

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE PODJETIJ – PRIMER DRUŽBE
AERODROM LJUBLJANA, D.D.

Ljubljana, avgust 2008

TANJA KOVAČIČ

IZJAVA

Študent/ka TANJA KOVAČIČ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom dr. IGORJA LONČARKEGA, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ	2
1.1 Vrednotenje na podlagi dividend	2
1.1.1 Dividendno diskontni model	2
1.1.1.1 Prednosti dividendno diskontnega modela	4
1.1.1.2 Slabosti dividendno diskontnega modela	4
1.1.2 Model stalne stopnje rasti dividend	4
1.1.2.1 Slabosti modela stalne stopnje rasti dividend	5
1.1.3 Večstopenjski dividendni model	5
1.2 Vrednotenje na podlagi kazalcev (multiplikatorjev)	6
1.2.1 Multiplikator čistega dobička P/E	6
1.2.2 Prednosti vrednotenja na podlagi kazalcev (multiplikatorjev)	7
1.2.3 Problemi vrednotenja na podlagi kazalcev (multiplikatorjev)	7
1.3 Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov	8
1.3.1 Cena tveganja – ocenjevanje diskontne stopnje	10
1.3.1.1 Strošek dolžniškega kapitala	10
1.3.1.2 Strošek lastniškega kapitala	10
2 VREDNOTENJE PODJETIJ – PRIMER družbe AERODROM LJUBLJANA, D.D.	13
2.1 Predstavitev panoge	13
2.2 Predstavitev podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.	13
2.2.1 Poslanstvo in vizija podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.	14
2.2.1.1 Poslanstvo	14
2.2.1.2 Vizija	14
2.2.2 Strateške usmeritve	14
2.2.3 Investicije	14
2.2.4 Promet	15
2.2.5 Kadri	15
2.2.6 Delnica AELG	15
2.3 Ocena vrednosti lastniškega kapitala	17
2.3.1 Ocena stopnje rasti (g)	17
2.3.2 Ocena stroška navadnih delnic po CAPM modelu	18
2.3.3 Ocena tehtanega povprečja stroška kapitala	19
2.3.4 Ocena vrednosti na podlagi dividendno diskontnega modela	20
2.3.5 Ocena na podlagi modela diskontiranih denarnih tokov	20
2.3.6 Ocena na podlagi multiplikatorjev	24
2.3.7 Povzetek rezultatov	25
SKLEP	25
LITERATURA IN VIRI	27

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Lastniška struktura družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. na dan 30.6.2008</i>	16
<i>Slika 2: Gibanje enotnih tečajev delnice AELG</i>	17

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Fizični obseg prometa na Aerodromu Ljubljana in njemu primerljivih letališč</i>	13
<i>Tabela 2: Temeljni podatki o delnici</i>	16
<i>Tabela 3: Izračun prihodnjih dividend</i>	20
<i>Tabela 4: Izračun sedanje vrednosti denarnih tokov</i>	23
<i>Tabela 5: Izračun vrednosti delnice AELG</i>	23
<i>Tabela 6: Izračuni multiplikatorjev Aerodromovih konkurentov in vrednost AELG pri enakih vrednostih tek kazalcev.</i>	24
<i>Tabela 7: Prikaz rezultatov izračunov vrednosti delnice AELG</i>	25

KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Terminološki slovar</i>	1
<i>Priloga 2: Bilanca stanja Aerodrom Ljubljana, d.d. na dneva 31.12.2007 in 31.12.2006</i>	2
<i>Priloga 3: Izkaz poslovnega izida Aerodrom Ljubljana, d.d. za leti 2007 in 2006</i>	3
<i>Priloga 4: Ocenjene postavke bilance stanja družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. v obdobju 2008-2015</i>	4
<i>Priloga 5: Ocenjene postavke izkaza poslovnega izida družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. v obdobju 2008-2015</i>	Error! Bookmark not defined.
<i>Priloga 6: Izračun bruto investicij v poslovna sredstva in denarnih tokov podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.</i>	Error! Bookmark not defined.

