižji čisti prihodek na zaposlenega je bil pri podjetju ARRIVA Štajerska d.d., Maribor s 30.553 EUR in pri JP Marprom d.o.o. s 23.934 EUR na zaposlenega.
- Najvišji EBIT v poslovnih prihodkih od prodaje je dosegalo podjetje NOMAGO d.o.o., Ljubljana s 9,8 %. Drugi najvišji EBIT je izkazovalo podjetje ARRIVA Štajerska d.d. s 6,5 %. Ostala podjetja so imela EBIT v poslovnih prihodkih bistveno nižji - AP MS d.o.o. je zabeležil 2,1% EBIT v poslovnih prihodkih, Integral Brebus Brežice d.o.o. pa 1,8%. V letu 2018 je najnižji delež EBIT-a v poslovnih prihodkih od prodaje izkazoval LPP d.o.o., Ljubljana, saj je bil negativen v višini -10,9 % EBIT- a v poslovnih prihodkih.  
  
Najvišji EBITDA v poslovnih prihodkih od prodaje je s 22,8 % dosegalo podjetje NOMAGO d.o.o., sledi podjetje ARRIVA Štajerska d.d. s 20,5 % in Integral Brebus Brežice d.o.o. s 19,6 %. AP MS d.o.o. je izkazoval 15,9 % EBITDA v poslovnih prihodkih. Najbolj odstopa podjetje LPP d.o.o., Ljubljana, ki je izkazoval najnižji EBITDA v poslovnih prihodkih od prodaje, negativen v višini - 3,5 %.
- Podjetja so izkazovala med 6,2 % in 0,2 % donosnost sredstev (ROA), z izjemo LPP d.o.o., Ljubljana, ki je izkazoval negativno donosnost sredstev v višini -15,5 %. Najvišji ROA je v 2018 izkazovalo podjetje NOMAGO d.o.o. s 6,2 %, nato ARRIVA Štajerska d.d. s 4,8 %, sledi AP MS d.o.o. s 2,1 %. JP Marprom d.o.o., Maribor in Integral Brebus

Brežice d.o.o. sta izkazovala 0,2% in 1,3% donosnost sredstev. Mediana primerljivih podjetij je znašala 1,3 %.

Povprečna čista donosnost kapitala (ROE) primerljivih podjetij je znašala med 16,1 % (NOMAGO d.o.o.) in 2,2 % (Integral Brebus Brežice d.o.o.). Ponovno kot pri ROA je tudi tu odstopalo podjetje LPP d.o.o., Ljubljana, kjer je ROE znašal -74,8%. Povprečje primerljivih podjetij je posledično nižje -10,1%, medtem ko je mediana primerljivih podjetij 3,1%. Podjetje ARRIVA Štajerska d.d. je izkazoval 5,8 % ROE.

- Kazalnik plačilne sposobnosti Kratkoročni koeficient je bil v 2018 najvišji pri ARRIVA Štajerska d.d. in NOMAGO d.o.o. z 2,0, ostala podjetja so imela kratkoročni koeficient pod 2. AP MS d.o.o. je izkazoval kazalnik pri 1,0, pri ostalih primerljivih podjetjih se je kazalnik nahajal med 0,9 in 0,4.

## 5 FINANČNA ANALIZA

Finančna analiza Podjetja je namenjena oblikovanju izhodišč za izračun tržne vrednosti lastniškega kapitala Podjetja.

S pomočjo analize razumemo tveganja, predvsem razloge za variabilnost preteklih denarnih tokov, pričakovani obseg variabilnosti denarnih tokov v prihodnosti in strukturo sredstev ter obveznosti Podjetja.

Finančna analiza za obdobje 2014 – 2018 je prikazana v tekočih cenah.

Računovodski izkazi, ki so predmet analize so pripravljene v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi. Izkazi so revidirani v vseh analiziranih letih.

V Prilogi 1 so podani:

- izkaz poslovnega izida za obdobje 2014-2018 (Tabela 2),
- bilanca stanja za obdobje 2014- 2018 (Tabela 3),
- finančni in operativni kazalniki (Tabela 6).

Da bi ugotovili normalizirane izkaze poslovnega izida Podjetja, ki izključujejo enkratne dogodke ter prevrednotovalne prihodke in odhodke, ki niso povezani z denarnimi tokovi in rednim poslovanjem družbe, smo izkaze poslovnega izida prilagodili za učinke teh poslovnih dogodkov. Opravili smo naslednje prilagoditve:

- izločili smo prevrednotovalne poslovne prihodke,
- izločili smo prihodke iz naslova rezervacij,
- izločili smo druge prevrednotovalne odhodke ter
- izločili smo odhodke iz naslova oblikovanje rezervacij.

### 5.1 ANALIZA IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA

V obdobju 2014 – 2018 je Podjetje dosegalo naslednje finančne rezultate:

Tabela 21: Ključne kategorije izkaza poslovnega izida za obdobje 2014 – 2018

Kategorija / v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	10.321.075	11.222.835	9.411.860	8.991.786	8.616.414
Prilagojeni poslovni prihodki (PPP)	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174
Poslovni odhodki	15.048.286	15.676.381	15.081.092	15.275.145	15.195.531
EBITDA	3.291.651	3.450.144	3.320.863	3.056.900	3.115.684
EBITDA - prilagojeni	3.375.353	3.522.816	3.270.694	3.006.910	3.045.710
EBIT	1.598.996	1.797.578	1.309.295	901.256	993.617
EBIT - prilagojeni	1.765.050	1.897.541	1.300.746	864.654	943.809
Poslovni izid iz financiranja	304.169	0	33.000	-3.276	-39.479
Poslovni izid iz rednega delovanja	1.903.165	1.959.971	1.342.295	897.980	954.138
Poslovni izid zunaj rednega delovanja	4.678	-2.683	-3.544	3.264	-1.158
Poslovni izid pred obdavčitvijo	1.907.843	1.957.288	1.338.751	901.244	952.980
Čisti poslovni izid	1.592.743	1.709.490	1.182.081	1.010.210	849.201
<b>v odstotkih v PPP</b>					
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	62%	64%	58%	56%	53%
Prilagojeni poslovni prihodki (PPP)	100%	100%	100%	100%	100%
Poslovni odhodki	90%	90%	92%	95%	94%
EBITDA	20%	20%	20%	19%	19%
EBITDA - prilagojeni	20%	20%	20%	19%	19%
EBIT	10%	10%	8%	6%	6%
EBIT - prilagojeni	11%	11%	8%	5%	6%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d., lastni izračuni

### Poslovni prihodki

Čisti prihodki od prodaje so skoraj v celoti realizirani na slovenskem tržišču (v preteklosti med 90 in 99%).

Od leta 2015 je zabeležen konstantni padec prodaje iz 11.223 tisoč EUR na 8.616 tisoč EUR leta 2018.

V celotnem analiziranem obdobju predstavljajo pomemben del poslovnih prihodkov, prihodki iz naslova subvencij za opravljanje javnega prevoza potnikov na podlagi koncesijskih pogodb. Delež prihodkov iz naslova prejetih subvencij je v letih 2014 in 2015 znašal med 36% in 38% poslovnih prihodkov, v zadnjih letih pa se je delež povečal na 46% v letu 2018.

Tabela 22: Poslovni prihodki v EUR

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	10.321.075	11.222.835	9.411.860	8.991.786	8.616.414
ČPP domači trg	9.367.047	9.882.931	9.034.212	8.648.763	8.244.545
ČPP tuji trg	954.028	1.339.904	377.648	343.023	371.869
Drugi poslovni prihodki - subvencije	6.319.071	6.217.842	6.906.258	7.097.625	7.502.760
Prevrednotovalni in drugi poslovni prihodki	7.136	33.282	72.269	86.990	69.974
POSLOVNI PRIHODKI	16.647.282	17.473.959	16.390.387	16.176.401	16.189.148

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

Tabela 23: Drugi poslovni prihodki v %

Poslovni prihodki v %	2014	2015	2016	2017	2018
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	62%	64%	57%	56%	53%
ČPP domači trg	56%	57%	55%	53%	51%
ČPP tuji trg	6%	8%	2%	2%	2%
Drugi poslovni prihodki - subvencije	38%	36%	42%	44%	46%
Prevrednotovalni in drugi poslovni prihodki	0%	0%	0%	1%	0%
POSLOVNI PRIHODKI	100%	100%	100%	100%	100%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

Med drugimi poslovnimi prihodki so izkazani prevrednotovalni poslovni prihodki (dobiček od prodaje OS), prevrednotovalni poslovni prihodki od terjatev ter prihodki od odprave rezervacij.

Glede na to, da drugi poslovni prihodki predstavljajo bodisi nedelarne kategorije, bodisi so enkratne narave, smo jih pri prilagoditvah izkaza poslovnega izida izločili in tako dobili prilagojene poslovne prihodke (PPP).

### Poslovni odhodki

#### Stroški blaga, materiala in storitev

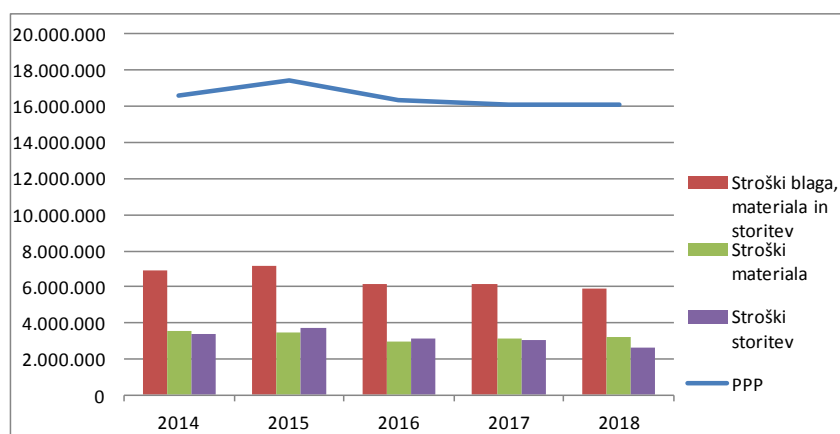
Iz strukture poslovnih odhodkov izhaja, da predstavljajo stroški blaga, materiala in storitev med 37% in 42% v prilagojenih poslovnih prihodkih (PPP). Ob tem je razvidno, da se delež navedenih kategorij od leta 2014 zmanjšuje iz 42% na 37% v letu 2018. V absolutnem znesku so v letih 2014 do 2018 so le-ti znašali med 7.174 tisoč EUR (2015) in 5.889 tisoč EUR (2018).

Tabela 24: Struktura stroškov blaga materiala in storitev v deležu PPP

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
PPP	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174
Stroški blaga, materiala in storitev	6.910.638	7.174.403	6.129.439	6.152.333	5.889.677
Stroški materiala	3.532.108	3.439.298	2.975.431	3.099.964	3.216.080
Stroški storitev	3.378.530	3.735.105	3.154.008	3.052.369	2.673.597
Delež v PPP	42%	41%	38%	38%	37%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

Graf 14: Stroški blaga, materiala in storitev



Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

Med stroški materiala predstavljajo največji delež stroški goriva za avtobuse (2.390 tisoč EUR v letu 2018). Preostali znesek se nanaša na porabljeno električne energijo, gorivo za servisna vozila in motorno olje. Med stroške materiala sodijo še stroški materiala za vzdrževanje avtobusov. Delež stroškov materiala v PPP se je gibal med 18,2% in 21,2%. V letu 2018 je delež znašal 19,9 %

Največji del stroškov storitev predstavljajo stroški transportnih storitev, storitve v zvezi z vzdrževanjem osnovnih sredstev, najemnine, stroški plačilnega prometa ter stroški intelektualnih storitev. V okviru drugih stroškov storitev izkazujejo stroške cestnih in upravnih taks, stroške registracij ter tehničnih pregledov avtobusov, cestnine, postajnine, provizije od prodanih vozovnic ter stroške svetovanja s strani skupine Arriva. Največji strošek drugih storitev v letu 2018 predstavljajo postajnine v znesku 411.502 EUR, stroški cestnin v skupnem znesku 138.619 EUR in stroški licenčnin v višini 108.609 EUR.

Delež stroškov storitev v PPP se od 2015, ko je znašal 21,4 % postopoma znižuje. V letu 2018 je tako delež znašal 16,5%.

Tabela 25: Stroški storitev v letu 2017 in 2016

Stroški storitev v EUR	2018	2017
Stroški transportnih storitev	409.004	362.461
Stroški storitev v zvezi z vzdrževanjem osnovnih sredstev	357.971	366.302
Najemnine	219.284	373.835
Povračila stroškov zaposlencem v zvezi z delom	57.536	61.960
Stroški plačilnega prometa in bančnih storitev ter zavarovalne premije	337.050	369.996
Stroški intelektualnih in osebnih storitev	197.453	349.968
Stroški revizijskih storitev	16.070	13.622
Stroški sejmov, reklame in reprezentance	16.241	14.163
Stroški storitev fizičnih oseb	41.178	35.198
Stroški drugih storitev	1.021.810	1.104.864
<b>SKUPAJ</b>	<b>2.673.597</b>	<b>3.052.369</b>

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

### Stroški dela

V stroških dela so zajete plače in nadomestila plač delavcem, prispevki na plače, premije dodatnega pokojninskega zavarovanja in drugi stroški dela.

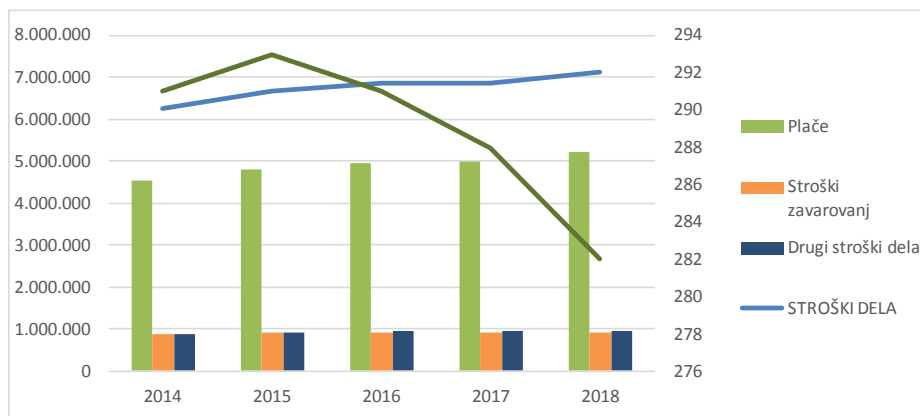
Stroški dela so sicer od 2014-2018 absolutno naraščali (iz 6.271 tisoč EUR na 7.114 tisoč EUR). Prav tako je naraščal njihov delež v PPP iz 38% v 2014 na 44% v 2018. V tem

obdobju je povprečni mesečni strošek dela na zaposlenega narasel iz 1.796 EUR na 2.102 EUR. Povprečno število zaposlenih se od leta 2015 postopoma znižuje, in sicer iz 293 zaposlenih na 282 zaposlenih.

Podrobna analiza gibanja plač je izvedena v poglavju 2.9. Kadrovska struktura.

V spodnjem grafu leva os predstavlja stroške dela, desna pa število zaposlenih.

Graf 15: Stroški dela



Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

Analiza stroškov dela je prikazana v tabeli:

Tabela 26: Stroški dela

	2014	2015	2016	2017	2018
Stroški dela	6.270.784	6.670.296	6.845.725	6.854.023	7.114.164
Delež stroškov dela v prilagojenih posl.prih (PPP)	38%	38%	42%	43%	44%
Delež plač v PPP	27%	28%	30%	31%	32%
Povprečno število zaposlenih	291	293	291	288	282
Povprečni strošek dela na zaposlenega v podjetju	1.796	1.897	1.960	1.983	2.102

Vir: ARRIVA Štajerska d.d., lastni izračuni

#### Amortizacija in prevrednotovalni odhodki

Stroški amortizacije so v obdobju 2014 do 2017 naraščali iz 1.610 tisoč EUR 2.142 tisoč EUR, kar je posledica investicij, ki so analiziranem obdobju za 27% presegle obračunano amortizacijo. V 2018 je strošek zanašal 2.101 tisoč EUR.

Delež amortizacije v prilagojenih poslovnih prihodkih (PPP) se je od leta 2014 do 2017 povečeval iz 9,7% na 13,3%, v 2018 se je znižal na 13%.

Delež amortizacije v neopredmetenih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih je znašal največ v letu 2016 in sicer 23,2%, v preostalih letih pa se je gibal med 17,3% in 20,7 %.

Prevrednotovalne poslovne odhodke predstavljajo popravki vrednosti, ki so znašali manj kot 1% v PPP.

Tabela 27: Amortizacija

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Amortizacija	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	2.101.901
Delež amortizacije v PPP	9,7%	9,3%	12,1%	13,3%	13,0%
Neopredmetena sredstva	78.217	57.568	148.942	111.132	119.196
Opredmetena osnovna sredstva	8.701.691	9.333.990	8.359.324	10.233.868	10.865.404
Delež amortizacije v NS+OOS	18,3%	17,3%	23,2%	20,7%	19,1%
Prevrednotovalni poslovni odhodki	82.352	27.291	41.620	13.388	20.166
Delež odpisov vrednosti v PPP	0,5%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d., lastni izračuni

### Investicijski izdatki

V letih 2014 do 2018 je Podjetje investiralo skupaj 12.591 tisoč EUR, kar je 133,2% obračunane amortizacije. V razmerju do prilagojenih poslovnih prihodkov PPP pomeni to 15,2%. Večina investicij je bila izvedena v avtobuse in sicer 12.123 tisoč EUR.

Podrobneje so investicijski izdatki v razmerju do amortizacije in PPP razvidni iz tabele. V nadaljevanju podajamo investicijske izdatke po posameznih letih.

Tabela 28: Gibanje investicij v razmerju do prilagojenih poslovnih prihodkov in amortizacije

Vrsta vlaganja	2014	2015	2016	2017	2018	SKUPAJ
Zemljišča	0	0		0	0	0
Zgradbe	120.980	51.727	0	0	114.267	286.974
Oprema	1.465.604	3.238.503	976.743	3.968.673	2.473.777	12.123.300
Druge vlaganja:	16.997	3.711	106.329	14.821	38.954	180.812
<b>Skupaj investicije</b>	<b>1.603.581</b>	<b>3.293.941</b>	<b>1.083.072</b>	<b>3.983.494</b>	<b>2.626.998</b>	<b>12.591.086</b>
Prilagojeni poslovni prihodki	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174	82.607.526
Amortizacija	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	2.101.901	9.449.683
Investicije / PPP v %	9,6%	18,9%	6,6%	24,8%	16,3%	15,2%
Investicije / amortizacija v %	99,6%	202,7%	55,0%	185,9%	125,0%	133,2%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d., lastni izračuni

Večino novih nabav v drugo opremo se v letu 2018 nanaša na nakup avtobusov v višini 2.265 tisoč EUR ter dveh osebnih vozil v znesku 45.625 EUR.

V drugo opremo so v letu 2017 investirali v nakup avtobusov v znesku 3.742 tisoč EUR, računalniško opremo v znesku 37 tisoč EUR, nakup osebnega vozila v znesku 21 tisoč EUR, elektronskih smernih tabel in radio naprav v znesku 71 tisoč EUR, ter ostalo oprema za vzdrževanje avtobusov in drobni inventar v znesku 98 tisoč EUR.

V letu 2016 so investirali v nakup avtobusov v znesku 751 tisoč EUR, računalniško opremo v znesku 100 tisoč EUR, nakup dveh osebnih vozil v znesku 17 tisoč EUR, elektronskih smernih tabel in radio naprav v znesku 31 tisoč EUR, ter ostalo oprema za vzdrževanje avtobusov, delavnico in drobni inventar v znesku 30 tisoč EUR.

V letu 2015 so investirali v obnovo stavb 52 tisoč EUR, v nakup avtobusov v znesku 3.112 tisoč, računalniško opremo v znesku 11 tisoč EUR, nakup dveh osebnih vozil v znesku 37 tisoč EUR, elektronskih smernih tabel v znesku 13 tisoč EUR, ter ostalo oprema za vzdrževanje avtobusov, delavnico in drobni inventar v znesku 60 tisoč EUR.

V letu 2014 so investirali v obnovo stavb 113 tisoč EUR, v nakup avtobusov v znesku 1.367 tisoč, računalniško opremo v znesku 93 tisoč EUR, nakup osebnih vozil v znesku 66 tisoč EUR, elektronskih smernih tabel v znesku 13 tisoč EUR, ter ostalo oprema in drobni inventar v znesku 32 tisoč EUR.

### Finančni izid

Finančni izid v preteklih letih ni imel bistvenega vpliva na celotni poslovni izid, z izjemo leta 2014, ko je znašal 304 tisoč EUR. V letih 2017 in 2018 je bil negativen, in sicer -3.276 EUR in -39.479 EUR. Podrobneje v tabeli.

Tabela 29: Finančni izid

	2014	2015	2016	2017	2018
FINANČNI PRIHODKI	381.454	222.522	66.911	15.353	9.749
Finančni prihodki iz deležev	0	0	0	0	0
Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev /danih po	0	0	0	0	0
Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev / poslov.	381.454	222.522	66.911	15.353	9.749
FINANČNI ODHODKI	77.285	60.129	33.911	18.629	49.228
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	18.486	32.480	4	14.478	46.886
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	38.092	27.649	33.907	4.151	2.342
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov fin.nal	20.707	0	0	0	0
IZID IZ FINANCIRANJA	304.169	0	33.000	-3.276	-39.479
Delež izida iz fin. v PPP	1,8%	0,0%	0,2%	0,0%	-0,2%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

#### Prilagojeni EBITDA in EBIT (dobiček iz poslovanja)

V okviru prilagoditev poslovnega izida smo upoštevali prilagoditve, kot so navedene v uvodnem poglavju. Prilagoditev je podana v Tabeli 2b v Prilogi 1, rezultati pa so naslednji:

Tabela 30: Prilagoditev računovodskih izkazov od 2014 do 2018

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Prilagojeni poslovni prihodki (PPP)	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174
Rast PPP v %		4,8%	-6,4%	-1,4%	0,2%
EBIT	1.598.996	1.797.578	1.309.295	901.256	993.617
EBIT kot % PPP	9,6%	10,3%	8,0%	5,6%	6,2%
EBITDA	3.291.651	3.450.144	3.320.863	3.056.900	3.115.684
EBITDA kot % PPP	19,8%	19,8%	20,4%	19,0%	19,3%
Prilagoditve					
- Prevrednotovalni in drugi poslovni prihodki	-7.136	-33.282	-72.269	-86.990	-69.974
- prevrednotovalni odhodki (odpisi vrednosti)	82.352	27.291	41.620	13.388	20.166
- stroški rezervacij	90.838	105.954	22.100	37.000	0
Skupaj prilagoditev na operativni ravni	166.054	99.963	-8.549	-36.602	-49.808
Prilagojeni EBIT	1.765.050	1.897.541	1.300.746	864.654	943.809
Prilagojeni EBIT kot % PPP	10,6%	10,9%	8,0%	5,4%	5,9%
Prilagojeni EBITDA	3.375.353	3.522.816	3.270.694	3.006.910	3.045.710
Prilagojeni EBITDA kot % PPP	20,3%	20,2%	20,0%	18,7%	18,9%

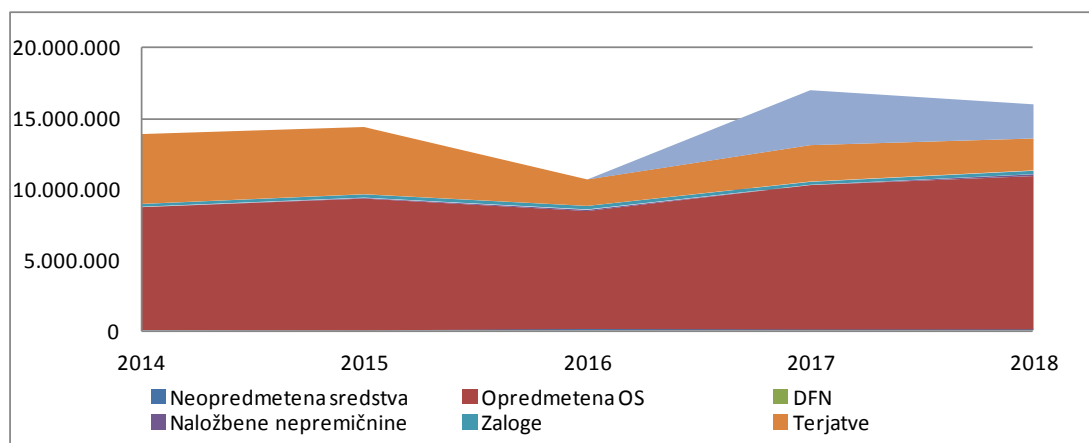
Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni

## 5.2 ANALIZA BILANCE STANJA

V zadnjem analiziranem obdobju predstavljajo dolgoročna sredstva 63% in kratkoročna sredstva 36% sredstev. Na strani obveznosti predstavljajo lastniški kapital 83%, dolgoročne obveznosti in rezervacije 4% in kratkoročne obveznosti in pasivne časovne razmejitve 13% virov.