UVOD

Namen te diplomske naloge je preučiti različne koncepte vrednotenja podjetij ter podati osnovna izhodišča za uporabe le-teh v podjetju Aerodrom Ljubljana, d.d. Namen je predvsem z različnimi metodami čim natančneje določiti vrednost podjetja in pri tem spoznati različne pomanjkljivosti in prednosti le-teh.

Cilj te diplomske naloge je oceniti vrednost družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. s pomočjo treh metod: dividendno diskontnim modelom, s pomočjo multiplikatorjev in z metodo diskontiranih denarnih tokov. Tako bom ugotovila, katera metoda najbolje prikaže vrednost podjetja in katera je najbolj uporabna.

V prvem poglavju bom predstavila nekatere od metod, ki jih uporabljamo za vrednotenje podjetij. Najprej bom v poglavju 1.1 opisala vrednotenje na podlagi dividend. Modelov, ki omogočajo vrednotenje podjetij na podlagi dividend, je več. Najbolj osnoven, dividendno diskontni model, predstavlja osnovo za določanje vrednosti podjetij in je opisan v poglavju 1.1.1. Je pa predvsem teoretičen, zato v nadaljevanju opisujem različne izpeljave tega modela. V poglavju 1.1.2 bom opredelila model stalne stopnje rasti dividend oz. Gordonov model rasti, še najbolj uporaben pa se zdi večstopenjski model, ki ga opisujem zatem v poglavju 1.1.3. Dividende pa niso edino merilo za vrednotenje. Verjetno najbolj pogosta metoda je metoda diskontiranih denarnih tokov, pri kateri poskušamo za več let vnaprej napovedati denarne tokove, namenjene lastnikom, za vnaprej pa predvidimo neko konstantno rast. To metodo opisujem v poglavju 1.3. Zelo uporabno je tudi relativno vrednotenje s pomočjo različnih kazalcev oz. multiplikatorjev, ki ga opisujem v poglavju 1.2. Omogoča enostavno uporabo, seveda pa se tako kot tudi pri drugih metodah pojavljajo različni problemi, ki jih opisujem pri vsaki izmed njih.

V drugem poglavju sem vse našete metode uporabila na primeru družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. (v nadaljevanju Aerodrom Ljubljana). To podjetje sem si izbrala, ker se z njim srečuje v vsakdanjem življenju veliko ljudi, saj je dejavnost, ki jo opravlja, predvsem letališka. Večina Slovencev je že zagotovo kdaj obiskala Letališče Jožeta Pučnika v Ljubljani, pri tem pa jih veliko ne pozna podrobnega delovanja in obratovanja letališča, ki je zelo zanimivo. Drug razlog, zaradi katerega nastopa Aerodrom Ljubljana v tej diplomski nalogi pa je, da so podatki o tej družbi javno dostopni, saj gre za delniško družbo, ki kotira na borzi in je tudi del slovenskega borznega indeksa SBI20.

V poglavju 2.1 opisujem panogo, v kateri nastopa Aerodrom Ljubljana, predstavitev samega podjetja je v poglavju 2.2, kjer nato opisujem poslanstvo in vizijo podjetja (poglavje 2.2.1), strateške usmeritve (poglavje 2.2.2), investicije (poglavje 2.2.3), promet (poglavje (2.2.4), kadre (poglavje 2.2.5) in njegovo delnico (poglavje 2.2.6). Nato je družba ovrednotena po različnih metodah. V vsaki izmed njih opisujem postopek izračuna in probleme, ki se pri tem pojavljajo. Vse to se nahaja v poglavju 2.3, kjer ocenjujem vrednost lastniškega kapitala. Najprej v poglavju 2.3.1 ocenjujem stopnjo rasti, v poglavju 2.3.2 strošek navadnih delnic po

CAPM modelu in v poglavju 2.3.3 tehtano povprečje stroškov kapitala. Sledijo ocene vrednosti na podlagi dividendno diskontnega modela (poglavje 2.3.4), modela diskontiranih denarnih tokov (poglavje 2.3.5) in na podlagi multiplikatorjev (poglavje 2.3.6). V poglavju 2.3.7 sledi še povzetek rezultatov.