Graf 16: Struktura sredstev



Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

### Dolgoročna sredstva

Iz slike izhaja, da je delež dolgoročnih sredstev v celotnem analiziranem obdobju dokaj stabilen in sicer se je gibal med 55% in 63%. Na datum vrednotenja so dolgoročna sredstva znašala 10.865 tisoč EUR oziroma 63% v celotnih sredstvih.

Tabela 31: Dolgoročna sredstva

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
NEOPREDMETENA SREDSTVA	78.217	57.568	148.942	111.132	119.196
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	8.701.691	9.333.990	8.359.324	10.233.868	10.865.404
NALOŽBENE NEPREMIČNINE	0	0	0	0	0
DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	38.000	0	0	0	0
DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE	2.351.284	0	0	0	0
ODLOŽENE TERJATVE ZA DAVEK	163.898	202.809	269.131	379.770	283.116
Skupaj dolgoročna sredstva	11.333.090	9.594.367	8.777.397	10.724.770	11.267.716
Delež dolgoročnih sredstev v sredstvih	62%	63%	55%	56%	63%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

### Neopredmetena sredstva

Podjetje je imelo v vseh analiziranih letih izkazana neopredmetena sredstva, vendar pa njihov delež v celotnih sredstvih nikoli ni presegal 1%.

### Opredmetena osnovna sredstva

Podjetje je izkazovalo opredmetena osnovna sredstva v višini med 8.359 tisoč EUR in 10.865 tisoč EUR v letu 2018, kar predstavlja 63% delež v celotnih sredstvih.

Med opredmetenimi osnovnimi sredstvi so v vseh letih najpomembnejša postavka druge naprave in oprema (na 31.12.2018 v vrednosti 8.463 tisoč EUR oz. 78% vseh OOS), kjer izkazujejo avtobuse, druga vozila in ostalo opremo. Prav tako so v vseh letih izkazana zemljišča in zgradbe (skupaj na datum vrednotenja 2.283 tisoč EUR oz. 21% vseh OOS).

Tabela 32: Opredmetena osnovna sredstva

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	8.701.691	9.333.990	8.359.324	10.233.868	10.865.404
Zemljišča	1.136.373	1.136.373	1.136.373	1.136.373	1.136.373
Zgradbe	1.855.250	1.692.562	1.473.648	1.256.733	1.146.906
Proizvajalne naprave in stroji	0	0	0	0	0
Druge naprave in oprema	5.710.068	6.462.706	5.663.911	7.840.762	8.462.562
Oprema, ki se pridobiva	0	42.349	85.392	0	119.563
Delež OOS v sredstvih v %	47%	61%	52%	53%	61%

v %	2014	2015	2016	2017	2018
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	100%	100%	100%	100%	100%
Zemljišča	13%	12%	14%	11%	10%
Zgradbe	21%	18%	18%	12%	11%
Proizvajalne naprave in stroji	0%	0%	0%	0%	0%
Druge naprave in oprema	66%	69%	68%	77%	78%
Oprema, ki se pridobiva	0%	0%	1%	0%	1%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

#### Dolgoročne finančne naložbe

Podjetje v analiziranem obdobju ni izkazovalo dolgoročnih finančnih naložb, z izjemo leta 2014. V tem letu so izkazane v znesku 38.000 EUR, kar je predstavljajo le 0,2% vseh sredstev.

#### Dolgoročne poslovne terjatve

Prav tako Podjetje v analiziranem obdobju ni izkazovalo dolgoročnih poslovnih terjatev, z izjemo leta 2014. V tem letu so izkazane v znesku 2.351.284 EUR, kar je predstavljajo 13% vseh sredstev. V tem letu so izkazovali dolgoročno terjatev do Mestne občine Maribor, ki izhaja iz sporazuma o plačilu po sodbi zaradi neplačanih subvencij za izvajanje mestnega prometa iz preteklih let.

Tabela 33: Dolgoročne poslovne terjatve

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Dolgoročne poslovne terjatve	2.351.284	0	0	0	0
Delež v sredstvih	13%	0%	0%	0%	0%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

#### Odložene terjatve za davek

Podjetje je v celotnem analiziranem obdobju izkazovalo odložene terjatve za davek, ki so se gibale med 164 tisoč EUR in 380 tisoč EUR (med 1% in 2% vseh sredstev). V letu 2018 so terjatve znašale 283 tisoč EUR.

Tabela 34: Odložene terjatve za davek

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Odložene terjatve za davek	163.898	202.809	269.131	379.770	283.116
Delež v sredstvih	1%	1%	2%	2%	2%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

#### Kratkoročna sredstva

Kratkoročna sredstva so na dan 31.12.2018 znašala 6.388 tisoč EUR oziroma 36% sredstev. Največji delež med kratkoročnimi sredstvi predstavljajo kratkoročne finančne naložbe (13%), kratkoročne poslovne terjatve (13%) ter denarna sredstva (9%), preostalo pa zaloge.

## Zaloge

Podjetje je v vseh letih izkazovalo zaloge goriva in rezervnih delov, ki so se gibale med 1% in 2% celotnih sredstev. V letu 2018 je bilo izkazanih zalog v višini 233.215 EUR.

Tabela 35: Zaloge

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
ZALOGE	195.781	226.722	242.744	207.123	233.215
Material	195.781	226.722	242.744	207.123	233.215
Nedokončana proizvodnja	0	0	0	0	0
Proizvodi in trgovsko blago	0	0	0	0	0
Predujmi za zaloge	0	0	0	0	0
Delež zalog v sredstvih v %	1%	1%	2%	1%	1%
Dodati dnevi vezave zalog	5	6	7	6	7

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

## Kratkoročne poslovne terjatve

Delež kratkoročnih poslovnih terjatev je v letih 2014 in 2015 znašal med 27% in 31% v celotnih sredstvih, od leta 2016 pa je njihov delež nihjal med 12% in 13%.

Podjetje izkazuje kratkoročne poslovne terjatve do kupcev in terjatve do drugih. Na datum ocenjevanja je knjigovodska vrednost terjatev do kupcev znašala 1.900 tisoč EUR oz. 11% sredstev, terjatve do družb v skupini v vrednosti 159 tisoč EUR ter terjatve do drugih 185 tisoč EUR oz. 3% sredstev (v tej skupini so terjatve do zavarovalnice, refundacije iz plač, vstopni DDV, akontacije DDPO).

Tabela 36: Kratkoročne poslovne terjatve

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Kratkoročne poslovne terjatve	4.916.997	4.730.186	1.866.011	2.561.459	2.244.023
Kratkoročne posl. ter. do družb v skupini	279.857	60.017	90.410	117.246	158.532
Kratkoročne terjatve do kupcev	4.451.802	4.285.590	1.644.329	1.814.532	1.900.249
Terjatve do drugih	185.338	384.579	131.272	629.681	185.242
Delež terjatev v sredstvih v %	27%	31%	12%	13%	13%

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Kratkoročne poslovne terjatve	4.916.997	4.730.186	1.866.011	2.561.459	2.244.023
Čisti prihodi od prodaje	10.321.075	11.222.835	9.411.860	8.991.786	8.616.414
Delež v ČPP	48%	42%	20%	28%	26%
Koeficient obračanja terjatev	2,1	2,4	5,0	3,5	15,4
Dnevi vezave krat. posl. terjatev	174	154	72	104	24

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni

Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih terjatev so v letih 2014 do 2016 padali iz 174 na 72. Medtem, ko so dnevi vezave v 2017 znašali 104 dni, pa so se le-ti na datum vrednotenja znižali na 24 dni.

Iz tabele je razvidno, da ima Podjetje 96,5% kratkoročnih poslovnih terjatev nezapadlih, večino ostalih pa zapadlih do 90 dni.

Tabela 37: Kratkoročne poslovne terjatve po zapadlosti

Terjatve po zapadlosti v 000 EUR	31. 12. 2017	v %	31. 12. 2018	v %
nezapadle terjatve	1.863	96,5%	1.984	96,5%
zapadle od 1 – 90 dni	53	2,7%	63	3,1%
zapadle od 91 – 180 dni	6	0,3%	9	0,4%
zapadle od 181 – 365 dni	9	0,5%	0	0,0%
zapadle več kot 365 dni	0	0,0%	0	0,0%
Skupaj	1.931	100,00%	2.056	100,00%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni

### Kratkoročne finančne naložbe

V obdobju 2014 do 2016 Podjetje ni izkazovalo kratkoročnih finančnih naložb. Zaradi presežnih denarnih sredstev so v letu 2017 dali posojilo krovni obvladujoči družbi Deutsche Bahn AG, po medbančni obrestni meri in pribitkom 0,50%. Stanje posojila na dan 31.12.2018 znaša 2.392 tisoč EUR, kar predstavlja 13,5% v sredstvih.

Tabela 38: Kratkoročne finančne naložbe

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	0	0	0	3.849.010	2.391.982
KFN, razen posojil	0	0	0	0	0
KFN - posojila	0	0	0	3.849.010	2.391.982
Delež KFN v sredstvih	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	13,5%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

### Denarna sredstva

Podjetje na dan 31.12.2018 izkazuje denarna sredstva v višini 1.519 tisoč EUR oz. 9% v celotnih sredstvih. Delež denarnih sredstev se je v analiziranem obdobju gibal med 4% v 2015 in 9% v 2017 in 2018, medtem ko je leta 2016 znašal kar 31% sredstev (oz 4.941 tisoč EUR).

Tabela 39: Denarna sredstva

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Denar	1.893.739	562.711	4.941.083	1.729.869	1.519.075
Delež v sredstvih	10%	4%	31%	9%	9%

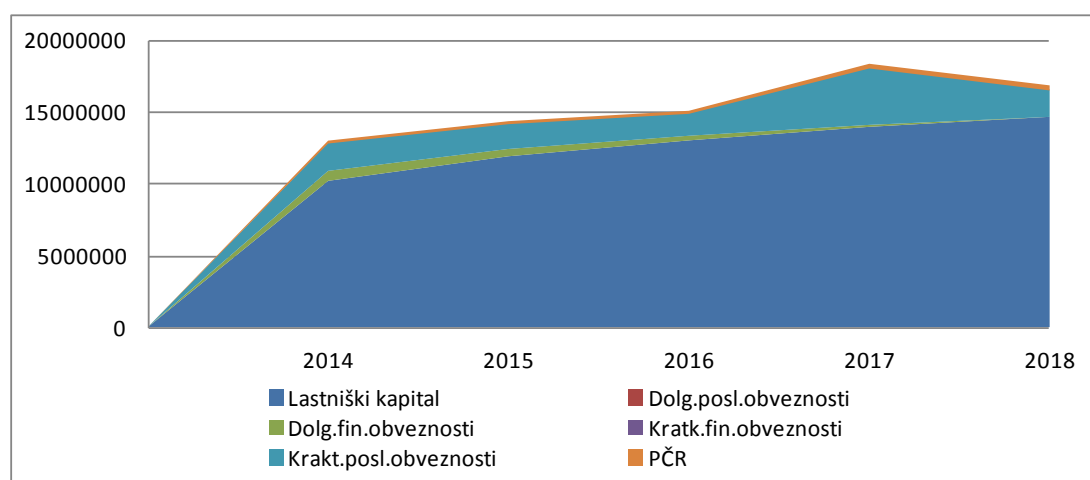
Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

### Kratkoročne aktivne časovne razmejitve

V okviru kratkoročnih aktivnih časovnih razmejitev izkazujejo kratkoročno odložene stroške za cestno takso, vnaprej plačana zavarovanja, vplačila za rezervni sklad ter kratkoročno nezaračunane prihodke iz naslova prevozov. Delež kratkoročnih aktivnih časovnih razmejitev v sredstvih se je gibal med 0% in 2%.

### Obveznosti do virov sredstev

Graf 17: Struktura virov sredstev



Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

### Lastniški kapital

Lastniški kapital je na dan 31.12.2018 znašal 83% vseh virov, in sicer 14.668 tisoč EUR. V preteklih letih se je delež lastniškega kapitala gibal med 55% in 82% v virih, kolikor znaša tudi na datum vrednotenja.

Tabela 40: Lastniški kapital

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
LASTNIŠKI KAPITAL	10.202.858	11.916.775	13.024.199	13.970.114	14.667.827
Vpoklicani kapital	2.051.765	2.051.765	2.051.765	2.051.765	2.051.765
Kapitalske rezerve	9.620	9.620	9.620	9.620	9.620
Rezerve iz dobička	205.176	205.176	205.177	205.177	205.177
Rezerve nastale zaradi vrednotenja po poštenu vrednosti	-91.055	-86.627	-145.805	-126.514	-194.415
Preneseni čisti poslovni izid	6.434.609	8.027.351	9.721.361	10.819.856	11.746.479
Čisti poslovni izid poslovnega leta	1.592.743	1.709.490	1.182.081	1.010.210	849.201
Delež LK v virih v %	55%	78%	82%	73%	83%
VIRI SREDSTEV	100%	100%	100%	100%	100%
LASTNIŠKI KAPITAL	55%	78%	82%	73%	83%
Vpoklicani kapital	11%	13%	13%	11%	12%
Kapitalske rezerve	0%	0%	0%	0%	0%
Rezerve iz dobička	1%	1%	1%	1%	1%
Rezerve nastale zaradi vrednotenja po poštenu vrednosti	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Preneseni čisti poslovni izid	35%	53%	61%	56%	66%
Čisti poslovni izid poslovnega leta	9%	11%	7%	5%	5%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

Vpoklicani kapital družbe znaša v vseh letih 2.051.765 EUR oz. med 11% in 13% vseh virov. Število delnic je 491.685, knjigovodska vrednost delnice v letu 2018 znaša 29,83 EUR.

Družba ima 9.620 EUR kapitalskih rezerv in 205.177 EUR zakonskih rezerv. Rezerve, nastale zaradi vrednotenja po poštenu vrednosti v znesku -194.415 EUR izvirajo iz aktuarskega primanjkljaja. Preneseni poslovni izid na 31.12.2018 znaša 11.746.479 EUR, čisti poslovni izid leta 2018 pa 849.201 EUR.

### Dolgoročne rezervacije

Dolgoročne rezervacije so se v letu 2014 do 2018 gibale med 563 tisoč EUR in 676 tisoč EUR, kar je predstavljalo med 3,1 in 4,0 % virov. Večina dolgoročnih rezervacij so rezervacije za odpravnine in jubilejne nagrade, manjši del pa tudi druge rezervacije za sodne spore.

Tabela 41: Dolgoročne rezervacije

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Dolgoročne rezervacije	563.993	615.371	613.369	602.559	676.457
Delež dolgoročnih rezervacij v virih	3,1%	4,0%	3,8%	3,1%	3,8%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

### Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti

Finančne obveznosti so na dan 31.12.2018 znašale 139,7 tisoč EUR, kar je v virih predstavljalo le 0,8%.

Leta 2014 so bile finančne obveznosti bistveno večje, saj so znašale 5.474 tisoč EUR oz. 29,7% virov. Od leta 2015 so nižje, in sicer so se postopoma zniževale iz 699 tisoč EUR na 139,7 tisoč EUR, kolikor znašajo na datum vrednotenja.

Podjetje ima najeto posojilo pri krovni obvladujoči družbi Deutschebahn AG z zapadlostjo sept. 2019 (glavnica 931.400 EUR, datum najema 10.9.2014, obrestna mera 0,96%, zapadlost 2.9.2019, stanje na datum vrednotenja 139,7 tisoč EUR).

*Tabela 42: Finančne obveznosti*

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Dolgoročne finančne obveznosti	698.550	512.270	325.990	139.710	0
Kratkoročne finančne obveznosti	4.775.571	186.281	186.281	186.281	139.710
Skupaj finančne obveznosti	5.474.121	698.551	512.271	325.991	139.710
Delež finančnih obv. v virih	29,7%	4,6%	3,2%	1,7%	0,8%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

#### Dolgoročne poslovne obveznosti

Dolgoročne poslovne obveznosti so v celotnem analiziranem obdobju izkazane v vrednosti 2.336 EUR, kar je zanemarljivo v celotni strukturi virov.

#### Kratkoročne poslovne obveznosti

Delež kratkoročnih poslovnih obveznosti se je v letih 2014 do 2018 gibal med 10,0% in 11,7% virov sredstev, z izjemo leta 2017, ko je ta delež znašal 20,8%. Konec leta 2017 so znašale obveznosti do dobaviteljev kar 2.972 tisoč EUR, vendar je od tega za nakup osnovnih sredstev 2.213 tisoč EUR (večina za nakup avtobusov), ki so bile v začetku leta 2018 poplačane. Brez teh obveznosti, bi kratkoročne poslovne obveznosti znašale 759 tisoč EUR, kar je skoraj enako stanje kot konec leta 2016.

Na dan 31.12.2018 so kratkoročne poslovne obveznosti znašale 1.911 tisoč EUR oz. 10,9% virov sredstev. Od tega so 1.102 tisoč EUR kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev, 169 tisoč EUR do dobaviteljev v skupini in 637 tisoč EUR druge poslovne obveznosti.

*Tabela 43: Kratkoročne poslovne obveznosti*

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.959.175	1.786.660	1.590.618	4.007.766	1.911.208
Obveznosti do dobaviteljev - v skupini	106.241	166.952	139.776	373.100	169.469
Obveznosti do dobaviteljev	1.084.565	906.490	758.909	2.972.612	1.102.097
Obveznosti za podjetje	20.080	18.034	0	6.163	2.220
Druge poslovne obveznosti	748.289	695.184	691.933	655.891	637.422
Delež kratk. posl. obv. v virih	10,6%	11,7%	10,0%	20,8%	10,8%
Delež dobaviteljev v KPO	61%	60%	56%	83%	67%

v EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.959.175	1.786.660	1.590.618	4.007.766	1.911.208
Stroški blaga, mat. in storitev	6.910.638	7.174.403	6.129.439	6.152.333	5.889.677
Delež v stroških blaga, mat. in storitev	28%	25%	26%	65%	32%
Koeficient obračanja kratk. posl. obv.	3,53	4,02	3,85	1,54	3,08
Dnevi vezave kratk. posl. obv.	103	91	95	238	118

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni

Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti so se od 2014 do 2018 gibali med 91 in 118 dnevi (2018), z izjemo leta 2017, ko so bili bistveno višji (238 dni).

Podjetje ima 85% kratkoročnih poslovnih obveznosti nezapadlih, preostalih 15% pa zapadlih do 90 dni.

Tabela 44: *Kratkoročne poslovne obveznosti po zapadlosti*

Obveznosti po zapadlosti v 000 EUR	31.12.2017	v %	31. 12. 2018	v %
nezapadle obveznosti	3.017	90,4%	1.075	84,6%
zapadle od 1 – 90 dni	322	9,6%	196	15,4%
zapadle od 91 – 180 dni	0	0,0%	0	0,0%
zapadle od 181 – 365 dni	0	0,0%	0	0,0%
zapadle več kot 365 dni	0	0,0%	0	0,0%
<b>Skupaj</b>	<b>3.339</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.271</b>	<b>100,00%</b>

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni

#### Kratkoročne pasivne časovne razmejitve

Podjetje je v preteklih letih izkazovalo kratkoročne pasivne časovne razmejitve med 1 in 4% v virih.

Med pasivnimi časovnimi razmejitvami izkazujejo vnaprej vračunane stroške za neizkoriščen dopust, stroške bonusov in druge vkalkulirane stroške. Med kratkoročno odložene prihodke spadajo prihodki iz naslova prodaje mesečnih kart.

#### Zabilančna evidenca

Podjetje je izkazovalo zabilančno evidenco med 1.236 tisoč EUR (2016) in 332 tisoč EUR (2018). Kot potencialne obveznosti so izkazane dane garancije za šolske prevoze (za dobro izvedbo del) in potencialno obveznost do Sklada za razvoj.

#### Analiza obratnega kapitala

Analiza obratnega kapitala pokaže, kakšen del finančnih sredstev potrebuje podjetje za financiranje svojega poslovanja. Izračun neto obratnega kapitala prikazuje neto znesek angažiranega kapitala v podjetju, ki se ne uporablja za investiranje v dolgoročna sredstva. Obratni kapital brez financiranja smo izračunali na naslednji način: zaloge + kratkoročne poslovne terjatve + aktivne časovne razmejitve – kratkoročne poslovne obveznosti – pasivne časovne razmejitve.

Izračun obratnega kapitala brez financiranja je podan v nadaljevanju:

Tabela 45: *Obratni kapital Podjetja*

Analiza obratnega kapitala	2014	2015	2016	2017	2018
ZALOGE	195.781	226.722	242.744	207.123	233.215
Kratkoročne poslovne terjatve	4.916.997	4.730.186	1.866.011	2.561.459	2.244.023
Aktivne časovne razmejitve	65.123	115.643	128.775	165.437	95.937
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.959.175	1.786.660	1.590.618	4.007.766	1.911.208
Pasivne časovne razmejitve	202.247	209.936	213.217	328.902	354.410
Operativni obratni kapital	3.016.479	3.075.955	433.695	-1.402.649	307.557
Prilagoditev poslovnih obveznosti				2.213.289	
Prilagojen OBK	3.016.479	3.075.955	433.695	810.640	307.557
Letna sprememba prilagojenega OBK		59.476	-2.642.260	376.945	-503.083
Prolagojeni poslovni prihodki - PPP	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174
Delež prilagojenega OBK v PPP	18,1%	17,6%	2,7%	5,0%	1,9%
Povprečni OBK v PPP 2014 do 2018					9,1%
Mediana OBK v PPP 2014 do 2018					5,0%
Ocenjeni potrebni obratni kapital kot % PPP					5,0%
Ocenjeni potrebni obratni kapital v EUR					805.959
Primanjkljaj OBK v EUR (glede na dejanski OBK)					-498.402

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni



Pri analizi postavk obratnega kapitala v preteklih letih, smo ugotovili, da kratkoročne poslovne obveznosti leta 207 bistveno odstopajo, zaradi 2.213 tisoč EUR obveznosti za nakup osnovnih sredstev (večinoma avtobusov). Glede na to, da ne gre za tekočo obveznost iz poslovanja, smo za navedeno obveznost prilagodili obratni kapital.

Prilagojeni obratni kapital brez denarja je v obdobju 2014 in 2015 znašal 18,1% oz. 17,6% v prilagojenih poslovnih prihodkih (PPP), v letih 2016 do 2018 pa se je gibal med 1,9% (2018) in 5,0% (2017). Za dolgoročno prognozo smo upoštevali mediano analiziranega obdobja 2014 do 2018, ki je znašala 5,0%.

Preverili smo še delež obratnega kapitala pri podjetjih, ki delujejo v Dejavnosti H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet (Slovenija). Na podlagi podatkov celotne panoge je obratni kapital v poslovnih prihodkih znašal 4,9 %, kar je potrdilo izbran parameter.

Upošteva se potreben obratni kapital 5,0% v prilagojenih poslovnih prihodkih (PPP), Podjetje na presečni datum vrednotenja izkazuje primanjkljaj obratnega kapitala v višini - 498.402 EUR.

V tabeli podajamo glavne kategorije obratnega kapitala v razmerju do prilagojenih poslovnih prihodkov.

Tabela 46: Kategorije obratnega kapitala v PPP

	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana	Povprečje
Zaloge / PPP	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Krat posl terjatev / PPP	30%	27%	11%	16%	14%	16%	20%
Krat posl obveznosti / PPP	12%	10%	10%	25%	12%	12%	14%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni

Iz primerjave vezave dni posameznih kratkoročnih sredstev in obveznosti ugotovljamo, da so se od 2014 do 2018 dnevi vezave zalog gibal med 5 in 7 dnevi (mediana in povprečje 6 dni). Dnevi vezave terjatev so bili povprečno 71 dni (mediana 58), gibal so se med 42 dnevi in 108 dnevi. Dnevi vezave kratkoročnih poslovnih obveznosti so se od 2014 do 2018 gibal med 91 in 118 dnevi, z izjemo leta 2017, ko so bili bistveno višji (238 dni).