1 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ

Metode vrednotenja podjetij delimo na statične in dinamične. Statične metode temeljijo predvsem na knjigovodski vrednosti postavk podjetja in ne upoštevajo vrednosti v času, medtem ko dinamične metode večinoma temeljijo na tržnih vrednostih in upoštevajo vrednost denarja v času. Statična metoda je na primer vrednotenje s pomočjo različnih računovodskih kazalcev (dobičkonosnost kapitala, dobičkonosnost sredstev,...). Med dinamične metode pa prištevamo metodo diskontiranih denarnih tokov, dividendno diskontni model ter vrednotenje na podlagi multiplikatorjev. Vrednotenje podjetij lahko delimo tudi na relativno vrednotenje (vrednotenje z multiplikatorji), absolutno vrednotenje (npr. metoda diskontiranih denarnih tokov) ter vrednotenje z opcijami. Seveda je metod še več, vendar v tem besedilu obravnavam le tri, ki so zelo pogosto v vsakdanji uporabi.

1.1 Vrednotenje na podlagi dividend

1.1.1 Dividendno diskontni model

Barker (2001, str. 18) pravi, da je dividendno diskontni model osnoven oz. temeljen model za ocenjevanje vrednosti podjetij. Kakršnakoli druga metoda, po kateri ocenjujemo vrednost podjetja, ki ni v skladu s tem modelom, je tako rekoč neustrezna, vse metode namreč temeljijo na tej.

Predpostavim, da kupim vrednostni papir prvi dan na začetku leta po ceni 500€ in ga prodam zadnji dan na kocu leta po ceni 550€. Dividende soizplačane malo pred tem, ko je vrednostni papir prodan, torej na koncu leta, njihova pričakovana vrednost je 25€. Celotni donos konec leta bo vsota prejetih dividend in kapitalskega dobička, deljeno s ceno vrednostnega papirja na začetku obdobja.

$$k = \frac{Div_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \quad (1)$$

k = pričakovana stopnja donosa naložbe

*Div*₁ = dividenda na koncu obdobja

*P*₀ = cena vrednostnega papirja na začetku obdobja

*P*₁ = cena vrednostnega papirja na koncu obdobja

Cena vrednostnega papirja na začetku obdobja vsebuje pričakovano stopnjo donosa, ki v zgornjem primeru, glej enačbo (1), znaša 15%. Do konca leta lahko naložba doseže 15% donos, ali pa tudi ne, odvisno od dejanske višine dividende in dejanske cene vrednostnega papirja na koncu obdobja. Cena, ki jo je investitor pripravljen plačati za vrednostni papir, je enaka diskontirani vrednosti dividende in cene vrednostnega papirja na koncu obdobja, diskontni faktor pa je pričakovana stopnja donosa naložbe.

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{(1+k)} \quad (2)$$

Iz preurejene enačbe (2) lahko P_1 iz števca izrazim kot:

$$P_1 = \frac{Div_2 + P_2}{(1+k)} \quad (3)$$

Tudi P_2 iz enačbe (3) lahko izrazim in po analogiji še vse naslednje P-je do neskončnosti. V primeru dveh obdobj, se enačba zapiše takole:

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{(1+k)} = \frac{Div_1 + \frac{Div_2 + P_2}{(1+k)}}{(1+k)} = \frac{Div_1}{(1+k)} + \frac{Div_2}{(1+k)^2} + \frac{P_2}{(1+k)^2} \quad (4)$$