Tabela 47: Dnevi vezave terjatev in obveznosti

	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana	Povprečje
Dnevi vezave zalog	5	6	7	6	7	6	6
Dnevi vezave terjatev	108	99	42	58	51	58	71
Dnevi vezave obveznosti	103	91	95	238	118	103	129

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni.

Kazalniki likvidnosti izkazujejo v analiziranem obdobju visoke vrednosti, kar nakazuje dobro likvidnostno stanje Podjetja. Tekoči in pospešeni koeficient sta od leta 2015 do 2018 gibal med 1,9 in 4,0; mediana tekočega koeficienta znaša 2,8, mediana pospešenega koeficienta pa 2,7.

Hitri koeficient (denarna sredstva in presežki denarnih sredstev v kratkoročnih obveznostih) se je v zadnjih treh analiziranih obdobjih gibal med 1,3 in 2,8. Mediana petih let je znašala 1,3.

Tabela 48: Kazalniki likvidnosti

	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana	Povprečje
Tekoči koeficient	1,0	2,8	4,0	2,0	3,1	2,8	2,6
Pospešeni koeficient	1,0	2,7	3,8	1,9	3,0	2,7	2,5
Hitri koeficient	0,3	0,3	2,8	1,3	1,9	1,3	1,3

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni.

### Analiza finančnega vzvoda

Podjetje se je v analiziranem obdobju financiralo z lastniškim kapitalom in s posojili.



Tabela 49: Analiza finančnega vzvodja in kazalnikov zadolženosti

Analiza finančnega vzvodja	2014	2015	2016	2017	2018
Dolgoročne finančne obveznosti	698.550	512.270	325.990	139.710	0
Letna sprememba		-186.280	-186.280	-186.280	-139.710
Kratkoročne finančne obveznosti	4.775.571	186.281	186.281	186.281	139.710
Letna sprememba		-4.589.290	0	0	-46.571
Dolgoročne poslovne obveznosti	2.336	2.336	2.336	2.336	2.336
Finančni dolg - skupaj	5.476.457	700.887	514.607	328.327	142.046
Delež finančnega dolga v virih	40%	16%	13%	23%	12%
Letna sprememba		-4.775.570	-186.280	-186.280	-186.281
Lastniški kapital	10.202.858	11.916.775	13.024.199	13.970.114	14.667.827
Letno povečanje		1.713.917	1.107.424	945.915	697.713
Celotni kapital	15.679.315	12.617.662	13.538.806	14.298.441	14.809.873
D/E v %	54%	6%	4%	2%	1%
Dolg v celotnem kapitalu v %	35%	6%	4%	2%	1%
Lastniški kapital v celotnem kapitalu v %	65%	94%	96%	98%	99%

Vir: ARRIVA Štajerska d.d. in lastni izračuni

Delež dolga v strukturi celotnega kapitala (lastniški kapital + dolg; knjigovodski podatki) je leta 2014 znašal 35%, v zadnjih štirih obdobjih se je znižal iz 6% na 1% leta 2018. Razmerje D/E je na datum vrednotenja znašalo 1% (1% dolga, 99% lastniškega kapitala).

Primerjava z zadolženostjo panoge »Transportation, Western Europe« (Damodaran on-line) pokaže, da je povprečna zadolženost celotne panoge na podlagi tržnih podatkov za 2015-2018 višja. Razmerje D/E je znašalo 71,1%, kar pomeni delež dolga 41,5% in lastniškega kapitala 58,5%.

D/E kazalnika Dejavnosti H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet (Slovenija), na podlagi razpoložljivosti knjigovodskih podatkov za leto 2018 znaša 52,4%, kar pomeni, da je dolga 34,4% in lastniškega kapitala 65,6%.

### 5.3 ANALIZA IZKAZA DENARNIH TOKOV

Izkaz denarnih tokov je podan v prilogah v Tabeli 4.

Tabela 50: Povzetek izkaza denarnih tokov

	2015	2016	2017	2018
Začetno stanje denarnih sredstev	1.893.739	562.711	4.941.083	1.729.869
Skupaj denarni tok iz poslovanja	5.653.864	5.835.909	5.002.198	1.261.062
Skupaj denarni tok iz investicijske dejavnosti	-2.265.127	-1.194.598	-7.952.027	-1.207.985
Skupaj denarni tok iz financiranja	-4.719.765	-262.939	-261.385	-263.871
Neto denarni tok	-1.331.028	4.378.372	-3.211.214	-210.794
Končno stanje denarnih sredstev	562.711	4.941.083	1.729.869	1.519.075

Vir: ARRIVA Štajerska d.d.

Podjetje je v letih 2015 do 2017 ustvarilo med 5.002 tisoč EUR (2017) in 5.835 tisoč EUR (2016) denarnega toka iz poslovanja. V 2018 znaša denarni tok iz poslovanja le 1.467 tisoč EUR, kar je predvsem posledica zmanjšanja kratkoročnih poslovnih obveznosti za 2.096 tisoč EUR (2018 glede na 2017). Večina teh obveznosti se nanaša na obveznosti za nakup avtobusov, ki so bile izkazane na dan 31.12.2017.

Denarni tokovi iz investicijske dejavnosti so bili v obdobju 2015 do 2018 negativni. Gibali so se med – 1.195 tisoč EUR (2016) in –7.952 tisoč EUR v 2017 (v tem letu so – 4.030 tisoč EUR znašali denarni tokovi za opredmetena osnovna sredstva, - 3.849 tisoč EUR pa za dano kratkoročno posojilo krovni obvladujoči, vsled plasiranja viškov denarnih sredstev). V 2018 je denarni tok negativen v višini -1.208 tisoč EUR, pri čemer je bilo -2.875 tisoč za opredmetena osnovna sredstva, medtem, ko je izkazan pozitiven denarni tok v znesku 1.457 tisoč EUR iz naslova zmanjšanja kratkoročnih finančnih naložb (posojila povezani osebi).

Denarni tokovi iz financiranja so bili leta 2014 negativni v višini -4.719 tisoč EUR. V letih 2016 do 2018 so se gibali med -261 tisoč EUR in -264 tisoč EUR.

## 6 PREDNOSTI, SLABOSTI, PRILOŽNOSTI IN NEVARNOSTI

Na osnovi analize notranjih dejavnikov, to je poslovanja in finančnega položaja, ter analize okolja smo ocenili prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti, ki vplivajo ali utegnejo vplivati na poslovanje Podjetja.

Prednosti in slabosti smo povezali z ugotovitvami v zvezi s poslovanjem in notranjim ustrojem, priložnosti in nevarnosti pa z okoljem, v katerem deluje Podjetja.

### 6.1 PREDNOSTI

Prednosti, ki izhajajo iz notranjega ustroja, so:

- ocenjevano Podjetje je del ene največjih svetovnih skupin za prevoz potnikov, s čimer ima ustrezno strokovno in kapitalsko zaledje,
- pridobljena koncesija za opravljanje gospodarske javne službe javni linijski prevoz potnikov v notranjem cestnem prometu,
- ustrezno izobražen vodstveni in strokovni kader,
- dolgoletna vpetost v okolje, kjer deluje in že zgrajeno omrežje ter infrastruktura,
- družba je vseskozi pozorna na dobičkovnost poslovanja (produktivnost voznikov, poraba goriva, kot tudi strošek vzdrževanja), posledično dobra dobičkovnost poslovanja,
- nizka zadolženost in visoka stopnja likvidnosti.

### 6.2 SLABOSTI

Med slabostmi, ki izhajajo iz Podjetja, izpostavljamo:

- podjetje trenutno še vedno sloni na starem poslovnem modelu kot del velike korporacije s solastništvom občine; posledično je v sprejemanje odločitev v določenih primerih dokaj rigidno,
- močna odvisnost od sistema subvencioniranja in izplačevanja kompensacij.

### 6.3 PRILOŽNOSTI

Podjetje deluje v dejavnosti, ki nudi naslednje priložnosti:

- poslovodstvo vidi temeljno priložnost v načrtnem delu z zaposlenimi, predvsem vlaganjem v razvoj ustreznih kompetenc ključnih kadrov; ustreznost politika upravljanja z človeškimi viri in enovitim upravljanje brez notranjih preprek v smeri enotnega cilja.

### 6.4 NEVARNOSTI

Potencialne nevarnosti so:

- nepodaljšanje koncesije za opravljanje gospodarske javne službe, ki poteče konec leta 2019, ali bolj neugodni pogoji subvencioniranja gospodarske javne službe.
- razvoj pogonskih motorjev in okoljskih standardov – EURO 6 narekujejo čedalje bolj ostre okoljske zahteve; prav tako težnje k zmanjševanju ogljičnega odtisa z vozili na električni oz. hibridni pogon, kar bi lahko povzročilo dodatne investicije;
- posebno tveganje predstavlja dejstvo, da so vozila in vozniki vsakodnevno v prometu, zato je ključna tehnična izpravnost vozil in ustreznost psihofizična priprava voznikov; morebitna tragična nesreča lahko ima dolgoročne posledice za poslovanje podjetja, saj potniki izgubijo zaupanje v prevoznika.

## 7 METODOLOGIJA OCENJEVANJA VREDNOSTI

Vrednost podjetja je v denarju izražena velikost kapitala (lastniškega ali celotnega), ki smo jo ocenili po izbrani metodi vrednotenja.

Prevladujoča kategorija za določitev vrednosti podjetja je v teoriji in praksi opredeljena kot ocenjena vrednost bodočih koristi za lastnike, diskontirana na sedanjo vrednost z uporabo primerne diskontne mere, ki odraža tveganje naložbe.

Ker napovedi o čistem denarnem toku in diskontni stopnji niso nikoli absolutno zanesljive, je za čim bolj realno ugotovitev vrednosti potrebno uporabiti različne načine in znotraj njih različne metode vrednotenja.

Načini vrednotenja podjetij so:

- na donosu zasnovan način,
- način tržnih primerjav,
- nabavnovrednostni oz. na sredstvih temelječi način.

Izbor načina vrednotenja je odvisen od več dejavnikov, med drugim od namena ocenjevanja vrednosti, podlage vrednosti, dejavnosti, ki jo podjetje opravlja, razvojne faze podjetja, velikosti podjetja, strukture premoženja in strukture lastništva glede na obvladovanje podjetja.

### 7.1 NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI

V okviru tega načina se običajno uporabljata dve metodi ocenjevanja:

- metoda diskontiranega denarnega toka in
- metoda uglavničenja (kapitalizacije) donosov.

Obe metodi temeljita na pričakovanih prihodnjih donosih, ki morajo biti zasnovani na predpostavkah, ki upoštevajo značilnosti podjetja, njegovo sestavo celotnega kapitala, preteklo poslovanje in prihodnja pričakovanja glede na možnosti podjetja in njegovega okolja.

Pri metodi diskontiranega denarnega toka je pričakovana rast vključena v napoved čistih denarnih tokov, pri metodi uglavničenja (kapitalizacije) donosov pa v faktor uglavničenja (kapitalizacije).

Pretvorba donosov v vrednost se zagotovi z uporabo faktorja uglavničenja ali diskontne mere.

Faktorji uglavničenja (kapitalizacije) oziroma diskontne mere morajo biti prilagojeni vrsti pričakovanih donosov, če gre za donos na celotni kapital ali za donos na lastniški kapital.

Metodi se lahko uporabljata tako za oceno obvladujočega kot manjšinskega deleža. Če ocenjujemo obvladujoči delež, mora donos odražati značilnosti obvladujočega lastnika, kar pomeni tudi možnost spremembe strukture kapitala. Če pa ocenjujemo manjšinski delež, mora donos odražati značilnosti obstoječega položaja podjetja.

Glede na definicijo denarnega toka ločimo dva pristopa: denarni tok celotnemu kapitalu in denarni tok lastniškemu kapitalu.

## 7.2 NABAVNOVREDNOSTNI OZ. NA SREDSTVIH TEMELJEČI NAČIN

Ta način temelji na načelu substitucije, po katerem kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot bi bil strošek nadomestitve s sredstvom z enako uporabnostjo. S to metodo prilagodimo vsa materialna in nematerialna sredstva in obveznosti, ne glede na to, ali jih bilanca stanja zajema ali ne, na tržno vrednost. Razlika med tako ocenjenimi sredstvi in obveznostmi predstavlja vrednost lastniškega kapitala podjetja.

Prilagoditev vrednosti lahko temelji na predpostavki:

- delujočega podjetja,
- redne likvidacije podjetja.

Ta način ocenjevanja je smiselno uporabiti:

- za tista delujoča podjetja, katerih vrednost je odvisna od vrednosti sredstev (finančni holdingi, nepremičninska podjetja),
- za podjetja, kjer je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja podjetja, pod pogojem, da ocenjujemo obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu,
- likvidacija je opcija za maksimiziranje vrednosti (prodaja premoženja se lahko odrazi v višji vrednosti kot je vrednost, ocenjena z metodo diskontiranega denarnega toka).

## 7.3 NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV

Način tržnih primerjav temelji na predpostavki, da kupoprodaje podobnih premoženj, kot je ocenjevano, podajajo empirične dokaze o vrednosti.

Izračun temelji na konceptu mnogokratnikov vrednotenja – kvocientov, ki primerjajo historične ali planirane finančne rezultate podjetij z njihovo tržno vrednostjo (borzna kotacija).

Ta način ocenjevanja je posebej primeren za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih okoljih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi ali ki so bila udeležena v kupoprodajah podjetij.

Metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi je v takšnih okoljih posebej primerna za oceno tržne vrednosti manjšinskih deležev, medtem ko je metoda primerljivih kupoprodaj podjetij primernejša za ocenjevanje vrednosti za naložbenika, ko ocenjujemo obvladujoči delež. Način pa ni primeren za ocenjevanje vrednosti podjetja, ki izkazuje negativni izid iz poslovanja in katerega poslovanje je resno ogroženo.

## 7.4 UPORABLJENI NAČINI IN METODE OCENJEVANJA VREDNOSTI

Pri ocenjevanju smo uporabili:

- na donosu zasnovan način in v okviru tega načina metodo diskontiranega denarnega toka ter
- na sredstvih zasnovani način in v okviru tega načina metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije.

Navedena pristopa in metodi vrednotenja smo izbrali na podlagi naslednjih dejstev:

- ocenjevali smo celotni lastniški kapital podjetja ARRIVA Štajerska d.d. z vidika večinskega obvladujočega lastnika,

- ocenjevali smo pošteno vrednost skladno z določili ZGD-1, ki določa, da je potrebno upoštevati premoženjsko in profitno stanje ocenjevanega podjetja,
- ocenjevano podjetje je delujoče podjetje, ki ustvarja pozitivne denarne tokove.

Tržni način vrednotenja ni primeren za vrednotenje poštene vrednosti na zakonski podlagi.

## 7.5 PRIBITKI IN ODBITKI

Pri oceni tržnih vrednosti predstavljajo pomembno kategorijo vrednotenja posebni pribitki oziroma odbitki, s katerimi korigiramo vrednost, dobljeno na osnovi uporabe prej navedenih načinov vrednotenja.

### Vrste pribitkov in odbitkov

Odbitke in pribitke razvrščamo v dve krovni skupini, in sicer:

- odbitke oz. pribitke, povezane s samim bistvom podjetja, ki je predmet ocenjevanja.  
Nanašajo se na podjetje kot celoto in ne izražajo značilnosti posameznih lastnikov. Veljajo za vse lastnike enako, ne glede na njihov delež in upravljalvske pristojnosti. Ti odbitki in pribitki veljajo za nekatera posebna dodatna tveganja, ki jih pripisujemo ocenjevanemu podjetju, kot so:
  - odbitek zaradi vpliva ključne osebe,
  - odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov,
  - odbitek zaradi grozečih sodnih sporov,
  - odbitek zaradi posebnih tržnih tveganj;
- odbitke oz. pribitke, povezane z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja. Te značilnosti se izražajo ali z vplivom lastnika na upravljanje podjetja ali z možnostjo lastnika, da unovči svoj lastniški delež v podjetju. S tega vidika ločimo dve skupini odbitkov oz. pribitkov:
  - pribitek za obvladovanje oz. odbitek za pomanjkanje obvladovanja in
  - odbitek za pomanjkanje tržljivosti oziroma likvidnosti.

Za navedene pribitke in odbitke je značilno, da zahteva njihova uporaba jasno in natančno opredeljeno osnovno vrednost, na katero se nato aplicirajo.

### Osnovna vrednost

Z uporabo posameznih metod ocenjevanja dobimo različne osnovne vrednosti.

Z uporabo na donosu zasnovanega načina dobimo vrednost bodisi za obvladujočega bodisi za manjšinskega lastnika ob predpostavki popolne tržljivosti, odvisno od tega, kdo obvladuje denarni tok.

Z uporabo na sredstvih zasnovanega načina pa dobimo vrednost obvladujočega deleža.

Do nedavnega je veljalo, da dobimo z uporabo tržnega načina z metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi vrednost za manjšinskega lastnika, z metodo primerljivih kupoprodaj podjetij pa vrednost za obvladujočega lastnika.

Zadnje čase pa se uveljavlja način razmišljanja, ki je identičen logiki, ki jo zasleduje metoda diskontiranega denarnega toka, in sicer v kolikor je denarni tok družbe napovedan za obvladujočega lastnika, so tudi temeljne finančne spremenljivke podjetja (npr. EBIT, EBITDA, čisti dobiček, prodaja) napovedane za obvladujočega lastnika. Navedeno pomeni,

da tudi z metodo primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, lahko dobimo vrednost za obvladujočega lastnika.

#### Osnovne vrednosti, ki jih odraža uporaba posamezne metode pri oceni vrednosti Podjetja

Glede na to, da odraža denarni tok značilnosti manjšinskega lastništva, smo kot osnovno vrednost z donosom zasnovanim načinom dobili vrednost za manjšinskega lastnika.

Pri ocenjevanju z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije smo kot osnovno vrednost dobili vrednost z vidika večinskega obvladujočega lastništva.

#### Pribitek za obvladovanje / odbitek za neobvladovanje

Raven obvladovanja v podjetju določa tudi raven tržljivosti oziroma vnovčljivosti lastniškega deleža, zato je pri ocenjevanju vrednosti podjetij vedno najprej potrebno analizirati vidik obvladovanja in s tem povezana pribitek oziroma odbitek, preden se lotimo analiziranja tržljivosti oziroma unovčljivosti.

Vrednost lastniškega deleža v kapitalu lastniško zaprtega podjetja je le redko enaka njegovemu proporcionalnemu delu celotnega lastniškega kapitala. Jasno je, da je manjšinski delež manj vreden od obvladujočega. Koliko manj je vreden, je odvisno od uveljavljanja upravljaljskih pravic posameznega družbenika.

Raziskave pribitkov za obvladovanje na ameriškem trgu kapitala dajejo za enkrat edine empirične podatke, ki predstavljajo merilo za opredelitev in kvantifikacijo pribitkov za obvladovanje oziroma odbitkov za neobvladovanje.

Obstajata dve kategoriji podatkov:

- pribitki, plačani pri prevzemih podjetij, v primerjavi s cenami delnic teh podjetij na aktivnem trgu pred objavo prevzema,
- odstotki odbitkov, ki jih beležijo transakcije manjšinskih deležev v primerjavi s čisto vrednostjo sredstev.

#### Opredelitev odbitka za neobvladovanje oziroma pribitka za obvladovanje

Osnovo za opredelitev odbitka za neobvladovanje oziroma pribitka za obvladovanje predstavljajo študije ameriškega trga kapitala, in sicer:

- pribitki, plačani za prevzem podjetij, v primerjavi s cenami delnic teh podjetij na delujočem trgu kapitala pred objavo prevzema.

V to kategorijo spada podatkovna baza FactSet Mergerstat/BVR Control Premium Study (<http://www.bvmarketdata.com>), ki na podlagi poizvedb pripravlja podlage za ugotavljanje pribitkov za obvladovanje, implicitno vgrajenih odbitkov za pomanjkanje obvladovanja ter izračunavanje mnogokratnikov. Podatkovna baza je plačljiva in temelji na ameriškem trgu.

- odstotki odbitkov pri transakcijah manjšinskih deležev v primerjavi s čisto vrednostjo (NVS) teh sredstev.

V to kategorijo pa spadajo podjetja, za katera vemo, da javno objavljajo tako podatek o neto vrednosti svojih sredstev, prav tako pa njihove delnice kotirajo na borzah. Navedeni podatki v določenih primerih služijo za določitev odbitkov za pomanjkanje obvladovanja.

Nanašajo se na:

- cene na borzo uvrščenih delnic vzajemnih skladov v primerjavi s čistimi vrednostmi njihovih sredstev, ki jih redno objavljajo finančne publikacije New York Times, Wall Street Journal, Morningstar in drugi, (angl. Closed-end mutual funds);
- cene delnic nepremičninskih investicijskih skladov (angl. Real Estate Investment Trusts – REITs) v primerjavi s čistimi vrednostmi njihovih sredstev, ki jih letno objavlja NAREIT (ang. National Association of Real Estate Investment Trust).

Te izhodiščne informacije uporabljamo tudi za ugotavljanje odbitka za pomanjkanje obvladovanja, ki ga v praksi praviloma izračunavamo z uporabo formule

$$1 - (1/(1 + \text{pribitek za obvladovanje})).$$

### Uporabljeni pribitek za obvladovanje

Glede na to, da smo denarni tok zasnovali za manjšinskega lastnika smo kot osnovno vrednost pri vrednotenju z metodo diskontiranih denarnih tokov, dobili vrednost za manjšinskega lastnika. Pri ocenjevanju z vidika večinskega obvladujočega lastništva smo zato uporabili 27,38% pribitek za obvladovanje.

Podrobnosti so razvidne iz tabele.

Faktor	Nizek	Zmeren			Visok
	0	1	2	3	4
Imenovanje uprave in določanje nadomestil članom uprav	0				
Določanje poslovne strategije podjetja	0				
Spremembe družbene pogodbe	0				
Vpliv na investicije in odprodaje premoženja	0				
Vpliv na ključne poslovne odločitve (prevzemi, likvidacije,	0				
Nakupi in prodaje lastnih delnic	0				
Dostop do finančni izkazov			2		
Določitev dividendne politike	0				
	0	0	2	0	0
Število točk skupaj		2			
nižji vpliv - višji odbitek; višji vpliv - nižji odbitek					
<b>SKLEP O ODBITKU ZA OBVLADOVANJE</b>					
	Odbitek za pomanjkanje obvladovanja	Število točk			
Popolno obvladovanje	0%	32			
Najvišja stopnja neobvladovanja	22,92%	0			
Število doseženih točk		2			
Odbitek za pomanjkanje obvladovanja	21,49%				
Pribitek za obvladovanje	27,38%				

Vir: Pratt, Reilly, Schweih, Valuing a business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (4th Edition, 2000)

Pri ocenjevanju z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije smo kot osnovno vrednost dobili vrednost z vidika večinskega obvladujočega lastništva, zato nismo uporabili pribitka za obvladovanje.

### Odbitek za pomanjkanje tržljivosti oz. likvidnosti

Odbitek za pomanjkanje tržljivosti je izenačevalec manjšinskega deleža v lastniško zaprtem podjetju z manjšinskim deležem v podjetjih, katerih delnice kotirajo na borzi. S tega vidika je lastniški delež v lastniško zaprtem podjetju bistveno manj zanimiv od delnic, ki kotirajo na borzi, in zato tudi manj vreden (Praznik, 2004, str. 107).

Merila za določanje odbitka za pomanjkanje tržljivosti pri manjšinskih deležih dobimo iz naslednjih raziskav: raziskave restriktivnih delnic (S), raziskave začetnih javnih ponudb (IPO) in razkritij sodne prakse na ameriškem ocenjevalskem trgu.

Iz navedenih raziskav restriktivnih delnic in začetnih javnih ponudb izhaja, da se raziskave IPO nagibajo k odbitku okoli 45%, raziskave restriktivnih delnic pa k odbitku okoli 35%. Glede na to, da so raziskave IPO novejše, in glede na določene slabosti raziskav



restriktivnih delnic, je splošno mnenje ocenjevalske stroke, da so raziskave IPO ustrežnejša osnova za določanje odbitka za pomanjkanje tržljivosti.

Raziskave ameriške sodne prakse pa tudi kažejo, da se odbitki za pomanjkanje likvidnosti (nanašajo se na primere, kjer gre za prodaje obvladujočih deležev podjetij), gibljejo v razponu med najmanj 8% do 35%, kar nakazuje na to, da so v splošnem odbitki za pomanjkanje tržljivosti za obvladujoče deleže odstotkovno nižji od odbitkov za manjšinske deleže.

Prav tako tudi nekateri drugi avtorji (Di Mattia v članku *The controlling interest – discount for lack of marketability: The Empirical Evidence*; 2008) navajajo, da obstajajo dokazi, da strokovnjaki uporabljajo odbitek za pomanjkanje likvidnosti tudi pri kontrolnih deležih in sicer povprečno med 4 in 9%.

#### **Uporaba odbitka za pomanjkanje likvidnosti**

Glede na to, da smo ocenjevali pošteno vrednost celotnega lastniškega kapitala v lastniško zaprtem podjetju, z vidika večinskega obvladujočega lastništva, nismo uporabili odbitka za pomanjkanje likvidnosti pri nobeni od uporabljenih metod ocenjevanja.

## 8 OCENA VREDNOSTI PO METODI DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

### 8.1 PRISTOP

Pri oceni vrednosti lastniškega kapitala po metodi diskontiranega denarnega toka smo izhajali iz čistega denarnega toka celotnemu kapitalu (donosi so namenjeni tako lastnikom kot posojilodajalcem), kjer vrednost lastniškega kapitala ocenimo posredno.

Čisti denarni tok je definiran kot:

$$\begin{aligned} & \text{Prilagojeni dobiček iz poslovanja po davkih} \\ & + \text{nedenarni stroški (amortizacija)} \\ & -/+ \text{sprememba obratnega kapitala} \\ & - \text{naložbe v osnovna sredstva} \\ & = \text{čisti denarni tok celotnemu kapitalu} \end{aligned}$$

Formula za izračun sedanje vrednosti čistih denarnih tokov v določenem časovnem obdobju je:

$$SVIK = \frac{\text{ČDT}_1}{(1+r)} + \frac{\text{ČDT}_2}{(1+r)^2} + \frac{\text{ČDT}_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{\text{ČDT}_n}{(1+r)^n}$$

SVIK - sedanja vrednost investiranega kapitala

ČDT<sub>i</sub> - čisti denarni tok za celotni kapital v letu n

r - diskontna mera, ki predstavlja povprečni tehtani strošek kapitala

n - število let napovedi

(Formula velja za diskontiranje na konec posameznega leta).

Pri tem je potrebno upoštevati bodisi medletno diskontiranje ali diskontiranje na konec posameznega leta.

Ker smo ocenjevali za manjšinskega lastnika smo pri oceni vrednosti Podjetja uporabili letno diskontiranje.

#### Ocena preostale vrednosti

Ker je večina naložb v lastniški kapital obravnavana, kot da traja v teoretično neskončnost, je sedanja vrednost pričakovanih donosov v obdobju, ki presega obdobje neposredne napovedi (nad pet let), določena z izračunom preostale vrednosti.

Pri izračunu preostale vrednosti smo uporabili Gordonov model rasti po naslednji enačbi:

$$RV = \frac{P\check{C}DT_n(1+g)}{(r-g)}$$

RV = preostala vrednost

PČDT<sub>n</sub> = normaliziran denarni tok na koncu obdobja napovedi

r = diskontna mera

g = povprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka

### Ocena vrednosti celotnega kapitala in ocena vrednosti lastniškega kapitala

Vsota diskontirane vrednosti letnih čistih denarnih tokov v projekciji in diskontirane preostale vrednosti predstavlja sedanjo vrednost investiranega kapitala.

Ko od te vsote odštejemo sedanjo vrednost kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja ter prištejemo poslovno nepotrebna sredstva na dan ocenjevanja vrednosti, dobimo ocenjeno vrednost lastniškega kapitala.

Pri tem pa upoštevamo tudi presežek ali primanjkljaj obratnega kapitala, ki povečuje ali zmanjšuje vrednost podjetja. Prištejemo še denarna sredstva.

## 8.2 IZHODIŠČA ZA OCENJEVANJE PO METODI DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

Projekcije čistih denarnih tokov, ki so osnova za izračun vrednosti, temeljijo na naslednjih izhodiščih:

- ocenjevali smo delujoče podjetje,
- upoštevane so razmere v Podjetju na datum vrednotenja in napovedane makroekonomske razmere v Sloveniji in v EU,
- upoštevane so razmere v dejavnosti, v katero je uvrščeno Podjetje,
- upoštevani so izsledki analize finančnega poslovanja,
- upoštevani so zaključki analize prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti pri poslovanju Podjetja,
- denarni tokovi, ki temeljijo na projekcijah, so napovedani za manjšinskega lastnika,
- pri ocenjevanju je upoštevana projekcija posloводства, prav tako je ocenjevalec izdelal prilagojeno projekcijo poslovanja,
- upoštevani so davčni položaji Podjetja,
- projekcije so v tekočih cenah in vključujejo inflacijo,
- določili smo diskontno mero, ki odraža tveganje vnovčitve bodočih denarnih tokov.

## 8.3 OCENA ČISTIH DENARNIH TOKOV V OBDOBJU OD 2019 DO 2023

Bodoči denarni tokovi, napovedani v okviru ocenjevanja po metodi diskontiranega denarnega toka, temeljijo na projekciji poslovanja, ki jo je pripravilo posloводство, prav tako pa tudi na projekciji ocenjevalca.

Ocena na podlagi čistih denarnih tokov je pripravljena na podlagi:

- projekcije izkaza poslovnega izida za obdobje od 2019 do 2023 (Tabela 7 v Prilogi 1);
- projekcije denarnih tokov (Tabela 8a in 8b v Prilogi 1),
- projekcije obratnega kapitala (Tabela 5 v Prilogi 1),
- projekcije investicij (Tabela 8a in 8b v Prilogi 1).

### Projekcija izkaza poslovnega izida – Projekcija posloводства

S strani posloводства smo prejeli plan poslovanja, ki je bil izdelan na predpostavki t.i. »ničelne stopnje rasti« (oz. ohranjanje poslovanja na obstoječem obsegu). Iz navedenega smo presodili, da je takšen plan poslovanja podlaga za denarni tok, ki odraža značilnosti manjšinskega lastnika, brez predvidenih večjih reorganizacij, investicije na nivoju enostavne reprodukcije, število zaposlenih na obstoječem nivoju, itd.

- **planirani prihodki iz prodaje – Projekcija posloводства**

Posloводство je predvidelo, da bodo čisti prihodki iz prodaje v letu 2019 in 2020 naraščali 0,6% oz. 0,1%, med leti 2021 in 2023 pa z stopnjo rasti 1,9%. Sicer so v preteklih letih čisti prihodki od prodaje 2015-2018 padali povprečno -4% letno.

Prihodki iz naslova subvencij so planirani v višini me 91,4% in 96,7% v ČPP; v preteklih letih so povprečno znašali 71,2%, vendar pa je njihov delež v ČPP od leta 2015 konstantno naraščal iz 55% na 87% v letu 2018.

Za prilagojene poslovne prihodke (PPP) je tako skupaj predvidena v letih 2019-2020 rast 3,7% oz. 2,2%, kasneje pa 1,0% letno.

*Tabela 51: Planirani čisti prihodki od prodaje od 2019 do 2023 – projekcija posloводства*

Projekcija izkaza poslovnega izida	2019	2020	2021	2022	2023
Čisti prihodki od prodaje - domači trg	8.376.540	8.388.049	8.544.746	8.705.926	8.871.717
Čisti prihodki od prodaje - tuji trg	295.596	296.000	304.880	314.026	323.447
Čisti prihodki od prodaje (ČPP)	8.672.136	8.684.049	8.849.626	9.019.952	9.195.165
Rast v %	0,6%	0,1%	1,9%	1,9%	1,9%
Drugi poslovni prihodki - subvencije	8.043.784	8.400.477	8.400.565	8.400.655	8.400.747
Prevrednotovalni in drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0
Delež drugih prihodkov v ČPP	92,8%	96,7%	94,9%	93,1%	91,4%
Rast v %	7,2%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Prilagojeni poslovni prihodki (PPP)	16.715.919	17.084.526	17.250.191	17.420.607	17.595.911
	3,7%	2,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Čisti prihodki od prodaje na zaposlenega	30.752	30.795	31.382	31.986	32.607

Vir: Projekcija posloводства

- **struktura stroškov v projekciji**

Pri stroških materiala je predvideno zmanjševanje njihovega deleža v PPP (torej skupaj ČPP in stroški subvencij) iz 20,0% v 2019 do 18,5% v letu 2023 (povprečje 2014 do 2018 je znašalo 19,7%).

Pri stroških storitev so predvideli nadaljnje zmanjšanje drugih stroškov storitev, ki poteka že zadnjih nekaj let, kakor tudi zmanjšanje intelektualnih storitev skladno s sklenjenimi pogodbami. Vsled tega stroški storitev v obdobju 2019-2023 ostajajo na nekoliko nižjem nivoju oz. se gibljejo med 15,1% in 15,5% (povprečje 2014 do 2018 je znašalo 19,3%, v zadnjem letu 16,6%).

Delež stroškov dela v PPP se v prognozi giblje med 46,7% in 47,6%. Predvideno je ohranjanje števila zaposlenih na obstoječih 282. V letu 2019 so predvideli 9,8% rast plač, v obdobju 2020-2023 pa 1,8% letno.

V letih 2014-2018 je bil povprečni strošek dela sicer nekoliko nižji (40,9%), vendar pa so v preteklih letih konstantni pritisk zaposlenih na dvig plač. Posledično se je strošek dela v PPP pa se je od leta 2014 do 2018 postopoma dvigoval iz 37,3% na 44,1%.

Delež amortizacije v PPP se v prognozi giblje med 13,1% in 14,5%.

Drugi odhodki iz poslovanja so planirani v višini 0,5% od PPP.

V nadaljevanju podajamo strukturo stroškov v prognozi posloводства in dosežene strukture stroškov v preteklih letih.

Tabela 52: Struktura stroškov od 2019 do 2023 – projekcija posloводства

Struktura stroškov v PPP	2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano
NVPB in stroški materiala	20,0%	19,4%	18,8%	18,6%	18,5%	18,5%
Stroški storitev	15,3%	15,1%	15,2%	15,4%	15,5%	15,5%
Stroški dela	46,7%	46,5%	46,9%	47,3%	47,6%	47,6%
Amortizacija	13,1%	13,8%	14,5%	13,4%	13,2%	13,2%
Drugi odhodki od poslovanja	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Delež poslovnih odhodkov v PPP	95,6%	95,3%	95,9%	95,1%	95,4%	95,4%

Vir: Projekcija posloводства

Projekcijo smo preverili s strukturo stroškov v obdobju analize:

Tabela 53: Struktura stroškov od 2014 do 2018

Struktura stroškov v PPP	2014	2015	2016	2017	2018	Povp 14-18
NVPB in stroški materiala	21,2%	19,7%	18,2%	19,3%	20,0%	19,7%
Stroški storitev	20,3%	21,4%	19,3%	19,0%	16,6%	19,3%
Stroški dela	37,7%	38,2%	42,0%	42,6%	44,1%	40,9%
Amortizacija	9,7%	9,3%	12,1%	13,3%	13,0%	11,5%
Drugi odhodki od poslovanja	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%
Delež poslovnih odhodkov v PPP	89,4%	89,1%	92,0%	94,6%	94,1%	91,9%

Vir: Projekcija ocenjevalca

Pričakovana EBITDA marža v PPP, ki izhaja iz projekcije posloводства, se bo v letih 2019-2023 gibala med 17,5% in 18,6% v PPP. EBIT marža v PPP se bo v projekciji gibala med 4,1% 4,9%.

Tabela 54: Planirane marže od 2019 do 2023 - projekcija posloводства

	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA Marža v PPP	17,5%	18,6%	18,6%	18,3%	17,9%
EBIT Marža v PPP	4,4%	4,7%	4,1%	4,9%	4,6%
Marža ČD iz poslovanja (EBIT - davek) / PPP	3,9%	4,2%	3,6%	4,3%	4,1%

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 55: Dosežene marže od 2014 do 2018

	2014	2015	2016	2017	2018	Povp 14-18
EBITDA Marža v PPP	20,3%	20,2%	20,0%	18,7%	18,9%	19,6%
EBIT Marža v PPP	10,6%	10,9%	8,0%	5,4%	5,9%	8,1%
Marža ČD iz poslovanja (EBIT - davek) / PPP	8,7%	9,5%	7,0%	6,1%	5,2%	7,3%

Vir: Lastni izračuni.

- planirani prihodki iz prodaje – Projekcija ocenjevalca**

Pri oceni čistih prihodkov od prodaje in prihodkov od subvencij smo v obdobju 2019-2023 predvideli dvig v skladu z napovedano stopnjo inflacije, izhajali pa smo iz dosežene realizacije 2018. Delež prihodkov od subvencij v ČPP je ohranjen na doseženem nivoju v letu 2018, torej 87,1%.

Prognoza prihodkov v projekciji ocenjevalca je razvidna iz tabele.

Tabela 56: Planirani čisti prihodki od prodaje od 2019 do 2023 – projekcija ocenjevalca

Projekcija izkaza poslovnega izida	2019	2020	2021	2022	2023
Čisti prihodki od prodaje - domači trg	8.417.680	8.611.287	8.809.347	9.011.962	9.219.237
Čisti prihodki od prodaje - tuji trg	379.678	388.411	397.344	406.483	415.832
Čisti prihodki od prodaje (ČPP)	8.797.359	8.999.698	9.206.691	9.418.445	9.635.069
Rast v %	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Drugi poslovni prihodki - subvencije	7.660.318	7.836.505	8.016.745	8.201.130	8.389.756
Prevrednotovalni in drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0
Delež drugih prihodkov v ČPP	87,1%	87,1%	87,1%	87,1%	87,1%
Rast v %	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Prilagojeni poslovni prihodki (PPP)	16.457.677	16.836.203	17.223.436	17.619.575	18.024.825
Rast v %	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Čisti prihodki od prodaje na zaposlenega	31.196	31.914	32.648	33.399	34.167

Vir: Projekcija ocenjevalca

- struktura stroškov v projekciji

Stroški materiala so planirani skladno s povprečnim deležem v PPP v obdobju 2014-2018, kar je 19,7% (večinoma gre za materiale za vzdrževanje in gorivo za avtobuse);

Stroške storitev smo predvideli na nivoju, kot je realizirano v 2016, kar pomeni 16,6% v PPP (določene kategorije stroškov so se v preteklih letih konstantno zmanjševale, zato je nesmiselno povečevanje na povprečni delež 2014-2017);

Pri stroških dela smo predvideli število zaposlenih na obstoječem nivoju ter rast plač skladno z inflacijo, posledično ostajajo stroški dela v PPP na nivoju 44,1%.

Pri ostalih kategorijah stroškov, smo povzeli napoved posloводства.

V tabeli podajamo strukturo stroškov v prognozi ocenjevalca.

Tabela 57: Struktura stroškov od 2019 do 2023 – projekcija ocenjevalca

Struktura stroškov v PPP	2019	2020	2021	2022	2023
NVPB in stroški materiala	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%
Stroški storitev	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Stroški dela	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%
Amortizacija	13,3%	14,0%	14,5%	13,3%	12,9%
Drugi odhodki od poslovanja	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Delež poslovnih odhodkov v PPP	94,3%	95,0%	95,4%	94,2%	93,8%

Vir: Projekcija ocenjevalca

Pričakovana EBITDA marža v PPP, ki izhaja iz projekcije ocenjevalca, je v prognozi stabilizirana pri 19,1% (v preteklosti se je gibala med 18,7% in 20,3%, povprečno 19,7%). Prav tako je tudi EBIT marža na nivoju med 4,6% in 6,2%.

Povprečje EBITDA marže v dejavnosti H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet v letu 2018 je znašalo 19,5%, EBIT marže pa 6,4%.

Tabela 58: Planirane marže od 2019 do 2023 - projekcija ocenjevalca

	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA Marža v PPP	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
EBIT Marža v PPP	5,7%	5,0%	4,6%	5,8%	6,2%
Marža ČD iz poslovanja (EBIT - davek) / PPP	5,1%	4,4%	4,1%	5,2%	5,4%

Vir: Lastni izračuni.

### Napoved obratnega kapitala

Pri napovedovanju obratnega kapitala smo izhajali iz višine obratnega kapitala brez financiranja v prilagojenih poslovnih prihodkih (PPP).

Prilagojeni obratni kapital brez denarja je v obdobju 2014 in 2015 znašal 18,1% oz. 17,6% v prilagojenih poslovnih prihodkih (PPP), v letih 2016 do 2018 pa se je gibal med 1,9% (2018) in 5,0% (2017). Za dolgoročno prognozo smo upoštevali mediano analiziranega obdobja 2014 do 2018, ki je znašala 5,0%.

Preverili smo še delež obratnega kapitala pri podjetjih, ki delujejo v Dejavnosti H 49.391 Medkrajevni in drug cestni potniški promet (Slovenija). Na podlagi podatkov celotne panoge je obratni kapital v poslovnih prihodkih znašal 4,9 %, kar je potrdilo izbran parameter.

Upošteva se potreben obratni kapital 5,0% v prilagojenih poslovnih prihodkih (PPP), Podjetje na presečni datum vrednotenja izkazuje primanjkljaj obratnega kapitala v višini - 498.402 EUR.

### Napoved investicij

V Scenariju 1 smo upoštevali investicije, kot jih je predvidelo posloводство. V obdobju 2019-2023 so skupaj znašale 11,1 mio EUR, kar je pomenilo 94,5% obračunane amortizacije v projekciji.

V Scenariju 2 je predvideno, da bo Podjetje v obdobju 2019-2023 investiralo celotno obračunano amortizacijo.

#### Napoved denarnega toka celotnemu kapitalu

Ob upoštevanju zgoraj navedenih predpostavk smo izdelali napoved čistega denarnega toka celotnemu kapitalu, ki je v okviru ocene vrednosti po metodi diskontiranega denarnega toka podana v Tabelah 8a in 8b v Prilogi 1.

### 8.4 PREOSTALA VREDNOST PO LETU 2023

Ocena preostale vrednosti temelji na predpostavki poslovanja podjetja v neskončnost (uporaba Gordonovega modela), in sicer:

- denarni tok, ki je podlaga za izračun preostale vrednosti, je ocenjen na osnovi normaliziranega denarnega toka po letu 2023,
- predvideli smo, da se na dolgi rok v obeh scenarijih celotna amortizacija reinvestira,
- dolgoročna stopnja rasti je ocenjena v višini 2,3%.

### 8.5 OPREDELITEV DISKONTNE MERE

Izračun diskontne mere oziroma stroška kapitala (tehtani strošek kapitala – WACC) je podan v Tabeli 9 Priloge 1.

Ker smo v okviru vrednotenja uporabili denarni tok celotnemu kapitalu, smo temu primerno izbrali kot diskontno mero tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), ki se izračuna kot tehtano povprečje stroškov lastniškega kapitala in stroška dolga.

Elementi stroška lastniškega kapitala so netvegana mera donosa, tržna premija za tveganje, beta ocenjevanega podjetja, pribitek za majhnost podjetja, pribitek za deželno tveganje in pribitek za posebna tveganja podjetja.

#### Netvegana mera donosa

Netvegana mera donosa temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic. Dolgoročni papirji se uporabijo zato, ker se skladajo z dolgoročnim značajem investicij v lastniški kapital in ker so podvrženi manjšim nihanjem, kot kratkoročni vrednosti papirji.

Običajno se kot netvegana mera donosa izbere donos državne obveznice z desetletno dospelostjo. Ocenili smo jo v višini 3% kot izhaja iz International Valuation Handbook 2018 (Guide to cost of capital).

#### Tržna premija za tveganje – pribitek za kapitalsko tveganje

Pribitek za kapitalsko tveganje ( $k_m - k_{rf}$ ) je mera donosa, ki jo naložbenik dodatno zahteva nad netvegano mero donosa, če namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v delnice/deleže podjetij.

Pribitek je spremenljiva kategorija - v obdobju gospodarskega vzpona je pribitek nižji, v času recesije pa višji od dolgoročnega povprečja. Pri konkretnem ocenjevanju smo uporabili vir International Valuation Handbook 2018, in sicer 5,3%.

#### Koeficient beta – mera sistematičnega tveganja

Tržno premijo za tveganje smo korigirali s faktorjem beta -  $\beta$ , ki izraža večjo ali manjšo variabilnost donosov ocenjevanega Podjetja glede na donosnost povprečnega podjetja.

Pri izračunu zahtevane stopnje donosnosti oziroma z njo povezanega diskontnega faktorja smo izbrali  $\beta$  brez dolga, in sicer za dejavnost »Transportation« za Evropo (vir podatkov: spletna stran Damodaran). Upoštevali smo povprečje navedene dejavnosti v zadnjih štirih letih.

Tako ocenjena beta brez dolga, popravljena za denar znaša 0,76.

Za naše razmere smo faktor  $\beta$  prilagodili povprečni efektivni davčni stopnji ocenjevanega podjetja v preteklih letih, ki je znašala 11,7% in dejanski zadolženosti ocenjevanega Podjetja. Beta ocenjevanega podjetja znaša 0,77.

#### Prilagoditev temeljne diskontne mere za majhnost podjetja

Na podlagi študij in v praksi investitorji zahtevajo višjo stopnjo donosa za vlaganje v majhna podjetja kot v velika. Pribitek za tveganje majhnega podjetja smo izbrali glede na velikost tržne kapitalizacije in ga ocenili v višini 3,94% (2018 Valuation handbook).

#### Prilagoditev temeljne diskontne mere za deželno tveganje

Določil smo pribitek za deželno tveganje, ki po podatkih Damodaranove baze na podlagi CDS-ov Slovenije znaša 1,34%.

#### Prilagoditev temeljne diskontne mere za posebna tveganja

V okviru ocenjevanja vrednosti nismo identificirali drugih posebnih tveganj, ki bi jih bilo potrebno vključiti v diskontno mero.

#### Strošek lastniškega kapitala

Ob upoštevanju zgoraj navedenih elementov zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala, in sicer:

- netvegana mera donosa v višini 3,00%,
- tržna premija za tveganje v višini 5,30%,
- beta ocenjevanega podjetja v višini 0,77,
- pribitek za majhnost v višini 3,94%,
- pribitek za deželno tveganje v višini 1,34%,

smo določili zahtevano stopnjo donosa lastniškega kapitala v višini 12,36%.

#### Strošek dolga

Strošek bodočega dolga smo upoštevali 0,96%, kar predstavlja dejansko obrestno mero, po kateri je zadolženo ocenjevano podjetje.

#### Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala (WACC)

Denarni tokovi so napovedani za manjšinskega lastnika, zato smo izhajali iz dejanskega razmerja iz tržne vrednosti celotnega kapitala in dejanskega dolga. Delež lastniškega kapitala na tržni osnovi znaša 98,23%, delež dolga pa 1,77%.

Tehtano povprečje stroškov kapitala v višini 12,16% smo izračunali z uporabo enačbe:

$$WACC = K_e * (E/(D + E)) + K_d * (1-T) * (D/(D + E))$$

Izračun stroška kapitala je prikazan v prilogi v tabeli 9.



## 8.6 OCENA VREDNOSTI PO METODI DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

Na podlagi projekcij smo izdelali izračun vrednosti, ki je podan v Tabelah 10a (Scenarij 1 – Projekcija posloводства) in 10b (Scenarij 2 – Projekcija ocenjevalca) v Prilogi 1.

Glede na to, da je denarni tok napovedan za manjšinskega lastnika, smo tudi osnovno vrednost dobili vrednost za manjšinskega lastnika.

Pri izračunu sedanje vrednosti smo uporabili medletno diskontiranje.

Preostala vrednost je bila ocenjena ob upoštevanju dolgoročne stopnje rasti v višini 2,3%.