Če se dividende ponavljajo v neskončnost, lahko zapišem enačbo še drugače:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+k)} + \frac{Div_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{Div_\infty}{(1+k)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+k)^t} \quad (5)$$

Dividendno diskontni model, glej enačbo (5) je najbolj nesporen in vsesplošno sprejet model, ki govori o tem, koliko je vrednostni papir teoretično vreden. Sedanja cena vrednostnega papirja je odvisna le od prihodnjih pričakovanih dividend in ne od prihodnje pričakovane cene vrednostnega papirja. To je razvidno tudi iz enačb (2), (3), (4) in (5). Sedanja vrednost cene vrednostnega papirja v neskončnosti je namreč enaka 0. Zato je mogoče trditi, da je vrednostni papir dejansko odvisen le od dividend.

Iz enačbe (5) bi sicer lahko sklepala, da se dividendno diskontni model osredotoča le na prihodnje pričakovane dividende in pri tem ne upošteva kapitalskih dobičkov, ki so pravzaprav motiv za investiranje v vrednostne papirje. Vendar iz zgornjega modela sledi, da so kapitalski dobički vključeni v vrednosti vrednostnih papirjev. Cena, po kateri lahko prodam vrednostni papir v prihodnosti, je odvisna od pričakovanih dividend. Tako bodo kapitalski dobički določeni z napovedmi dividend takrat, ko bo vrednostni papir prodan (Bodie, Kane & Marcus, 2005, str. 610).

1.1.1.1 Prednosti dividendno diskontnega modela

Barker (2001, str. 20) pravi:

- Model je uporaben tudi takrat, ko so dividende enake nič (če je v nekem letu dividenda enaka 0, je posledično cel člen enak nič, glej enačbo (5), še vedno pa je iz drugih prihodnjih dividend mogoče izračunati vrednost).
- Model lahko uporabimo tudi za interpretacijo ekonomskih novic, npr.:
 - Če je v mediju objavljen visok dobiček, se poveča vrednost pričakovane prihodnje dividende, kar pa vpliva na delnico tako, da se njena vrednost zviša.
 - Če je objavljen padec obrestnih mer, to povzroči padec stroška kapitala, kar poveča sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov, to pa zopet pomeni zvišanje vrednosti delnice.
 - Objava o zmanjšanju dividende zmanjša vrednost pričakovanih prihodnjih dividend in posledično lahko vpliva tudi na strošek kapitala, saj se poveča tveganje. Cena delnice se zato zniža.
 - Objava o povečanju inflacije bo vlivala na vrednost prihodnjih dividend, in sicer odvisno od relativne izpostavljenosti prihodkov in izdatkov inflaciji. Nominalni strošek kapitala se poveča, vrednost delnice pa se zniža oz. zviša, odvisno od faktorjev, ki so izpostavljeni inflaciji.

1.1.1.2 Slabosti dividendno diskontnega modela

Barker (2001, str. 20) opozarja:

- Dividende so v tem modelu opredeljene tako, kot da vsebujejo vse denarne tokove med podjetjem in njihovimi delničarji, v realnosti pa pogosto ni tako.
- Poleg tega lahko s pomočjo tega modela ocenimo le lastniški kapital, ne pa vrednosti podjetja v celoti.
- Ta model sicer upošteva prihodnost, ki pa je negotova. To pomeni, da moramo prihodnje dividende, pa tudi strošek kapitala, napovedovati z določeno stopnjo tveganja. Če je napoved dividend negotova, je tudi strošek kapitala toliko večji.
- Model se osredotoča le na denarne tokove, ki so namenjeni delničarjem, zanemarja pa ostale. Dividendno diskontni model je v bistvu uporaben le, ko so prihodnje dividende dane oz. ko prihodnje dividende lahko ocenimo.