Ker ocenjujemo vrednost lastniškega kapitala, smo vrednost celotnega kapitala prilagodili za:

- minus: kratkoročne finančne obveznosti v višini - 139.710 EUR,
- minus: dolgoročne poslovne obveznosti v višini – 2.336 EUR
- minus: primanjkljaj obratnega kapitala v višini – 498.402 EUR
- plus: kratkoročne finančne naložbe v višini 2.391.982 EUR,
- plus: denar v višini 1.519.075 EUR.
- plus: poslovno nepotrebno premoženje v višini 213.401 EUR.

Kot poslovno nepotrebno premoženje so opredeljeni prostori na lokaciji Mlinska 1, Maribor, ki jih je ocenila pooblaščenca ocenjevalka vrednosti nepremičnin. Upoštevali smo tržno vrednost 226.000 EUR in predviden čas prodaje 6 mesecev. Za navedeno obdobje smo tržno vrednost diskontirali z diskontno mero WACC in dobili 213.401 EUR. Podrobneje je ocenitev nepremičnin razvidna iz Priloge 4.

Iz izračuna izhaja, da je tako ocenjena vrednost enaka:

- 10.635.808 EUR po Scenariju 1,
- 12.113.858 EUR po Scenariju 2.

Na to vrednost smo dodali pribitek za obvladovanje v višini 27,38% in ocenili, da je vrednost 100% lastniškega kapitala enaka zaokroženo:

- 13.547.000 EUR po Scenariju 1,
- 15.430.000 EUR po Scenariju 2.

Zaradi pomembnega vpliva posameznih parametrov ocenjevanja vrednosti na vrednost lastniškega kapitala in vrednosti delnice smo ocenili tudi vpliv spremembe teh parametrov, kar je prikazano v nadaljevanju.

### **Analiza občutljivosti – projekcija posloводства**

Tabela 59: Analiza občutljivosti vrednosti 100% kapitala – Scenarij 1 / Projekcija posloводства

<b>13.547.000</b>	1,80%	2,30%	2,80%
11,66%	13.672.000	13.987.000	<b>14.339.000</b>
12,16%	13.267.000	<b>13.547.000</b>	13.858.000
12,66%	<b>12.898.000</b>	13.149.000	13.425.000

Vir: Lastni izračuni

Tabela 60: Analiza občutljivosti vrednosti 1 delnice – Scenarij 1 / Projekcija posloводства

na 1 delnico	1,80%	2,30%	2,80%
11,66%	27,806	28,447	<b>29,163</b>
12,16%	26,983	<b>27,552</b>	28,185
12,66%	<b>26,232</b>	26,743	27,304

Vir: Lastni izračuni

#### **Analiza občutljivosti – projekcija ocenjevalca**

Tabela 61: Analiza občutljivosti vrednosti 100% kapitala – Scenarij 2 / Projekcija ocenjevalca

15.430.000	1,80%	2,30%	2,80%
11,66%	15.580.000	16.002.000	<b>16.472.000</b>
12,16%	15.055.000	<b>15.430.000</b>	15.846.000
12,66%	<b>14.578.000</b>	14.913.000	15.283.000

Vir: Lastni izračuni

Tabela 62: Analiza občutljivosti vrednosti 1 delnice – Scenarij 2 / Projekcija ocenjevalca

na 1 delnico	1,80%	2,30%	2,80%
11,66%	31,687	32,545	<b>33,501</b>
12,16%	30,619	<b>31,382</b>	32,228
12,66%	<b>29,649</b>	30,330	31,083

Vir: Lastni izračuni

Pri določitvi končne vrednosti smo upoštevali povprečno vrednost Scenarija 1 in Scenarija 2. Tako smo ugotovili, da leži poštena vrednost 100% lastniškega kapitala z vidika večinskega obvladujočega lastništva, ocenjena z metodo diskontiranega denarnega toka, za namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1, na dan 31.12.2018, na intervalu (zaokroženo)

od 13.738.000 EUR do 15.406.000 EUR,  
z ocenjeno srednjo vrednostjo  
14.489.000 EUR.

Poštena vrednost 1 delnice leži na intervalu  
od 27,941 EUR do 31,332 EUR,  
z ocenjeno srednjo vrednostjo  
29,467 EUR.

## 9 OCENA VREDNOSTI PO METODI PRILAGOJENIH KNJIGOVODSKIH VREDNOSTI

### 9.1 PRISTOP

Ocena vrednosti po metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti temelji na nerevidiranih računovodskih izkazih na dan 31.12.2018 in na ugotovitvah o tržni vrednosti sredstev ter obveznosti na isti datum pod predpostavko delujočega podjetja in pod predpostavko, da obvladujoči lastnik z namenom maksimiziranja vrednosti prostovoljno likvidira podjetje.

V procesu vrednotenja smo opravili vsebinsko naravnano analizo finančnega poslovanja, nato pa smo izkazane knjigovodske vrednosti postavk sredstev in obveznosti za namen vrednotenja prevrednotili na tržno vrednost.

Vrednost po metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti smo ugotovili z naslednjimi koraki:

- pridobili smo ustrezno bilanco stanja na dan ocenjevanja vrednosti 31.12.2018;
- preverili smo, če bilanca stanja vsebuje vsa sredstva oziroma in ali bi jo bilo potrebno dopolniti z manjkajočimi izvenbilančnimi sredstvi,
- opredelili smo predpostavke za oceno vrednosti sredstev in obveznosti,
- pooblaščenca ocenjevalka vrednosti nepremičnin je ocenila poslovno potrebne in poslovno nepotrebne nepremičnine,
- ocenili smo ostale kategorije sredstev in obveznosti,
- oblikovali smo bilanco stanja kot osnovo za določitev vrednosti.

Pri tem smo izhajali iz:

- predpostavke prostovoljne likvidacije podjetja.

Za določitev vrednosti premoženja smo uporabili tržne vrednosti sredstev na datum vrednotenja in tako dobili pošteno vrednost lastniškega kapitala.

V nadaljevanju pojasnjujemo vrednosti posameznih kategorij na dan 31.12.2018.

### 9.2 OPREDELITEV PREDPOSTAVK ZA OCENO POSAMEZNIH SREDSTEV

Alternativne predpostavke za oceno posameznega sredstva, ki jih izbere ocenjevalec, so:

- vrednost v uporabi (value in use) – sredstvo se proda kot skupek sredstev v okviru delujočega podjetja. V tem primeru je vrednost sredstva odvisna od medsebojnih sinergijskih učinkov opredmetenih in neopredmetenih sredstev;
- umeščena vrednost (value in place) – sredstvo se proda kot skupek sredstev (npr. obrat), ki zagotavlja pogoje za ustvarjanje donosa, vendar trenutno ni operativen. Tukaj se ne upoštevajo vsi medsebojni sinergijski učinki opredmetenih in neopredmetenih sredstev (npr. prispevek strokovnega in organiziranega teama);
- menjalna vrednost (value in exchange) – v normalnem postopku prodaje – sredstvo se proda posamično pod normalnimi tržnimi pogoji;
- menjalna vrednost ob prisilni likvidaciji – sredstvo se proda posamično v časovno zaokroženem obdobju.

Pri oceni vrednosti Podjetja po metodi prilagojenih knjigovodskih vrednost smo izhajali iz predpostavke prostovoljne likvidacije podjetja in pri tem glede na specifikko premoženja ocenjevanega Podjetja kot alternativno predpostavko izbrali menjalno vrednost.

### 9.3 OCENITEV POŠTENE VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA ARRIVA ŠTAJERSKA D.D.

Ob upoštevanju vsebine premoženja smo ocenili kot izhaja iz tabele.

Tabela 63: Ocena vrednosti po metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti pod predpostavko prostovoljne likvidacije podjetja

v EUR	Knjig. vred. 31.12.2018	Prilagoditev 1	Ocena PKVS delujoče podjetje	čas vnovčitve v mesečih	diskontna mera	diskontni faktor	Ocena PKVS prostovoljna likvidacija
<b>SREDSTVA</b>	<b>17.751.948</b>	<b>-289.420</b>	<b>17.179.412</b>				<b>15.880.438</b>
<b>POSLOVNO POTREBNO PREMOŽENJE</b>	<b>17.751.948</b>	<b>-515.420</b>	<b>16.953.412</b>				<b>15.667.037</b>
<b>DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	<b>11.267.716</b>	<b>-438.689</b>	<b>10.545.911</b>				<b>9.359.287</b>
<b>NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	<b>119.196</b>	<b>0</b>	<b>119.196</b>	12	0,1216	0,8916	53.138
<b>OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA</b>	<b>10.865.404</b>	<b>-438.689</b>	<b>10.426.715</b>				<b>9.306.149</b>
<b>Nepremičnine</b>	<b>2.283.279</b>	<b>-438.689</b>	<b>1.844.590</b>				<b>1.644.656</b>
Zemljišča in zgradbe	2.283.279	-438.689	1.844.590	12	0,1216	0,8916	1.644.656
Druge naprave in oprema	8.462.562	0	8.462.562	12	0,1216	0,8916	7.545.310
Oprema, ki se pridobiva	119.563	0	119.563	3	0,1216	0,9717	116.182
<b>DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>				<b>0</b>
DFN v skupini	0	0	0				0
Druge DFN	0	0	0				0
Dolgoročna posojila	0	0	0				0
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0				0
Odložene terjatve za davek	283.116	0	0				0
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	<b>6.484.232</b>	<b>-76.731</b>	<b>6.407.501</b>				<b>6.307.749</b>
<b>Zaloge</b>	<b>233.215</b>	<b>0</b>	<b>233.215</b>				<b>220.214</b>
Material	233.215	0	233.215	6	0,1216	0,9443	220.214
Nedokončana proizvodnja	0	0	0				0
Proizvodi in trgovsko blago	0	0	0				0
Predujmi za zaloge	0	0	0				0
<b>Kratkoročne poslovne terjatve</b>	<b>2.244.023</b>	<b>0</b>	<b>2.244.023</b>				<b>2.180.575</b>
Kratkoročne terjatve - skupina	158.532	0	158.532	3	0,1216	0,9717	154.050
Kratkoročne terjatve do kupcev	1.900.249	0	1.900.249	3	0,1216	0,9717	1.846.521
Kratkoročne terjatve do drugih	185.242	0	185.242	3	0,1216	0,9717	180.004
<b>Kratkoročne finančne naložbe</b>	<b>2.391.982</b>	<b>0</b>	<b>2.391.982</b>				<b>2.369.222</b>
KFN - skupina	0	0	0				0
KFN - posojila	2.391.982	0	2.391.982	1	0,1216	0,9905	2.369.222
<b>Denar</b>	<b>1.519.075</b>	<b>0</b>	<b>1.519.075</b>				<b>1.519.075</b>
<b>Aktivne časovne razmejitev</b>	<b>95.937</b>	<b>-76.731</b>	<b>19.206</b>	3	0,1216	0,9717	<b>18.663</b>
<b>POSLOVNO NEPOTREBNO PREMOŽENJE</b>	<b>0</b>	<b>226.000</b>	<b>226.000</b>	6	0,1216	0,9443	<b>213.401</b>
<b>OBVEZNOSTI</b>	<b>3.084.121</b>	<b>0</b>	<b>3.084.121</b>				<b>2.459.564</b>
<b>Rezervacije in dolgoročne PCR</b>	<b>676.457</b>	<b>0</b>	<b>676.457</b>				<b>51.900</b>
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>2.336</b>	<b>0</b>	<b>2.336</b>				<b>2.336</b>
<b>Dolgoročne finančne obveznosti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>				<b>0</b>
<b>Dolgoročne poslovne obveznosti</b>	<b>2.336</b>	<b>0</b>	<b>2.336</b>				<b>2.336</b>
Dolgoročne obveznosti za davek	0	0	0				0
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>2.050.918</b>	<b>0</b>	<b>2.050.918</b>				<b>2.050.918</b>
<b>Kratkoročne finančne obveznosti</b>	<b>139.710</b>	<b>0</b>	<b>139.710</b>				<b>139.710</b>
<b>Kratkoročne poslovne obveznosti</b>	<b>1.911.208</b>	<b>0</b>	<b>1.911.208</b>				<b>1.911.208</b>
Obveznosti do dobaviteljev - skupina	169.469	0	169.469				169.469
Obveznosti do dobaviteljev - drugi	1.102.097	0	1.102.097				1.102.097
Kratkoročne obveznosti na podlagi predujmov	2.220	0	2.220				2.220
Druge kratkoročne obveznosti	637.422	0	637.422				637.422
<b>PCR</b>	<b>354.410</b>	<b>0</b>	<b>354.410</b>				<b>354.410</b>
<b>Čista vrednost sredstev v EUR</b>	<b>14.667.827</b>	<b>-289.420</b>	<b>14.095.291</b>				<b>13.420.874</b>
<b>Odpornine zaposlenim</b>							<b>2.101.949</b>
<b>Stroški likvidacije</b>							<b>110.000</b>
<b>Prilagojena knjigov. vrednost sredstev v EUR</b>							<b>11.208.925</b>
<b>Vrednost celotnega kapitala po metodi PKVS ob predpostavki prostovoljne likvidacije v EUR - zaokroženo</b>							<b>11.209.000</b>
<b>Število vseh delnic</b>							<b>491.685</b>
<b>Vrednost 1 delnice po metodi PKVS ob predpostavki prostovoljne likvidacije v EUR</b>							<b>22,797</b>

Vir: Lastni izračuni

Pridobili smo revidirano bilanco stanja na dan ocenjevanja vrednosti, to je na dan 31.12.2018.

Ocenili smo poštene vrednosti posameznih kategorij sredstev. Računovodski izkazi so bili sicer v celotnem analiziranem obdobju 2014-2018 revidirani.

Razlika med vrednostjo, ocenjeno pod predpostavko delujočega podjetja in pod predpostavko prostovoljne likvidacije izhaja iz potrebnega časa za prodajo, stroškov likvidacije in stroškov odpravnin zaposlenim v primeru prostovoljne likvidacije. Za predviden čas prodaje smo sredstva diskontirali z ocenjeno diskontno mero delujočega podjetja (tehtani strošek kapitala, oz. WACC = 12,16%). Izračun diskontne mere je podan v prilogah v Tabeli 7, podrobneje pa opisan v poglavju 8.5. Opredelitev diskontne mere.

Sredstva in obveznosti smo ocenili kot pojasnjujemo v nadaljevanju.

### 9.3.1 Neopredmetena dolgoročna sredstva in dolgoročne AČR

Med neopredmetenimi dolgoročnimi sredstvi izkazujejo dolgoročne premoženje pravice (večinoma za namensko programsko opremo za zaračunavanje in obračun avtobusnih vozovnic) v knjigovodski vrednosti 119.196 EUR.

Pod predpostavko delujočega podjetja ocenjujemo tržno vrednost v višini knjigovodsko izkazane. Vendar pa gre za namensko programsko opremo, zato menimo, da bi bila ta sredstva v postopku prostovoljne likvidacije težko vnovčljiva. Zato smo jih pod predpostavko prostovoljne likvidacije ocenili v višini 50% knjigovodsko izkazane vrednosti (59.598 EUR), ob tem da smo predpostavili prodajo programske opreme v 12 mesecih in jih za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

### 9.3.2 Opredmetena osnovna sredstva

Med opredmetenimi osnovnimi sredstvi izkazujejo:

- nepremičnine (zemljišča in zgradbe) v knjigovodski vrednosti 2.283.279 EUR,
- avtobuse in drugo opremo v knjigovodski vrednosti 8.462.562 EUR ter
- opremo, ki se pridobiva v vrednosti 119.563 EUR.

Nepremičnine je ocenila pooblaščenka ocenjevalka vrednosti nepremičnin mag. Lidija Kavalarič, univ.dipl.ing.grad. Poročilo o ocenjevanju vrednosti nepremičninskih pravic je Priloga 4 in sestavni del tega poročila.

Pri ocenjevanju so bile uporabljene tri metode ocenjevanja in sicer:

- način tržnih primerjav (v tabeli NTP),
- na donosu zasnovani način (NZN) ter
- nabavno vrednostni način (NVN).

Tržna vrednost vseh nepremičnin znaša 2.070.590 EUR, od tega:

- poslovno potrebne nepremičnine 1.844.590 EUR ter
- poslovno nepotrebne nepremičnine 226.000 EUR

Ocene vrednosti posameznih nepremičnin so razvidne iz tabele 64, podrobneje pa iz Poročila v Prilogi 4.

V prostovoljni likvidaciji smo predpostavili prodajo poslovno potrebnih nepremičnin v 12 mesecih, poslovno nepotrebno nepremičnino v 6 mesecih in jih za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

Tabela 64: Ocena vrednosti nepremičninskih pravic

zap. št.	Poslovno potrebno premoženje	KO	št. parcele	neto površina prostorov v m2	Tržna vrednost v EUR	lastnik
1	Poslovna zgradba Meljska c 97, Maribor Poslovni prostori v zgradbi AP Osojnikova	k.o. 655 Melje	248/1, 245, 246	1966,03	1.531.515	Arriva Štajerska d.d.
2	c 11, Ptuj Poslovni prostori v zgradbi AP	k.o. 400 Ptuj	1456/1, 1456/2	163,18	128.000	Arriva Štajerska d.d.
3	Kolodvorska c 2a, Ormož	k.o. 332 Ormož k.o. 532 Lenart v	533/3	840,8	89.850	Arriva Štajerska d.d.
4	Poslovni prostori v zgradbi AP Maistrova u 13, Lenart Poslovni prostori v zgradbi AP Ormoška	Slovenskih goricah	287/7 2312/3, 2312/4,	24,33	22.300	Arriva Štajerska d.d.
5	c 3, Ljutomer Poslovni prostori v zgradbi AP	k.o. 259 Ljutomer	2312/5	283,9	59.100	Arriva Štajerska d.d.
6	Partizanska c 33, Oplotnica	k.o. 763 Oplotnica	3136/7, 3136/8	56,3	13.825	Občina Oplotnica*
<b>Skupaj poslovno potrebno premoženje</b>					<b>1.844.590</b>	

zap. št.	Poslovno potrebno premoženje	KO	št. parcele	neto površina prostorov v m2	Tržna vrednost v EUR	lastnik
1	Poslovni prostori v zgradbi AP Mlinska ulica 1, Maribor	k.o. 657 Maribor - Grad	1130; 1121	444,29	226.000	Arriva Štajerska d.d.
<b>Skupaj poslovno nepotrebno premoženje</b>					<b>226.000</b>	
<b>SKUPAJ NEPREMIČNINSKE PRAVICE</b>					<b>2.070.590</b>	

Vir: Poročilo o ocenjevanju vrednosti nepremičnin

Oprema (večino predstavljajo avtobusi) se konstantno obnavlja, kar je razvidno iz opisa investicij v preteklih letih v poglavju 5.1. Analiza izkaza poslovnega izida. V obdobju 2014-2018 so v opremo investirali 12,1 mio EUR, kar je predstavljalo 133% obračunane amortizacije.

Tržno vrednost opreme ocenjujemo v višini knjigovodsko obračunane 8.462.562 EUR. V prostovoljni likvidaciji smo predpostavili prodajo opreme v 12 mesecih in jih za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

Prav tako smo tržno vrednost opreme, ki se pridobiva, ocenili v višini knjigovodsko izkazane vrednosti 119.563 EUR. V prostovoljni likvidaciji smo predpostavili prodajo te opreme v 3 mesecih in jih za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

### 9.3.3 Odložene terjatve za davek

Podjetje izkazuje odložene terjatve za davek v knjigovodski vrednosti 283.116 EUR, ki so nastale iz naslova:

- za jubilejne nagrade in odpravnine ob upokojitvi 66.318 EUR,
- za nad davčno priznana obračunana amortizacija 138.516 EUR,
- za terjatve 25.039 EUR,
- za neizkoriščen del investicijske olajšave 53.243 EUR.

Odloženih terjatve za davek ni moč vnovčiti, zato ocenjujemo v vrednosti 0 EUR (enako velja za predpostavko prostovoljne likvidacije)

### 9.3.4 Zaloge

Podjetje izkazuje zaloge drobnega materiala in rezervnih delov v knjigovodski vrednosti 233.215 EUR.

Tržno vrednost ocenjujemo v višini knjigovodsko obračunane. V prostovoljni likvidaciji smo predpostavili vnovčitev zalog drobnega materiala in rezervnih delov v 6 mesecih in jih za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

#### 9.3.5 Kratkoročne poslovne terjatve

Podjetje izkazuje kratkoročne poslovne terjatve v skupni vrednosti 2.244.023 EUR, od tega:

- kratkoročne terjatev do kupcev 1.900.249 EUR,
- kratkoročne terjatev do družb v skupini 158.532 EUR in
- kratkoročne terjatev do drugih 185.242 EUR.

Tržno vrednost kratkoročnih poslovnih terjatev pod predpostavko delujočega podjetja ocenjujemo v knjigovodsko vrednosti, saj podjetje redno oblikuje popravke vrednosti za neizterljive terjatve (97% terjatev do kupcev na dan ocenjevanja je nezapadlih, preostale pa so zapadle do 90 dni). Pri prostovoljni likvidaciji smo predpostavili 3 mesece za unovčitev kratkoročnih poslovnih terjatev in jih za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

#### 9.3.6 Kratkoročno finančne naložbe

Podjetje med kratkoročnimi finančnimi naložbami izkazuje dano posojilo krovni obvladujoči družbi Deutschebahn AG, v vrednosti 2.391.982 EUR. Ocenjujemo, da knjigovodska vrednost teh sredstev odraža tudi njihovo tržno vrednost. Pri prostovoljni likvidaciji smo predpostavili 1 mesec za unovčitev kratkoročnega posojila in ga za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

#### 9.3.7 Denarna sredstva

Denarna sredstva v obliki dobroimetja pri bankah in gotovine so najbolj likvidna sredstva podjetja, ki so knjigovodsko izkazana v višini 1.519.075 EUR. Ocenjujemo, da knjigovodska vrednost teh sredstev odraža tudi njihovo tržno vrednost (enako velja za predpostavko prostovoljne likvidacije).

#### 9.3.8 Kratkoročne AČR

Podjetje na datum vrednotenja izkazuje kratkoročne aktivne časovne razmejitve v višini 95.937 EUR, od tega:

- kratkoročno odloženi stroški 76.731 EUR (vnaprej plačano zavarovanje, ostalo vnaprej plačana subagentura, prispevki za stanovanjski rezervni sklad, cestne takse) ter
- prehodno nezaračunani prihodki 19.206 EUR (nezaračunani prihodki za obvoz, obračun inkasa tekočega meseca, položenega v naslednjem mesecu).

Tržno vrednost kratkoročnih AČR ocenjujemo v vrednosti 19.206 EUR. Pri prostovoljni likvidaciji smo predpostavili 3 mesece za unovčitev kratkoročnih AČR in jih za čas likvidacije diskontirali z diskontno mero 12,16%.

#### 9.3.9 Rezervacije in dolgoročne PČR

Podjetje izkazuje rezervacije in dolgoročne PČR v skupni vrednosti 676.457 EUR, od tega:

- rezervacije za jubilejne nagrade in odpravnine ob upokojitvi 626.357 EUR ter
- dolgoročne PČR (rezervacije za tožbe) 50.100 EUR.

Tržna vrednost rezervacij za jubilejne nagrade in odpravnine ob upokojitvi je ob predpostavki delujočega podjetja enaka kot knjigovodsko izkazana. Ob predpostavki prostovoljne likvidacije pa znaša 0 EUR.

Dolgoročne PČR smo ob predpostavki delujočega podjetja ocenili v knjigovodski vrednosti 676.457 EUR, ob predpostavki prostovoljne likvidacije pa v vrednosti 50.100.

#### 9.3.10 Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti

Dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti znašajo skupaj 139.710 EUR in sicer so v celoti izkazane med kratkoročnimi finančnimi obveznostmi.

Podjetje ima najeto posojilo pri krovni obvladujoči družbi Deutschebahn AG (glavnica 931.400 EUR, datum najema 10.9.2014, obrestna mera 0,96%, zapadlost 2.9.2019, stanje na datum vrednotenja 139.710 EUR).

Finančne obveznosti ocenjujemo v knjigovodsko izkazani vrednosti (enako velja za predpostavko prostovoljne likvidacije).

#### 9.3.11 Dolgoročne poslovne obveznosti

Dolgoročne poslovne obveznosti znašajo skupaj 2.336 EUR.

Dolgoročne poslovne obveznosti ocenjujemo v knjigovodsko izkazani vrednosti (enako velja za predpostavko prostovoljne likvidacije).

#### 9.3.12 Kratkoročne poslovne obveznosti

Knjigovodska vrednost kratkoročnih poslovnih obveznosti znaša na datum vrednotenja 1.911.208 EUR, od tega:

- do podjetij v skupini 169.469 EUR
- do drugih dobaviteljev 1.102.097 EUR in
- druge kratkoročne obveznosti v znesku 637.422 EUR.

Podjetje ima 85% kratkoročnih poslovnih obveznosti nezapadlih, preostalih 15% pa zapadlih do 90 dni. Ocenjujemo, da je tržna vrednost kratkoročnih poslovnih obveznosti enaka knjigovodsko izkazani (enako smo upoštevali za predpostavko prostovoljne likvidacije).

#### 9.3.13 Kratkoročne PČR

Podjetje na datum vrednotenja izkazuje kratkoročne pasivne časovne razmejitve v višini 354.410 EUR, od tega:

- vnaprej vračunani stroški 296.685 EUR (stroški za vkalkuliran neizkoriščen dopust po MSRP, bonusi za zaposlene, regres),
- odloženi prihodki 37.974 EUR (prodane mesečne vozovnice za naslednji mesec),
- DDV od danih predujmov v znesku 19.751 EUR.

Tržno vrednost kratkoročnih PČR ocenjujemo v vrednosti 354.410 EUR (enako smo upoštevali za predpostavko prostovoljne likvidacije).

#### 9.3.14 Druga sredstva oz. potencialne obveznosti – zunajbilančna evidenca

Podjetje je na datum vrednotenja izkazovalo zunajbilančno evidenco v znesku 332.475 EUR in sicer so izkazane dane garancije za šolske prevoze (za dobro izvedbo del) in potencialno obveznost do Sklada za razvoj.

Tržno vrednost navedenih sredstev oz. potencialnih obveznosti ocenjujemo v vrednosti 0 EUR.



#### 9.3.15 Ocenjeni stroški likvidacije in odpravnin

Stroške likvidacije smo ocenili v višini 110.000 EUR (60.000 EUR likvidacijski upravitelj in sodelavec v likvidacijskem postopku, 50.000 EUR drugi stroški (cenitve, pravne storitve, itd).

Podjetje ima konstantno okoli 280 zaposlenih. Poslovodstvo je izdelalo izračun stroška odpravnin v primeru hipotetične likvidacije na dan 31.12.2018, ki znaša 2.101.949 EUR.

Stroške likvidacije in odpravnin smo odšteli od čiste vrednosti sredstev, ocenjene ob predpostavki prostovoljne likvidacije.

#### 9.3.16 Izračun poštene vrednosti 100% lastniškega kapitala podjetja

##### Uporabljeni odbitek za pomanjkanje obvladovanja / pribitek za obvladovanje

Glede na to, da se ocenjena osnovna vrednost z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti, upošteva kot vrednost z vidika za obvladujočega lastništva, nismo določili odbitka za pomanjkanje obvladovanja oz. pribitka za obvladovanje.

##### Uporabljeni odbitek za pomanjkanje likvidnosti

Glede na to, da ocenjujemo pošteno vrednost lastniškega kapitala nismo določili odbitka za pomanjkanje likvidnost.

Iz tabele 63 je razvidno, da poštena vrednost 100% lastniškega kapitala Podjetja, ugotovljena kot razlika med vrednostjo poslovno potrebnih in poslovno nepotrebnih sredstev ter ocenjeno vrednostjo obveznosti podjetja, ocenjena po metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti pod predpostavko prostovoljne likvidacije, za namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1, na dan 31.12.2018 znaša zaokroženo

**11.211.000 EUR.**

**Poštena vrednost 1 delnice znaša**

**22,801 EUR.**

## 10 SKLEP O OCENI VREDNOSTI

Ob upoštevanju izhodišč za ocenjevanje vrednosti, in sicer:

- namena vrednotenja, ki je ocena poštene vrednosti celotnega lastniškega kapitala podjetja ARRIVA Štajerska d.d., za namen izključitve manjšinskih delničarjev po 384. členu ZGD-1,
- ocenjevali smo z vidika večinskega obvladujočega lastništva,
- podlaga vrednosti je poštena vrednost,
- ocenjevali smo pod predpostavko delujočega podjetja,

Pri tem smo uporabili:

- na donosu zasnovani način in v okviru tega načina metodo diskontiranega denarnega toka ter
- na sredstvih zasnovani način in v okviru tega načina metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije.

V okviru metode diskontiranega denarnega toka je bila napoved denarnih tokov pripravljena za manjšinskega lastnika za obdobje od leta 2019 do leta 2023 in diskontirana z diskontno mero 12,16% (WACC). Za določitev končne vrednosti sta bila izdelana napoved poslovanja posloводства (Scenarij 1) in napoved poslovanja ocenjevalca (Scenarij 2). Dolgoročna stopnja rasti je bila upoštevana v višini 2,3%. Z namenom pridobiti pošteno vrednost lastniškega kapitala za obvladujočega lastnika smo uporabili pribitek za obvladovanje v višini 27,38%. Odbitka za pomanjkanje likvidnosti nismo dodali, saj smo ugotavljali pošteno vrednost lastniškega kapitala.

Pri vrednotenju z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti pod predpostavko prostovoljne likvidacije, smo ocenili tržne vrednosti sredstev in obveznosti ter jih diskontirali z 12,16% diskontno mero do predvidene vnovčitve. Pri vrednotenju z navedeno metodo nismo upoštevali odbitka za pomanjkanje obvladovanja, ker že osnovna vrednost ugotovljena z navedeno metodo predstavlja vrednost z vidika večinskega lastništva. Odbitka za pomanjkanje likvidnosti lastniškega kapitala nismo dodali, saj smo ugotavljali pošteno vrednost lastniškega kapitala.

Rezultati vrednotenja so naslednji:

*Tabela 65: Povzetek rezultatov ocenjevanja vrednosti*

Ocenjena vrednost 100% lastniškega kapitala z vidika obvladujočega lastništva	Tabela	Vrednost lastniškega kapitala v EUR	min v EUR	max v EUR	Diskontna mera Tabela 9	Pribitek za obvladovanje Tabela 11
<b>Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF)</b>						
Projekcija posloводства	Tabela 10a					
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala		13.547.000	12.898.000	14.339.000	12,16%	27,38%
Vrednost 1 delnice		27,552	26,232	29,163		
Projekcija ocenjevalca	Tabela 10b					
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala		15.430.000	14.578.000	16.472.000	12,16%	27,38%
Vrednost 1 delnice		31,382	29,649	33,501		
<b>Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije</b>						
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala	Tabela 12	11.211.000				
Vrednost 1 delnice		22,801				
<b>KONČNI SKLEP O VREDNOSTI</b>						
Poštena vrednost 100% lastniškega kapitala		14.489.000	13.738.000	15.406.000		
Poštena vrednost 1 delnice		29,467	27,941	31,332		

Vir: Lastni izračuni

Pri določitvi končne vrednosti, smo upoštevali povprečno vrednost Scenarija 1 (napoved posloводства) in Scenarija 2 (napoved ocenjevalca) ocenjeno z metodo diskontiranih denarnih tokov. Slednja je bila višja od vrednosti ugotovljene z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije.

Ocenjujemo, da leži poštena vrednost celotnega lastniškega kapitala podjetja ARRIVA Štajerska d.d., ocenjenega z vidika obvladujočega večinskega lastnika za namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1, na dan 31.12.2018 na intervalu

**od 13.738.000 EUR do 15.406.000 EUR,  
z ocenjeno srednjo vrednostjo  
14.489.000 EUR.**

**Poštena vrednost 1 delnice leži na intervalu  
od 27,941 EUR do 31,332 EUR,  
z ocenjeno srednjo vrednostjo  
29,467 EUR.**

Maribor, 16.07.2019

VALUCON,  
vrednotenje podjetij in poslovno svetovanje, d.o.o.  
Uroš Piliš Grah, univ. dipl. ekon.

POOBlašČENI OCENJEVALEC VREDNOSTI  
PODJETIJ

## Priloga 1

Tabela 1:	Povzetek vrednotenja
Tabela 2a:	Izkaz poslovnega izida za obdobje 2014 - 2018 - Neprilagojen
Tabela 2b:	Izkaz poslovnega izida za obdobje 2014 - 2018 - Prilagojen
Tabela 3:	Bilanca stanja za obdobje 2014 - 2018
Tabela 4:	Izkaz denarnih tokov za obdobje 2015 - 2018
Tabela 5:	Analiza obratnega kapitala za obdobje 2014 - 2018 in projekcija
Tabela 6:	Izračuni finančnih kazalnikov za obdobje 2014 - 2018
Tabela 7:	Projekcija izkaza poslovnega izida za obdobje 2019 - 2023
Tabela 8a:	Napoved čistih denarnih tokov za obdobje 2019 - 2023 - projekcija posloводства
Tabela 8b:	Napoved čistih denarnih tokov za obdobje 2019 - 2023 - projekcija ocenjevalca
Tabela 9:	Izračun diskontne mere
Tabela 10a:	Ocena vrednosti z metodo diskontiranega denarnega toka - projekcija posloводства
Tabela 10b:	Ocena vrednosti z metodo diskontiranega denarnega toka - projekcija ocenjevalca
Tabela 11:	Pribitek za obvladovanje
Tabela 12:	Ocena vrednosti z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije

Tabela 1: Povzetek vrednotenja

Ocenjena vrednost 100% lastniškega kapitala z vidika obvladujočega lastništva	Tabela	Vrednost lastniškega kapitala v EUR	min v EUR	max v EUR	Diskontna mera Tabela 9	Pribitek za obvladovanje Tabela 11
<b>Metoda diskontiranega denarnega toka (DCF)</b>						
Projekcija posloводства	Tabela 10a					
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala		13.547.000	12.898.000	14.339.000	12,16%	27,38%
Vrednost 1 delnice		27,552	26,232	29,163		
Projekcija ocenjevalca	Tabela 10b					
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala		15.430.000	14.578.000	16.472.000	12,16%	27,38%
Vrednost 1 delnice		31,382	29,649	33,501		
<b>Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije</b>						
Vrednost celotnega 100% lastniškega kapitala	Tabela 12	11.211.000				
Vrednost 1 delnice		22,801				
<b>KONČNI SKLEP O VREDNOSTI</b>						
<b>Poštena vrednost 100% lastniškega kapitala</b>		<b>14.489.000</b>	<b>13.738.000</b>	<b>15.406.000</b>		
<b>Poštena vrednost 1 delnice</b>		<b>29,467</b>	<b>27,941</b>	<b>31,332</b>		
Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala	Tabela 5	14.667.827				
Knjigovodska vrednost 1 delnice		29,832				

Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d.  
na dan 31.12.2018

Tabela 2a: Izkaz poslovnega izida za obdobje 2014 - 2018 - Neprilagojen

v EUR	v EUR					v odstotkih					letna rast				plsr
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	15/14	16/15	17/16	18/17	14-18
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	10.321.075	11.222.835	9.411.860	8.991.786	8.616.414	62,0%	64,2%	57,4%	55,6%	53,2%	9%	-16%	-4%	-4%	-4%
ČPP domači trg	9.367.047	9.882.931	9.034.212	8.648.763	8.244.545	56,3%	56,6%	55,1%	53,5%	50,9%	6%	-9%	-4%	-5%	-3%
ČPP tuji trg	954.028	1.339.904	377.648	343.023	371.869	5,7%	7,7%	2,3%	2,1%	2,3%	40%	-72%	-9%	8%	-21%
Drugi poslovni prihodki - subvencije	6.319.071	6.217.842	6.906.258	7.097.625	7.502.760	38,0%	35,6%	42,1%	43,9%	46,3%	-2%	11%	3%	6%	4%
Prevednotovalni in drugi poslovni prihodki	7.136	33.282	72.269	86.990	69.974	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,4%	366%	117%	20%	-20%	77%
POSLOVNI PRIHODKI	16.647.282	17.473.959	16.390.387	16.176.401	16.189.148	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	5%	-6%	-1%	0%	-1%
Stroški blaga, materiala in storitev	6.910.638	7.174.403	6.129.439	6.152.333	5.889.677	41,5%	41,1%	37,4%	38,0%	36,4%	4%	-15%	0%	-4%	-4%
Stroški materiala	3.532.108	3.439.298	2.975.431	3.099.964	3.216.080	21,2%	19,7%	18,2%	19,2%	19,9%	-3%	-13%	4%	4%	-2%
Stroški storitev	3.378.530	3.735.105	3.154.008	3.052.369	2.673.597	20,3%	21,4%	19,2%	18,9%	16,5%	11%	-16%	-3%	-12%	-6%
Stroški dela	6.270.784	6.670.296	6.845.725	6.854.023	7.114.164	37,7%	38,2%	41,8%	42,4%	43,9%	6%	3%	0%	4%	3%
Plače	4.527.493	4.822.643	4.960.529	4.988.250	5.226.265	27,2%	27,6%	30,3%	30,8%	32,3%	7%	3%	1%	5%	4%
Stroški zavarovanj	874.077	918.896	915.362	920.506	934.173	5,3%	5,3%	5,6%	5,7%	5,8%	5%	0%	1%	1%	2%
Drugi stroški dela	869.214	928.757	969.834	945.267	953.726	5,2%	5,3%	5,9%	5,8%	5,9%	7%	4%	-3%	1%	2%
Amortizacija	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	2.101.901	9,7%	9,3%	12,0%	13,2%	13,0%	1%	21%	9%	-2%	7%
Prevednotovalni poslovni odhodki	82.352	27.291	41.620	13.388	20.166	0,5%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	-67%	53%	-68%	51%	-30%
Stroški rezervacij	90.838	105.954	22.100	37.000	0	0,5%	0,6%	0,1%	0,2%	0,0%					-100%
Drugi poslovni odhodki	83.371	73.162	72.260	76.145	69.623	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	-12%	-1%	5%	-9%	-4%
POSLOVNI ODHODKI SKUPAJ	15.048.286	15.676.381	15.081.092	15.275.145	15.195.531	90,4%	89,7%	92,0%	94,4%	93,9%	4%	-4%	1%	-1%	0%
EBITDA	3.291.651	3.450.144	3.320.863	3.056.900	3.115.684	19,8%	19,7%	20,3%	18,9%	19,2%	5%	-4%	-8%	2%	-1%
EBIT	1.598.996	1.797.578	1.309.295	901.256	993.617	9,6%	10,3%	8,0%	5,6%	6,1%	12%	-27%	-31%	10%	-11%
Finančni prihodki	381.454	222.522	66.911	15.353	9.749	2,3%	1,3%	0,4%	0,1%	0,1%	-42%	-70%	-77%	-37%	-60%
Finančni prihodki iz deležev	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev /danih po	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev / poslov.	381.454	222.522	66.911	15.353	9.749	2,3%	1,3%	0,4%	0,1%	0,1%	-42%	-70%	-77%	-37%	-60%
Finančni odhodki	77.285	60.129	33.911	18.629	49.228	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%	0,3%	-22%	-44%	-45%	164%	-11%
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	18.486	32.480	4	14.478	46.886	0,1%	0,2%	0,0%	0,1%	0,3%	76%	-100%	361850%	224%	26%
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	38.092	27.649	33.907	4.151	2.342	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	-27%	23%	-88%	-44%	-50%
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov fin.nal	20.707	0	0	0	0	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100%	-	-	-	-100%
Finančni izid	304.169	0	33.000	-3.276	-39.479	1,8%	0,0%	0,2%	0,0%	-0,2%	-100%	-	-110%	-1105%	-
Dobiček iz rednega delovanja	1.903.165	1.959.971	1.342.295	897.980	954.138	11,4%	11,2%	8,2%	5,6%	5,9%	3%	-32%	-33%	6%	-16%
Drugi prihodki	7.288	2.770	1.401	5.805	2.939	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-62%	-49%	314%	-49%	-20%
Drugi odhodki	2.610	5.453	4.945	2.541	4.097	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	109%	-9%	-49%	61%	12%
Izredni izid	4.678	-2.683	-3.544	3.264	-1.158	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-157%	-32%	192%	-135%	-
Dobiček pred davki	1.907.843	1.957.288	1.338.751	901.244	952.980	11,5%	11,2%	8,2%	5,6%	5,9%	3%	-32%	-33%	6%	-16%
Davek iz dobička	312.937	270.202	230.115	0	0	1,9%	1,5%	1,4%	0,0%	0,0%	-14%	-15%	-100%	-	-100%
Odloženi davki	2.163	-22.404	-73.445	-108.966	103.779										
Efektivno davki	16,5%	12,7%	11,7%	-12,1%	10,9%										
Čisti poslovni izid	1.592.743	1.709.490	1.182.081	1.010.210	849.201	9,6%	9,8%	7,2%	6,2%	5,2%	7%	-31%	-15%	-16%	-15%

Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d.  
na dan 31.12.2018

Tabela 2 b:	Izkaz poslovnega izida za obdobje 2014 - 2018 - Prilagojen					v odstotkih					letna rast				plsr
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	15/14	16/15	17/16	18/17	14-18
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	10.321.075	11.222.835	9.411.860	8.991.786	8.616.414	62,0%	64,3%	57,7%	55,9%	53,5%	9%	-16%	-4%	-4%	-4%
ČPP domači trg	9.367.047	9.882.931	9.034.212	8.648.763	8.244.545	56,3%	56,7%	55,4%	53,8%	51,1%	6%	-9%	-4%	-5%	-3%
ČPP tuji trg	954.028	1.339.904	377.648	343.023	371.869	5,7%	7,7%	2,3%	2,1%	2,3%	40%	-72%	-9%	8%	-21%
Drugi poslovni prihodki - subvencije	6.319.071	6.217.842	6.906.258	7.097.625	7.502.760	38,0%	35,7%	42,3%	44,1%	46,5%	-2%	11%	3%	6%	4%
Prevednotovalni in drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
PRILAGOJENI POSLOVNI PRIHODKI	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	5%	-6%	-1%	0%	-1%
Stroški blaga, materiala in storitev	6.910.638	7.174.403	6.129.439	6.152.333	5.889.677	41,5%	41,1%	37,6%	38,2%	36,5%	4%	-15%	0%	-4%	-4%
Nabavna vrednost prodanega blaga	3.532.108	3.439.298	2.975.431	3.099.964	3.216.080	21,2%	19,7%	18,2%	19,3%	20,0%	-3%	-13%	4%	4%	-2%
Stroški storitev	3.378.530	3.735.105	3.154.008	3.052.369	2.673.597	20,3%	21,4%	19,3%	19,0%	16,6%	11%	-16%	-3%	-12%	-6%
Stroški dela	6.270.784	6.670.296	6.845.725	6.854.023	7.114.164	37,7%	38,2%	42,0%	42,6%	44,1%	6%	3%	0%	4%	3%
Plače	4.527.493	4.822.643	4.960.529	4.988.250	5.226.265	27,2%	27,7%	30,4%	31,0%	32,4%	7%	3%	1%	5%	4%
Stroški zavarovanj	874.077	918.896	915.362	920.506	934.173	5,3%	5,3%	5,6%	5,7%	5,8%	5%	0%	1%	1%	2%
Drugi stroški dela	869.214	928.757	969.834	945.267	953.726	5,2%	5,3%	5,9%	5,9%	5,9%	7%	4%	-3%	1%	2%
Amortizacija	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	2.101.901	9,7%	9,3%	12,1%	13,3%	13,0%	1%	21%	9%	-2%	7%
Prevednotovalni poslovni odhodki	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
Stroški rezervacij	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
Drugi poslovni odhodki	83.371	73.162	72.260	76.145	69.623	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	-12%	-1%	5%	-9%	-4%
PRILAGOJENI POSLOVNI ODHODKI SKUPAJ	14.875.096	15.543.136	15.017.372	15.224.757	15.175.365	89,4%	89,1%	92,0%	94,6%	94,1%	4%	-3%	1%	0%	1%
PRILAGOJENI EBITDA	3.375.353	3.522.816	3.270.694	3.006.910	3.045.710	20,3%	20,2%	20,0%	18,7%	18,9%	4%	-7%	-8%	1%	-3%
PRILAGOJENI EBIT	1.765.050	1.897.541	1.300.746	864.654	943.809	10,6%	10,9%	8,0%	5,4%	5,9%	8%	-31%	-34%	9%	-14%
Finančni prihodki	381.454	222.522	66.911	15.353	9.749	2,3%	1,3%	0,4%	0,1%	0,1%	-42%	-70%	-77%	-37%	-60%
Finančni prihodki iz deležev	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev /danih po	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev / poslov.	381.454	222.522	66.911	15.353	9.749	2,3%	1,3%	0,4%	0,1%	0,1%	-42%	-70%	-77%	-37%	-60%
Finančni odhodki	56.578	60.129	33.911	18.629	49.228	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,3%	6%	-44%	-45%	164%	-3%
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	18.486	32.480	4	14.478	46.886	0,1%	0,2%	0,0%	0,1%	0,3%	76%	-100%	361850%	224%	26%
Finančni odhodki posojil, prejetih od bank	38.092	27.649	33.907	4.151	2.342	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	-27%	23%	-88%	-44%	-50%
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov fin.nal	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
PRILAGOJENI FINANČNI IZID	324.876	162.393	33.000	-3.276	-39.479	2,0%	0,9%	0,2%	0,0%	-0,2%	-50%	-80%	-110%	-1105%	-
PRILAGOJENI DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVA	2.089.926	2.059.934	1.333.746	861.378	904.330	12,6%	11,8%	8,2%	5,4%	5,6%	-1%	-35%	-35%	5%	-19%
Drugi prihodki - preneseni zaradi prilagoditve	14.424	36.052	73.670	92.795	72.913	0,1%	0,2%	0,5%	0,6%	0,5%	150%	104%	26%	-21%	50%
Drugi odhodki- preneseni zaradi prilagoditve	196.507	138.698	68.665	52.929	24.263	1,2%	0,8%	0,4%	0,3%	0,2%	-29%	-50%	-23%	-54%	-41%
IZREDNI IZID	-182.083	-102.646	5.005	39.866	48.650	-1,1%	-0,6%	0,0%	0,2%	0,3%	44%	105%	697%	22%	-
PRILAGOJENI DOBIČEK PRED DAVKI	1.907.843	1.957.288	1.338.751	901.244	952.980	11,5%	11,2%	8,2%	5,6%	5,9%	3%	-32%	-33%	6%	-
Davek od dobička in odloženi davki	315.100	247.798	156.670	-108.966	103.779	1,9%	1,4%	1,0%	-0,7%	0,6%	-21%	-37%	-170%	195%	-
DDPO - zakonsko določena davčna stopnja	17%	17%	17%	19%	19%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0%	0%	12%	0%	-
Odložene terjatve za davek	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-
PRILAGOJENI ČISTI DOBIČEK	1.592.743	1.709.490	1.182.081	1.010.210	849.201	9,6%	9,8%	7,2%	6,3%	5,3%	7%	-31%	-15%	-16%	-15%

Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d.  
na dan 31.12.2018

Tabela 3: Bilanca stanja za obdobje 2014 - 2018

Bilanca stanja na dan 31.12.	v EUR					v odstotkih					letna stopnja rasti				psr 14-18
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	15/14	16/15	17/16	18/17	
SREDSTVA	18.404.730	15.229.629	15.956.010	19.237.668	17.751.948	100%	100%	100%	100%	100%	-17%	5%	21%	-8%	-1%
DOLGOROČNA SREDSTVA	11.333.090	9.594.367	8.777.397	10.724.770	11.267.716	62%	63%	55%	56%	63%	-15%	-9%	22%	5%	0%
NEOPREDMETENA SREDSTVA	78.217	57.568	148.942	111.132	119.196	0%	0%	1%	1%	1%	-26%	159%	-25%	7%	12%
Dolgoročne premoženjske pravice	78.217	57.568	148.942	111.132	119.196	0%	0%	1%	1%	1%	-26%	159%	-25%	7%	12%
Dobro ime	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Druge neopredmetena sredstva	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Druge dolgoročne AČR	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	8.701.691	9.333.990	8.359.324	10.233.868	10.865.404	47%	61%	52%	53%	61%	7%	-10%	22%	6%	6%
Zemljišča	1.136.373	1.136.373	1.136.373	1.136.373	1.136.373	6%	7%	7%	6%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
Zgradbe	1.855.250	1.692.562	1.473.648	1.256.733	1.146.906	10%	11%	9%	7%	6%	-9%	-13%	-15%	-9%	-12%
Proizvajalne naprave in stroji	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Druge naprave in oprema	5.710.068	6.462.706	5.663.911	7.840.762	8.462.562	31%	42%	35%	41%	48%	13%	-12%	38%	8%	11%
Oprema, ki se pridobiva	0	42.349	85.392	0	119.563	0%	0%	1%	0%	1%	-	102%	-100%	-	-
NALOŽBENE NEPREMIČNINE	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	38.000	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-100%	-	-	-	-100%
DFN - v skupini	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Deleži v pridruženih podjetjih	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Druge delnice in deleži	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Druge DFN	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Dolgoročna posojila	38.000	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-100%	-	-	-	-100%
DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE	2.351.284	0	0	0	0	13%	0%	0%	0%	0%	-100%	-	-	-	-100%
ODOŽENE TERJATVE ZA DAVEK	163.898	202.809	269.131	379.770	283.116	1%	1%	2%	2%	2%	24%	33%	41%	-25%	32%
KRA TKOROČNA SREDSTVA	7.006.517	5.519.619	7.049.838	8.347.461	6.388.295	38%	36%	44%	43%	36%	-21%	28%	18%	-23%	6%
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
ZALOGE	195.781	226.722	242.744	207.123	233.215	1%	1%	2%	1%	1%	16%	7%	-15%	13%	2%
Material	195.781	226.722	242.744	207.123	233.215	1%	1%	2%	1%	1%	16%	7%	-15%	13%	2%
Nedokončana proizvodnja	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Proizvodi in trgovsko blago	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Predjurni za zaloge	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
KRA TKOROČNE POSLOVNE TERJATVE	4.916.997	4.730.186	1.866.011	2.561.459	2.244.023	27%	31%	12%	13%	13%	-4%	-61%	37%	-12%	-20%
Kratkoročne terjatve do družb v skupini	279.857	60.017	90.410	117.246	158.532	2%	0%	1%	1%	1%	-79%	51%	30%	35%	-25%
Kratkoročne terjatve do kupcev	4.451.802	4.285.590	1.644.329	1.814.532	1.900.249	24%	28%	10%	9%	11%	-4%	-62%	10%	5%	-26%
Kratkoročne terjatve do drugih	185.338	384.579	131.272	629.681	185.242	1%	3%	1%	3%	1%	108%	-66%	380%	-71%	50%
KRA TKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	0	0	0	3.849.010	2.391.982	0%	0%	0%	20%	13%	-	-	-	-38%	-
KFN, razen posojil	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
Posojila	0	0	0	3.849.010	2.391.982	0%	0%	0%	20%	13%	-	-	-	-38%	-
KP-skupini	0	0	0	3.849.010	2.391.982	0%	0%	0%	20%	13%	-	-	-	-38%	-
KP-drugim	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
DENAR	1.893.739	562.711	4.941.083	1.729.869	1.519.075	10%	4%	31%	9%	9%	-70%	778%	-65%	-12%	-3%
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	65.123	115.643	128.775	165.437	95.937	0%	1%	1%	1%	1%	78%	11%	28%	-42%	36%
VIRI SREDSTEV	18.404.730	15.229.629	15.956.010	19.237.668	17.751.948	100%	100%	100%	100%	100%	-17%	5%	21%	-8%	1%
LASTNIŠKI KAPITAL	10.202.858	11.916.775	13.024.199	13.970.114	14.667.827	55%	78%	82%	73%	83%	17%	9%	7%	5%	11%
Vpoklicani kapital	2.051.765	2.051.765	2.051.765	2.051.765	2.051.765	11%	13%	13%	11%	12%	0%	0%	0%	0%	0%
Kapitalske rezerve	9.620	9.620	9.620	9.620	9.620	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rezerve iz dobička	205.176	205.176	205.177	205.177	205.177	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Rezerve nastale zaradi vrednotenja po poštenu vrednosti	-91.055	-86.627	-145.805	-126.514	-194.415	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	5%	-68%	13%	-54%	-
Preneseni čisti poslovni izid	6.434.609	8.027.351	9.721.361	10.819.856	11.746.479	35%	53%	61%	56%	66%	25%	21%	11%	9%	19%
Čisti poslovni izid poslovnega leta	1.592.743	1.709.490	1.182.081	1.010.210	849.201	9%	11%	7%	5%	5%	7%	-31%	-15%	-16%	-14%
REZERVACIJE IN DOLGOROČNE PČR	563.993	615.371	613.369	602.559	676.457	3%	4%	4%	3%	4%	9%	0%	-2%	12%	2%
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	700.886	514.606	328.326	142.046	2.336	4%	3%	2%	1%	0%	-27%	-36%	-57%	-98%	-41%
Dolgoročne finančne obveznosti	698.550	512.270	325.990	139.710	0	4%	3%	2%	1%	0%	-27%	-36%	-57%	-100%	-42%
Dolgoročne poslovne obveznosti	2.336	2.336	2.336	2.336	2.336	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dolgoročne obveznosti za davek	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	-	-	-
KRA TKOROČNE OBVEZNOSTI	6.734.746	1.972.941	1.776.899	4.194.047	2.050.918	37%	13%	11%	22%	12%	-71%	-10%	136%	-51%	-15%
Kratkoročne finančne obveznosti	4.775.571	186.281	186.281	186.281	139.710	26%	1%	1%	1%	1%	-96%	0%	0%	-25%	-66%
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.959.175	1.786.660	1.590.618	4.007.766	1.911.208	11%	12%	10%	21%	11%	-9%	-11%	152%	-52%	27%
Obveznosti do dobaviteljev - skupina	106.241	166.952	139.776	373.100	169.469	1%	1%	1%	2%	1%	57%	-16%	167%	-55%	52%
Obveznosti do dobaviteljev - dobavitelj	1.084.565	906.490	758.909	2.972.612	1.102.097	6%	6%	5%	15%	6%	-16%	-16%	292%	-63%	40%
Kratkoročne obveznosti na podlagi predjurnj	20.080	18.034	0	6.163	2.220	0%	0%	0%	0%	0%	-10%	-100%	-	-64%	-33%
Druge kratkoročne obveznosti	748.289	695.184	691.933	655.891	637.422	4%	5%	4%	3%	4%	-7%	0%	-5%	-3%	-4%
PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	202.247	209.936	213.217	328.902	354.410	1%	1%	1%	2%	2%	4%	2%	54%	8%	18%
Zabilančna sredstva	0	0	1.235.613	369.185	332.475	0%	0%	7%	2%	2%	-	-	-70%	-10%	-



Tabela 4:

Izkaz denarnih tokov za obdobje 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018
Začetno stanje denarnih sredstev	1.893.739	562.711	4.941.083	1.729.869
Denarni tok iz poslovanja				
Čisti dobiček pred davki	1.957.288	1.338.751	901.244	952.980
Amortizacija in odpisi	1.652.566	2.011.568	2.155.644	2.122.067
Davki	-247.798	-156.670	108.966	-103.779
Terjatve	2.538.095	2.864.175	-695.448	317.436
Zaloge	-30.941	-16.022	35.621	-26.092
Aktivne časovne razmejitve	-50.520	-13.132	-36.662	69.500
Obveznosti	-172.515	-196.042	2.417.148	-2.096.558
Pasivne časovne razmejitve	7.689	3.281	115.685	25.508
Skupaj denarni tok iz poslovanja	5.653.864	5.835.909	5.002.198	1.261.062
Denarni tok iz investicijske dejavnosti				
Neopredmetena sredstva	20.649	-91.374	37.810	-8.064
Opredmetena OS	-2.284.865	-1.036.902	-4.030.188	-2.753.603
Naložbene nepremičnine	0	0	0	0
Dolgoročne finančne naložbe	38.000	0	0	0
Sredstva za prodajo	0	0	0	0
Kratkoročne finančne naložbe	0	0	-3.849.010	1.457.028
Odložene terjatve za davek	-38.911	-66.322	-110.639	96.654
Skupaj denarni tok iz investicijske dejavnosti	-2.265.127	-1.194.598	-7.952.027	-1.207.985
Denarni tok iz financiranja				
Lastniški kapital	4.427	-74.657	-64.295	-151.488
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0
Rezervacije	51.378	-2.002	-10.810	73.898
Dolgoročne finančne obveznosti	-186.280	-186.280	-186.280	-139.710
Kratkoročne finančne obveznosti	-4.589.290	0	0	-46.571
Dolgoročne obveznosti za davek	0	0	0	0
Skupaj denarni tok iz financiranja	-4.719.765	-262.939	-261.385	-263.871
Neto denarni tok	-1.331.028	4.378.372	-3.211.214	-210.794
Končno stanje denarnih sredstev	562.711	4.941.083	1.729.869	1.519.075

Tabela 5: Analiza obratnega kapitala za obdobje 2014 - 2018 in projekcija

Analiza obratnega kapitala	2014	2015	2016	2017	2018
ZALOGE	195.781	226.722	242.744	207.123	233.215
Kratkoročne poslovne terjatve	4.916.997	4.730.186	1.866.011	2.561.459	2.244.023
Aktivne časovne razmejitve	65.123	115.643	128.775	165.437	95.937
Kratkoročne poslovne obveznosti	1.959.175	1.786.660	1.590.618	4.007.766	1.911.208
Pasivne časovne razmejitve	202.247	209.936	213.217	328.902	354.410
Operativni obratni kapital	3.016.479	3.075.955	433.695	-1.402.649	307.557
Prilagoditev poslovnih obveznosti				2.213.289	
Prilagojen OBK	3.016.479	3.075.955	433.695	810.640	307.557
Letna sprememba prilagojenega OBK		59.476	-2.642.260	376.945	-503.083
Prilagojeni poslovni prihodki - PPP	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174
Delež prilagojenega OBK v PPP	18,1%	17,6%	2,7%	5,0%	1,9%
Povprečni OBK v PPP 2014 do 2018					9,1%
Mediana OBK v PPP 2014 do 2018					5,0%
Ocenjeni potrebni obratni kapital kot % PPP					5,0%
Ocenjeni potrebni obratni kapital v EUR					805.959
Primanjkljaj OBK v EUR (glede na dejanski OBK)					-498.402
DENAR	1.893.739	562.711	4.941.083	1.729.869	1.519.075

Projekcije obratnega kapitala - projekcija posloводства	2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano
Prilagojeni poslovni prihodki - načrtovani letni	16.715.919	17.084.526	17.250.191	17.420.607	17.595.911	18.000.617
Ocenjeni obratni kapital	835.796	854.226	862.510	871.030	879.796	900.031
Obratni kapital / ČPP v %	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Letna sprememba obratnega kapitala	29.837	18.430	8.283	8.521	8.765	20.235
Sprememba OBKbf						

Projekcije obratnega kapitala - Projekcija ocenjevalca	2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano
Čisti prihodki od prodaje - načrtovani letni	16.457.677	16.836.203	17.223.436	17.619.575	18.024.825	18.439.396
Ocenjeni obratni kapital	822.884	841.810	861.172	880.979	901.241	921.970
Obratni kapital / ČPP v %	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Letna sprememba obratnega kapi	16.925	18.926	19.362	19.807	20.263	20.729

	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana	Povprečje
Zaloge / PPP	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Krat posl terjatve / PPP	30%	27%	11%	16%	14%	16%	20%
Krat posl obveznosti / PPP	12%	10%	10%	25%	12%	12%	14%
	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana	Povprečje
Dnevi vezave zalog	5	6	7	6	7	6	6
Dnevi vezave terjatev	108	99	42	58	51	58	71
Dnevi vezave obveznosti	103	91	95	238	118	103	129

Tabela 6: Izračuni finančnih kazalnikov za obdobje 2014 - 2018

	2014	2015	2016	2017	2018	Mediana	Povprečje
EBITDA marža - neprilagojena	19,8%	19,7%	20,3%	18,9%	19,2%	19,7%	19,6%
EBIT maža - neprilagojena	9,6%	10,3%	8,0%	5,6%	6,1%	8,0%	7,9%
EBITDA marža - prilagojena	20,3%	20,2%	20,0%	18,7%	18,9%	20,0%	19,6%
EBIT maža - prilagojena	10,6%	10,9%	8,0%	5,4%	5,9%	8,0%	8,1%
Marža čistega dobička - nepril.	9,6%	9,8%	7,2%	6,2%	5,2%	7,2%	7,6%
Marža čistega dobička - prilag.	9,6%	9,8%	7,2%	6,3%	5,3%	7,2%	7,6%
ROE pred davki - nepril.	18,7%	16,4%	10,3%	6,5%	6,5%	10,3%	11,7%
EBIT / Investirani kapital - nepril.	21,0%	27,3%	24,5%	21,4%	21,0%	21,4%	23,1%
<b>Likvidnost</b>							
Tekoči koeficient	1,0	2,8	4,0	2,0	3,1	2,8	2,6
Pospešeni koeficient	1,0	2,7	3,8	1,9	3,0	2,7	2,5
Hitri koeficient	0,3	0,3	2,8	1,3	1,9	1,3	1,3
Razmerje KPT / KPO	0,7	2,4	1,1	0,6	1,1	1,1	1,2
<b>Activity ratios</b>							
Obrat terjatev	3,4	3,7	8,8	6,3	7,2	6,3	5,9
Dnevi vezave terjatev	108	99	42	58	51	58	71
Obrat zaloge	68	61	54	63	56	61	60
Dnevi vezave zalog	5	6	7	6	7	6,2	6
Obrat obveznosti	3,5	4,0	3,9	1,5	3,1	3,5	3,2
Dnevi vezave obveznosti	103	91	95	238	118	103	129
ČPP / obratni kapital	3,4	3,6	21,7	-6,4	28,0	3,65	10,08
ČPP / stalna sredstva	1,2	1,2	1,1	0,9	0,8	1,13	1,04
ČPP / sredstva	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,56	0,57
<b>Finančno vzvodje</b>							
D / E	54%	6%	4%	2%	1%	4%	13%
Dolgoroč. sredstva / Last. kapital	1,1	0,8	0,7	0,8	0,8	77%	83%
Dolg / celotni kapital	35%	6%	4%	2%	1%	4%	9%
Last. kapital / celotni kapital	68%	98%	99%	99%	99%	99%	93%

Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d.  
na dan 31.12.2018

Tabela 7:

	Doseženo					
v EUR	2014	2015	2016	2017	2018	Povp 14-18
Stopnja inflacije / povprečje leta - UMAR	0,2%	-0,5%	-0,1%	1,4%	1,8%	
<b>Projekcija izkaza poslovnega izida</b>						
	2014	2015	2016	2017	2018	Povp 14-18
Čisti prihodki od prodaje - domači trg	9.367.047	9.882.931	9.034.212	8.648.763	8.244.545	9.035.500
Čisti prihodki od prodaje - tuji trg	954.028	1.339.904	377.648	343.023	371.869	677.294
Čisti prihodki od prodaje (ČPP)	10.321.075	11.222.835	9.411.860	8.991.786	8.616.414	9.712.794
Rast v %		8,7%	-16,1%	-4,5%	-4,2%	-4,0%
Drugi poslovni prihodki - subvencije	6.319.071	6.217.842	6.906.258	7.097.625	7.502.760	6.808.711
Prevednotovalni in drugi poslovni prihodki	0	0	0	0	0	0
Delež drugih prihodkov v ČPP	61,2%	55,4%	73,4%	78,9%	87,1%	71,2%
Rast v %		-1,6%	11,1%	2,8%	5,7%	4,5%
Prilagodjeni poslovni prihodki (PPP)	16.640.146	17.440.677	16.318.118	16.089.411	16.119.174	16.521.505
Rast v %		4,8%	-6,4%	-1,4%	0,2%	-0,7%
Čisti prihodki od prodaje na zaposlenega	35.468	38.303	32.343	31.221	30.555	33.578
<b>Stroški</b>						
Stroški blaga, materiala in storitev	6.910.638	7.174.403	6.129.439	6.152.333	5.899.677	6.451.298
kot % v PPP	41,5%	41,1%	37,6%	38,2%	36,5%	39,0%
Rast stroškov BMS		3,8%	-14,6%	0,4%	-4,3%	
NVPB + stroški materiala	3.532.108	3.439.298	2.975.431	3.099.964	3.216.080	3.252.576
kot % v PPP	21,2%	19,7%	18,2%	19,3%	20,0%	19,7%
Rast NVPB in stroškov materiala		-2,6%	-13,5%	4,2%		
Stroški storitev	3.378.530	3.735.105	3.154.008	3.052.369	2.673.597	3.198.722
kot % v PPP	20,3%	21,4%	19,3%	19,0%	16,6%	19,3%
Rast stroškov storitev		10,6%	-15,6%	-3,2%		
Stroški dela	6.270.784	6.670.296	6.845.725	6.854.023	7.114.164	6.750.998
kot % v PPP	37,7%	38,2%	42,0%	42,6%	44,1%	40,9%
Sprememba glede na predhodno leto		6,4%	2,6%	0,1%	107,6%	29,2%
Število zaposlenih	291	293	291	288	282	289
letna sprememba plač		5,6%	3,3%	1,2%	6,0%	4,0%
Povprečni stroški dela/zaposlenega	21.549	22.766	23.525	23.799	25.228	23.373
Povprečni stroški dela na zap/mes	1.796	1.897	1.960	1.983	2.102	1.948
Dodana vrednost na zaposlenega	33.148	34.789	34.764	34.239	36.028	34.594
Amortizacija	1.610.303	1.625.275	1.969.948	2.142.256	2.101.901	1.889.937
kot % v PPP	9,7%	9,3%	12,1%	13,3%	13,9%	11,4%
Sprememba glede na predhodno leto		0,9%	21,2%	8,7%	96,2%	
Prevednotovalni poslovni odhodki	0	0	0	0	0	0
kot % v ČPP	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Drugi poslovni odhodki	83.371	73.162	72.260	76.145	69.623	74.912
kot % v PPP	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%
Skupaj poslovni odhodki	14.875.096	15.543.136	15.017.372	15.224.757	15.175.365	15.167.145
Rast odhodkov v %						
EBITDA	3.375.353	3.522.816	3.270.694	3.006.910	3.045.710	3.244.297
EBIT	1.765.050	1.897.541	1.300.746	864.654	943.809	1.354.360
Letna rast EBIT		8%	-31%	-34%	9%	
Davčna stopnja - efektivna (korišč.d.i.)	17,9%	13,1%	12,0%	-12,6%	11,0%	8,3%
- davek	315.100	247.798	156.670	-108.966	103.779	142.876
Čisti dobiček iz poslovanja	1.449.950	1.649.743	1.144.076	973.620	840.030	1.211.484
<b>Projekcija ocene vrednosti lastniškega kapitala</b>						
	2014	2015	2016	2017	2018	Povp 14-18
EBITDA Marža v PPP	20,3%	20,2%	20,0%	18,7%	18,9%	19,6%
EBIT Marža v PPP	10,6%	10,9%	8,0%	5,4%	5,9%	8,1%
Marža ČD iz poslovanja (EBIT - davek) / PPP	8,7%	9,5%	7,0%	6,1%	5,2%	7,3%

Projekcija izkaza poslovnega izida za obdobje 2019 - 2023

Projekcija poslovnega izida							Projekcija ocenjevalca						
	2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano		2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano
	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%		2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,30%
	2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano		2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano
8.376.540	8.388.049	8.544.746	8.705.926	8.871.717	9.075.767		8.417.680	8.611.287	8.809.347	9.011.962	9.219.237	9.431.279	
295.596	296.000	304.880	314.026	323.447	330.886		379.678	388.411	397.344	406.483	415.832	425.396	
8.672.136	8.684.049	8.849.626	9.019.952	9.195.165	9.406.653		8.797.359	8.999.698	9.206.691	9.418.445	9.635.069	9.856.676	
0,6%	0,1%	1,9%	1,9%	1,9%	2,3%		2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
8.043.784	8.400.477	8.400.565	8.400.655	8.400.747	8.593.964		7.660.318	7.836.505	8.016.745	8.201.130	8.389.756	8.582.720	
0	0	0	0	0	0		0	0	0	0	0	0	
92,8%	96,7%	94,9%	93,1%	91,4%	91,4%		87,1%	87,1%	87,1%	87,1%	87,1%	87,1%	
7,2%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%		2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
16.715.919	17.084.526	17.250.191	17.420.607	17.595.911	18.000.617		16.457.677	16.836.203	17.223.436	17.619.575	18.024.825	18.439.396	
3,7%	2,2%	1,0%	1,0%	1,0%	2,3%		2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
30.752	30.795	31.382	31.986	32.607	33.357		31.196	31.914	32.648	33.399	34.167	34.953	
5.900.749	5.882.665	5.868.233	5.909.287	5.979.021	6.116.539		5.974.137	6.111.542	6.252.107	6.395.906	6.543.012	6.693.501	
35,3%	34,4%	34,0%	33,9%	34,0%	34,0%		36,3%	36,3%	36,3%	36,3%	36,3%	36,3%	
0,2%	-0,3%	-0,2%	0,7%	1,2%	2,3%			1,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
3.337.386	3.306.836	3.242.794	3.233.196	3.251.214	3.325.992		3.242.162	3.316.732	3.393.017	3.471.056	3.550.891	3.632.561	
20,0%	19,4%	18,8%	18,6%	18,5%	18,5%		19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	
3,8%	-0,9%	-1,9%	-0,3%	0,6%	2,3%		0,8%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
2.563.364	2.575.830	2.625.440	2.676.091	2.727.807	2.790.546		2.731.974	2.794.810	2.859.090	2.924.849	2.992.121	3.060.940	
15,3%	15,1%	15,2%	15,4%	15,5%	15,5%		16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	
-4,1%	0,5%	1,9%	1,9%	1,9%	2,3%		2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	4,7%	2,3%	
7.809.029	7.947.076	8.089.828	8.235.578	8.384.388	8.577.229		7.263.561	7.430.623	7.601.528	7.776.363	7.955.219	8.138.189	
46,7%	46,5%	46,9%	47,3%	47,6%	47,6%		44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	
9,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	2,3%		2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
282	282	282	282	282	282		282	282	282	282	282	282	
9,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	2,3%		2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
27.692	28.181	28.687	29.204	29.732	30.416		25.757	26.350	26.956	27.576	28.210	28.859	
2.308	2.348	2.391	2.434	2.478	2.535		2.146	2.196	2.246	2.298	2.351	2.405	
38.054	39.435	40.068	40.520	40.888	41.829		36.878	37.743	38.611	39.500	40.409	41.339	
2.191.214	2.364.779	2.496.646	2.334.871	2.330.303	2.383.900		2.191.214	2.364.779	2.496.646	2.334.871	2.330.303	2.383.900	
13,1%	13,8%	14,5%	13,4%	13,2%	13,2%		13,3%	14,0%	14,5%	13,3%	12,9%	12,9%	
4,2%	7,9%	5,6%	-6,5%	-0,2%	2,3%			7,9%	5,6%	-6,5%	-6,7%	2,3%	
0	0	0	0	0	0		0	0	0	1	0	0	
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
84.083	81.211	82.916	84.658	86.435	88.423		84.083	81.211	82.916	84.658	86.435	88.423	
0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
15.985.075	16.275.731	16.537.624	16.564.393	16.780.148	17.166.091		15.512.995	15.988.155	16.433.197	16.591.798	16.914.969	17.304.014	
5,3%	1,8%	1,6%	0,2%	1,3%	2,3%		2%	3%	3%	1%	3%	3%	
2.922.059	3.173.573	3.209.213	3.191.085	3.146.067	3.218.426		3.135.896	3.212.827	3.286.885	3.362.648	3.440.159	3.519.283	
730.845	808.794	712.567	856.214	815.764	834.526		944.682	848.048	790.239	1.027.777	1.109.856	1.135.382	
-22,6%	10,7%	-11,9%	20,2%	-4,7%			0,1%	-10,2%	-6,8%	30,1%	40,4%		
11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	19,0%		11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	19,0%	
85.509	94.629	83.370	100.177	95.444	141.869		110.528	99.222	92.458	120.250	129.853	215.723	
645.336	714.165	629.197	756.037	720.319	692.657		834.154	748.827	697.781	907.527	980.003	919.660	
<b>Projekcija ocene vrednosti lastniškega kapitala</b>							<b>Projekcija ocenjevalca</b>						
	2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano		2019	2020	2021	2022	2023	Normalizirano
	17,5%	18,6%	18,6%	18,3%	17,9%	17,9%		19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
	4,4%	4,7%	4,1%	4,9%	4,6%	4,6%		5,7%	5,0%	4,6%	5,8%	6,2%	6,2%
	3,9%	4,2%	3,6%	4,3%	4,1%	3,8%		5,1%	4,4%	4,1%	5,2%	5,4%	5,0%

	Doseženo					
	2014	2015	2016	2017	2018	

Tabela 8a: Napoved čistih denarnih tokov za obdobje 2019 - 2023 - projekcija posloводства

v EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Preostala vrednost
Čisti dobiček iz poslovanja	645.336	714.165	629.197	756.037	720.319	692.657
Amortizacija (+)	2.191.214	2.364.779	2.496.646	2.334.871	2.330.303	2.383.900
Bruto denarni tok	2.836.550	3.078.944	3.125.843	3.090.908	3.050.623	3.076.557
Sprememba obratnega kapitala (+/-)	29.837	18.430	8.283	8.521	8.765	20.235
Investicije (-)	2.366.000	1.863.000	2.728.000	2.115.000	1.998.000	2.383.900
Bruto investicije	-2.395.837	-1.881.430	-2.736.283	-2.123.521	-2.006.765	-2.404.136
Čisti denarni tok za celotni kapital	440.713	1.197.514	389.560	967.387	1.043.857	672.421

Tabela 8b: Napoved čistih denarnih tokov za obdobje 2019 - 2023 - projekcija ocenjevalca

v EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Preostala vrednost
Čisti dobiček iz poslovanja	834.154	748.827	697.781	907.527	980.003	919.660
Amortizacija (+)	2.191.214	2.364.779	2.496.646	2.334.871	2.330.303	2.383.900
Bruto denarni tok	3.025.368	3.113.606	3.194.427	3.242.398	3.310.306	3.303.560
Sprememba obratnega kapitala (+/-)	16.925	18.926	19.362	19.807	20.263	20.729
Investicije (-)	2.191.214	2.364.779	2.496.646	2.334.871	2.330.303	2.383.900
Bruto investicije	-2.208.139	-2.383.705	-2.516.008	-2.354.678	-2.350.566	-2.404.629
Čisti denarni tok za celotni kapital	817.229	729.900	678.419	887.720	959.740	898.931

Tabela 9:

Izračun diskontne mere

Manjšinski		Vir:		Transportation		
Izračun Bete	31.12.2018	31.12.2018	jan.18	jan.19	povprečje 2015-18	
Beta brez dolga (corr for cash) - "Transportation"	0,76	Damodaran, Beta za Evropo	D/E	55,54%	98,00%	71,06%
Davčna stopnja - dejanska efektivna	11,7%	dejansko D/E razmerje	D	35,71%	49,49%	41,54%
D / E Podjetja	1,80%		E	64,29%	50,51%	58,46%
<b>Beta Podjetja = Bu*(1+(1-Ts)*D/Ep)</b>	<b>0,77</b>		Kontrola	55,54%	98,00%	71,06%
Netvegana mera donosa	3,00%	2018 International valuation Handbook				
Prihodek za kapitalno tveganje	5,30%	2018 International valuation Handbook				
<b>Beta Podjetja</b>	<b>0,77</b>					
<b>Temeljna diskontna mera</b>	<b>7,08%</b>					
Prihodek za majhnost (market capitalization)	3,94%	2018 International Valuation Handbook (Market capitalization) - Premia over CAPM				
Prihodek za deželno tveganje	1,34%	Damodaran, Januar 2019 (CDS based Country Risk)				
Prihodek za posebna tveganja podjetja	0,00%					
<b>Zahtevana donosnost lastniškega kapitala</b>	<b>12,36%</b>					
<b>WACC podjetja</b>						
Strošek lastniškega kapitala	12,36%					
Strošek dolga pred davki	0,96%					
Delež dolga v celotnem kapitalu	1,77%					
Delež LK v celotnem kapitalu	98,23%					
Davčna stopnja - dejanska efektivna	11,7%					
Projekcija posloводства						
	Dejansko KV	Manjšinski				
Lastniški kapital	14.667.827	7.890.823				
Obrestovani dolg	142.046	142.046				
<b>Celotni kapital</b>	<b>14.809.873</b>	<b>8.032.869</b>				
D / E	1,0%	1,80%				
D	1,0%	1,77%				
E	99,0%	98,23%				

Date updated:

Raw Data from

<http://www.damodaran.com>

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash	HiLo Risk	Standard deviation of equity	Standard deviation in operating income (last
Transportation / data jan 2016	38	1,14	60,86%	22,40%	0,78	8,91%	0,85	0,2778	37,48%	
Transportation / dat jan 2017	39	1,06	69,84%	23,79%	0,69	9,19%	0,76	0,2623	25,09%	20,95%
Transportation / data jan 2018	38	1,21	55,54%	17,96%	0,78	11,41%	0,88	0,2582	26,95%	22,77%
Transportation / data jan 2019	40	0,92	98,00%	18,72%	0,46	13,60%	0,54	0,2642	33,56%	28,57%
<b>Average 2015 - 2018</b>		<b>1,08</b>	<b>71,06%</b>		<b>0,68</b>		<b>0,76</b>			

Country	Region	Moody's rating	Rating-based Default	Total Equity Risk	Country Risk Premium	Sovereign CDS, net of US	Total Equity Risk Premium2	Country Risk Premium3
Slovenia	Eastern Europe & Ru	Baa1	1,80%	8,18%	2,22%	1,09%	7,30%	1,34%

Tabela 10a

Ocena vrednosti z metodo diskontiranega denarnega toka - projekcija poslovdstva

Predpostavke

WACC	12,16%
Dolgoročna stopnja rasti	2,3%

v EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Rezidual
Dolga prosti čisti denarni tok	440.713	1.197.514	389.560	967.387	1.043.857	6.978.964
Časovni faktor (datum vrednotenja 31.12.2018)	0,500	1,500	2,500	3,500	4,500	4,500
Faktor sedanje vrednosti	0,9443	0,8419	0,7507	0,6693	0,5967	0,5967
Sedanja vrednost čistih denarnih tokov	416.144	1.008.193	292.423	647.461	622.916	4.164.661
Vsota sedanje vrednosti denarnih tokov od 1 do 5	2.987.137	42%				
Sedanja vrednost rezidualne vrednosti nad 5	4.164.661	58%				

**Tržna vrednost celotnega kapitala** **7.151.798** 100%  
**za neobvladujoči in tržljiv lastniški delež v EUR**

		Dolg skupaj
Minus: obveznosti iz financiranja - dolgoročne	0	
Minus: obveznosti iz financiranja - kratkoročne	-139.710	-142.046
Minus: dolgoročne poslovne obveznosti	-2.336	
Minus: primanjkljaj obratnega kapitala	-498.402	
Plus: kratkoročne finančne naložbe	2.391.982	3.911.057
Plus: dolgoročne finančne naložbe	0	
Plus: denar	1.519.075	
Plus: presežek OBK		
Plus: poslovno nepotrebno premoženje	213.401	

**Tržna vrednost celotnega lastniškega kapitala** **10.635.808**  
**z vidika neobvladujočega in tržljivega lastništva**  
**Plus: Pribitek za obvladovanje** **2.911.557** **27,4%**

**Tržna vrednost lastniškega kapitala**  
**za obvladujoči in tržljivi lastniški delež v EUR** **13.547.365**

**zaokroženo** **13.547.000**

**Tržna vrednost 100% lastniškega kapitala** **13.547.000**  
**Tržna vrednost 1 delnice** **27,552**  
**Število vseh delnic** 491.685

Knjigovodska vrednost celotnega kapitala 14.667.827  
Knjigovodska vrednost 1 delnice 29,832

Analiza občutljivosti - 2 spremenljivki

	1,80%	2,30%	2,80%
<b>13.547.000</b>			
11,66%	13.672.000	13.987.000	<b>14.339.000</b>
12,16%	13.267.000	<b>13.547.000</b>	13.858.000
12,66%	<b>12.898.000</b>	13.149.000	13.425.000

na 1 delnico	1,80%	2,30%	2,80%
11,66%	27,806	28,447	<b>29,163</b>
12,16%	26,983	<b>27,552</b>	28,185
12,66%	<b>26,232</b>	26,743	27,304

Tabela 10b:

Ocena vrednosti z metodo diskontiranega denarnega toka - projekcija ocenjevalca

Predpostavke

WACC	12,16%
Dolgoročna stopnja rasti	2,3%

v EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Rezidual
Dolga prosti čisti denarni tok	817.229	729.900	678.419	887.720	959.740	9.329.877
Časovni faktor (datum vrednotenja 31.12.2018)	0,500	1,500	2,500	3,500	4,500	4,500
Faktor sedanje vrednosti	0,9443	0,8419	0,7507	0,6693	0,5967	0,5967
Sedanja vrednost denarnih tokov	771.670	614.506	509.256	594.141	572.720	5.567.556
Vsota sedanje vrednosti denarnih tokov od 1 do 5 let	3.062.293	43%				
Sedanja vrednost rezidualne vrednosti nad 5 let	5.567.556	65%				
<b>Tržna vrednost celotnega kapitala za neobvladujoči in tržljiv lastniški delež v EUR</b>	<b>8.629.848</b>	100%				
Minus: obveznosti iz financiranja - dolgoročne	0					
Minus: obveznosti iz financiranja - kratkoročne	-139.710					
Minus: dolgoročne poslovne obveznosti	-2.336					
Minus: primanjkljaj obratnega kapitala	-498.402					
Plus: kratkoročne finančne naložbe	2.391.982					
Plus: dolgoročne finančne naložbe	0					
Plus: denar	1.519.075					
Plus: presežek OBK						
Plus: poslovno nepotrebno premoženje	213.401					
<b>Tržna vrednost celotnega lastniškega kapitala z vidika neobvladujočega in tržljivega lastništva</b>	<b>12.113.858</b>					
<b>Plus: Pribitek za obvladovanje</b>	<b>3.316.174</b>	27,4%				
<b>Tržna vrednost lastniškega kapitala za obvladujoči in tržljivi lastniški delež v EUR</b>	<b>15.430.033</b>					
<b>zaokroženo</b>	<b>15.430.000</b>					
<b>Tržna vrednost 100% lastniškega kapitala</b>	<b>15.430.000</b>					
<b>Tržna vrednost 1 delnice</b>	<b>31,382</b>					
<b>Število vseh delnic</b>	491.685					
Knjigovodska vrednost celotnega kapitala	14.667.827					
Knjigovodska vrednost 1 delnice	29,832					

	15.430.000	1,80%	2,30%	2,80%
	11,66%	15.580.000	16.002.000	<b>16.472.000</b>
	12,16%	15.055.000	<b>15.430.000</b>	15.846.000
	12,66%	<b>14.578.000</b>	14.913.000	15.283.000

na 1 delnico	1,80%	2,30%	2,80%
11,66%	31,687	32,545	<b>33,501</b>
12,16%	30,619	<b>31,382</b>	32,228
12,66%	<b>29,649</b>	30,330	31,083



Tabela 11:

Pribitek za obvladovanje

**Faktorji, ki vplivajo na opredelitev odbitka za obvladovanje**

Faktor	Nizek	Zmeren			Visok
	0	1	2	3	4
Imenovanje uprave in določanje nadomestil članom uprav	0				
Določanje poslovne strategije podjetja	0				
Spremembe družbene pogodbe	0				
Vpliv na investicije in odprodaje premoženja	0				
Vpliv na ključne poslovne odločitve (prevzemi, likvidacije,	0				
Nakupi in prodaje lastnih delnic	0				
Dostop do finančni izkazov			2		
Določitev dividendne politike	0				
	0	0	2	0	0
Število točk skupaj	2				

nižji vpliv - višji odbitek; višji vpliv - nižji odbitek

**SKLEP O ODBITKU ZA OBVLADOVANJE**

	Odbitek za pomanjkanje obvladovanja	Število točk
Popolno obvladovanje	0%	32
Najvišja stopnja neobvladovanja	22,92%	0
Število doseženih točk		2
Odbitek za pomanjkanje obvladovanja	21,49%	
Pribitek za obvladovanje	27,38%	

Vir: Pratt, Reilly, Schweih, *Valuing a business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (4th Edition, 2000)*

Poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d.  
na dan 31.12.2018

Tabela 12

Ocena vrednosti z metodo prilagojenih knjigovodskih vrednosti ob predpostavki prostovoljne likvidacije

v EUR	Knjig. vred. 31.12.2018	Prilagoditev 1	Ocena PKVS delujoče podjetje	čas vnovčitve v mesečih	12,16%		Ocena PKVS prostovoljna likvidacija
					diskontna mera	diskontni faktor	
<b>SREDSTVA</b>	<b>17.751.948</b>	<b>-289.420</b>	<b>17.179.412</b>				<b>15.880.438</b>
<b>POSLOVNO POTREBNO PREMOŽENJE</b>	<b>17.751.948</b>	<b>-515.420</b>	<b>16.953.412</b>				<b>15.667.037</b>
<b>DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	<b>11.267.716</b>	<b>-438.689</b>	<b>10.545.911</b>				<b>9.359.287</b>
<b>NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	<b>119.196</b>	<b>0</b>	<b>119.196</b>	12	0,1216	0,8916	53.138
<b>OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA</b>	<b>10.865.404</b>	<b>-438.689</b>	<b>10.426.715</b>				<b>9.306.149</b>
<b>Nepremičnine</b>	<b>2.283.279</b>	<b>-438.689</b>	<b>1.844.590</b>				<b>1.644.656</b>
Zemljišča in zgradbe	2.283.279	-438.689	1.844.590	12	0,1216	0,8916	1.644.656
Druge naprave in oprema	8.462.562	0	8.462.562	12	0,1216	0,8916	7.545.310
Oprema, ki se pridobiva	119.563	0	119.563	3	0,1216	0,9717	116.182
<b>DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>				<b>0</b>
DFN v skupini	0	0	0				0
Druge DFN	0	0	0				0
Dolgoročna posojila	0	0	0				0
Dolgoročne poslovne terjatve	0	0	0				0
Odložene terjatve za davek	283.116	0	0				0
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	<b>6.484.232</b>	<b>-76.731</b>	<b>6.407.501</b>				<b>6.307.749</b>
<b>Zaloge</b>	<b>233.215</b>	<b>0</b>	<b>233.215</b>				<b>220.214</b>
Material	233.215	0	233.215	6	0,1216	0,9443	220.214
Nedokončana proizvodnja	0	0	0				0
Proizvodi in trgovsko blago	0	0	0				0
Predujmi za zaloge	0	0	0				0
<b>Kratkoročne poslovne terjatve</b>	<b>2.244.023</b>	<b>0</b>	<b>2.244.023</b>				<b>2.180.575</b>
Kratkoročne terjatve - skupina	158.532	0	158.532	3	0,1216	0,9717	154.050
Kratkoročne terjatve do kupcev	1.900.249	0	1.900.249	3	0,1216	0,9717	1.846.521
Kratkoročne terjatve do drugih	185.242	0	185.242	3	0,1216	0,9717	180.004
<b>Kratkoročne finančne naložbe</b>	<b>2.391.982</b>	<b>0</b>	<b>2.391.982</b>				<b>2.369.222</b>
KFN - skupina	0	0	0				0
KFN - posojila	2.391.982	0	2.391.982	1	0,1216	0,9905	2.369.222
<b>Denar</b>	<b>1.519.075</b>	<b>0</b>	<b>1.519.075</b>				<b>1.519.075</b>
<b>Aktivne časovne razmejitev</b>	<b>95.937</b>	<b>-76.731</b>	<b>19.206</b>	3	0,1216	0,9717	<b>18.663</b>
<b>POSLOVNO NEPOTREBNO PREMOŽENJE</b>	<b>0</b>	<b>226.000</b>	<b>226.000</b>	6	0,1216	0,9443	<b>213.401</b>
<b>OBVEZNOSTI</b>	<b>3.084.121</b>	<b>0</b>	<b>3.084.121</b>				<b>2.457.764</b>
<b>Rezervacije in dolgoročne PČR</b>	<b>676.457</b>	<b>0</b>	<b>676.457</b>				<b>50.100</b>
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>2.336</b>	<b>0</b>	<b>2.336</b>				<b>2.336</b>
Dolgoročne finančne obveznosti	0	0	0				0
Dolgoročne poslovne obveznosti	2.336	0	2.336				2.336
Dolgoročne obveznosti za davek	0	0	0				0
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>2.050.918</b>	<b>0</b>	<b>2.050.918</b>				<b>2.050.918</b>
Kratkoročne finančne obveznosti	139.710	0	139.710				139.710
<b>Kratkoročne poslovne obveznosti</b>	<b>1.911.208</b>	<b>0</b>	<b>1.911.208</b>				<b>1.911.208</b>
Obveznosti do dobaviteljev - skupina	169.469	0	169.469				169.469
Obveznosti do dobaviteljev - drugi	1.102.097	0	1.102.097				1.102.097
Kratkoročne obveznosti na podlagi predujmov	2.220	0	2.220				2.220
Druge kratkoročne obveznosti	637.422	0	637.422				637.422
<b>PČR</b>	<b>354.410</b>	<b>0</b>	<b>354.410</b>				<b>354.410</b>
<b>Čista vrednost sredstev v EUR</b>	<b>14.667.827</b>	<b>-289.420</b>	<b>14.095.291</b>				<b>13.422.674</b>
<b>Odpravnine zaposlenim</b>							<b>2.101.949</b>
<b>Stroški likvidacije</b>							<b>110.000</b>
<b>Prilagojena knjigov. vrednost sredstev v EUR</b>							<b>11.210.725</b>
<b>Vrednost celotnega kapitala po metodi PKVS ob predpostavki prostovoljne likvidacije v EUR - zaokroženo</b>							<b>11.211.000</b>
<b>Število vseh delnic</b>							<b>491.685</b>
<b>Vrednost 1 delnice po metodi PKVS ob predpostavki prostovoljne likvidacije v EUR</b>							<b>22,801</b>

## Priloga 2:

Izjava pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij in dovoljenje  
za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij

## Izjava o neodvisnosti

Uroš Pilih Grah, pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij, podpisnik tega poročila, pri najboljšem poznavanju in prepričanju izjavljam, da za vrednotenje celotnega lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d., na dan 31.12.2018, za namen izključitve manjšinskih delničarjev v skladu z 384. členom ZGD-1, velja:

- kot ocenjevalec vrednosti podjetij imam potrebno znanje in izkušnje za nepristransko oceno vrednosti lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d.,
- poročilo o oceni vrednosti lastniškega kapitala je pripravljeno neodvisno in nepristransko,
- ocenjevalec vrednosti nisem niti materialno niti kako drugače povezan ali vključen niti v predmet podjetja ocenjevanja vrednosti niti stranko, ki je naročila ocenjevanje vrednosti,
- informacije in podatki o podjetju, prikazani v tem poročilu, so preverjeni v skladu z možnostmi ter prikazani in uporabljeni v dobri veri, pri čemer verjamem in zaupam v njihovo točnost,
- prikazane so moje osebne analize, mnenja in sklepi, ki so omejeni samo s splošnimi predpostavkami in omejitvenimi pogoji, navedenimi v tem poročilu,
- nimam sedanjih in prihodnjih interesov glede premoženja družbe ARRIVA Štajerska d.d., ki je predmet tega poročila in nimam osebnih interesov ali pristranskosti glede fizičnih in pravnih oseb, ki jih ocenjena vrednost zadeva,
- plačilo za storitve v zvezi z oceno vrednosti ni vezano na vnaprej določeno vrednost predmeta ocenjevanja vrednosti ali na kakršen koli poslovni dogodek, ki bi bil posledica analize, mnenj ali sklepov tega poročila,
- analize, mnenja in sklepi so bili oblikovani ter poročilo sestavljeno v skladu s Hierarhijo pravil ocenjevanja vrednosti.

Maribor, 16.07.2019

Uroš Pilih Grah, univ. dipl. ekon.  
**POOBLAŠČENI OCENJEVALEC**  
**VREDNOSTI PODJETIJ**

**SLOVENSKI INŠTITUT ZA REVIZIJO**

Dunajska cesta 106, 1000 Ljubljana  
Telefon: 01 588 55 54

Številka: DOP-P-1/18-386

Datum: 13. 11. 2018

Na podlagi 2. odstavka 90. in 2. odstavka 48. člena zakona o revidiranju (Uradni list RS, št. 65/06) in 1. odstavka 2. člena Pravilnika o priznanju dodatnega izobraževanja za podaljšanje veljavnosti dovoljenja za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca je Slovenski inštitut za revizijo po strokovnem svetu, na svoji seji dne 13. 11. 2018 izdal

**ODLOČBO.**

UROŠU PILIHU GRAHU, rojenemu 19. decembra 1974 v Mariboru, stanujočemu v Mariboru, Ob ribniku 41,

se do vključno 1. 12. 2020 podaljša

**VELJAVNOST DOVOLJENJA ZA OPRAVLJANJE NALOG  
POOBLAŠČENEGA OCENJEVALCA VREDNOSTI  
PODJETIJ.**

**Obrazložitev**

Uroš Pilih Grah je 8. 11. 2018 vložil zahtevek za podaljšanje dovoljenja za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij iz evidence, ki jo vodi Slovenski inštitut za revizijo v okviru registra pooblaščenih ocenjevalcev vrednosti podjetij je razvidno, da Uroš Pilih Grah izpolnjuje pogoje iz 1. odstavka 2. člena Pravilnika o priznanju dodatnega izobraževanja za podaljšanje veljavnosti dovoljenja za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti, zato se mu dovoljenje za opravljanje nalog pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij, podaljša do vključno 1. 12. 2020. Po tem datumu bo Slovenski inštitut za revizijo dovoljenje podaljšal, če bo Uroš Pilih Grah opravil program dodatnega strokovnega izobraževanja, ki ga določi Inštitut.

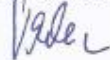
**Pravni pouk:**

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

Na podlagi tarifne številke 2 Tarife o taksah in nadomestilih (Uradni list RS, št. 45/02 in 71/06) znaša taksa za to odločbo 240,19 EUR (brez vračunanega davka na dodano vrednost).

**Postopek vodila:**

Barbara Prelec



**Vročeno:**

- naslovníku,
- Agenciji za javni nadzor nad revidiranjem
- arhivu, tu

Dr. Samo Javornik,  
Predsednik strokovnega sveta  
Slovenskega inštituta za revizijo



SLOVENSKI INŠTITUT  
ZA REVIZIJO  
Ljubljana, Dunajska cesta 106

Priloga 3:

Izjava naročnika

**Naročnik:**

ARRIVA Dolenjska in Primorska, d.d.  
Kolodvorska cesta 11  
6000 KOPER

**Izvajalec:**

VALUCON, d.o.o.  
Ob ribniku 41  
2000 MARIBOR

**Predmet ocenjevanja:** poštena vrednost celotnega lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d. za namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1.

**IZJAVA NAROČNIKA**

To pismo potrjuje naše razumevanje izvedbe storitev ocenjevanja vrednosti celotnega lastniškega kapitala družbe ARRIVA Štajerska d.d. namen izključitve manjšinskih delničarjev skladno s 384. členom ZDG-1, ki je bilo izvedeno po datumu vrednotenja 31.12.2018.

Razumemo, da vaše analize temeljijo na informacijah, ki ste jih v času trajanja projekta pridobili s strani naročnika ocenjevanja in iz javno dostopnih baz podatkov in da niste izvajali analize pravilnosti teh informacij v smislu revizijske preveritve navedenih podatkov. Razumemo tudi, da ne izdajate mnenja o pravilnosti teh informacij in da bi kakršnekoli modifikacije lahko vplivale na vaše rezultate.

Sprejemamo, da vašega poročila ne smemo posredovati tretjim osebam (razen osebam povezanim z namenom vrednotenja in razen v kolikor bi bilo to potrebno zaradi narave postopkov, zaradi katerih je bilo poročilo izdelano) brez vašega dovoljenja in da se na dobljene rezultate lahko sklicujemo samo v povezavi z okoliščinami, navedenimi v vašem poročilu.

Potrjujemo, da ne obstaja navzkrižje interesov med naročnikom in izvajalcem, kar bi lahko imelo za posledico izpodbijanje rezultatov ocenjevanja vrednosti.

Za naročnika:

Bo Karlsson, direktor



Datum izjave: 09.07.2019



arriva  
a DB company  
Arriva Dolenjska in Primorska d.o.o.

Priloga 4:

Poročilo o ocenjevanju vrednosti nepremičninskih pravic