1.1.2 **Model stalne stopnje rasti dividend**

Bodie et al. (2005, str. 611) opozarjajo na nepraktičnost dividendno diskontnega modela, saj bi za uporabo le-tega morali poznati višino vseh dividend v prihodnosti. To pa je v praksi popolnoma nemogoče, zato bom prikazala še model stalne stopnje rasti dividend. Predpostavim, da je denarni znesek, ki ga prinaša vrednostni papir na koncu obdobja, torej dividenda, vsako naslednje obdobje večji za enako stopnjo rasti (g). Gre za t.i. Gordonov model rasti (po Myronu J. Gordonu, ki je ta model populariziral). Dividendno diskontni model lahko spremenim in zapišem malo drugače, glej enačbo (6):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_0(1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{Div_0(1+g)}{k-g} = \frac{Div_1}{k-g} \quad (6)$$

Dividendno diskontni model poenostavim tako, da lahko ceno vrednostnega papirja na začetku obdobja izračunam s pomočjo le dveh podatkov, in sicer je treba poznati le podatek o zahtevani stopnji donosa naložbe (k) in stopnjo rasti dividend (g). D_0 je vrednost zadnje izplačane dividende in je ni treba ocenjevati, saj je ponavadi dana. Iz zgornje enačbe je razvidno, da bo cena vrednostnega papirja na začetku obdobja večja, če je zadnja izplačana dividenda čim višja oz. je naslednja pričakovana dividenda čim višja, če je zahtevana stopnja donosa čim manjša in če je stopnja rasti dividend čim večja. Za Gordonov model pa velja še naslednje: če namreč dividende rastejo po konstantni stopnji, potem tudi cena vrednostnega papirja raste po isti stopnji kot dividende, glej enačbo (7).

$$P_1 = \frac{Div_1}{k-g} \cdot (1+g) = P_0 \cdot (1+g) \quad (7)$$

Za vrednostni papir, katerega tržna cena je enaka njegovi notranji vrednosti, velja, da je pričakovana stopnja donosa $E(r)$ enaka vsoti dividendne donosnosti in donosnosti, ki je ustvarjena s kapitalnim dobičkom (Bodie et al., 2005, str. 613), glej enačbo (8):

$$E(r) = k = \frac{Div_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{Div_1}{P_0} + g \quad (8)$$

1.1.2.1 Slabosti modela stalne stopnje rasti dividend

Gordonov model rasti ima seveda tudi nekatere omejitve (Barker, 2001, str. 24):

- Model namreč ni uporaben pri podjetjih, ki na koncu prvega obdobja izplačajo dividende v višini nič.
- Model je uporaben le takrat, ko je stopnja rasti dividend (g) manjša od stroška kapitala (k). Če bi veljalo ravno obratno, bi to pomenilo, da ima podjetje v neskončnost večjo stopnjo rasti, kot pa celotno gospodarstvo, kar pa seveda ni možno.

1.1.3 **Večstopenski dividendni model**

Tudi Gordonov model stalne rasti ima svoje slabosti, saj se ga ne da uporabiti takrat, ko rast dividend ni konstantna. Zato bom predstavila večstopenski model. Z njim lahko ocenim prihodnje dividende kolikor je mogoče natančno za nekaj let vnaprej, ko pa ocene niso več realistične, predpostavim konstantno rast (Barker, 2001, str. 29). Enačba (9) prikazuje, kako lahko izračunam sedanjo vrednost, če imamo za pet let vnaprej natančne podatke o rasti dividend in če vem, kakšna bo rast slednjih po petem letu.

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+r)} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \frac{Div_4}{(1+r)^4} + \frac{Div_5}{(1+r)^5} + \frac{Div_5 \cdot (1+g)}{(1+r)^5} \quad (9)$$

1.2 Vrednotenje na podlagi kazalcev (multiplikatorjev)

Osnovna ideja relativnega vrednotenja s kazalci oz. multiplikatorji je razmerje med ceno delnice in določenim računovodskim podatkom (lahko tudi kakšnim drugim) primerljivega podjetja ali panoge (P/X) in to razmerje je potrebno pomnožiti z ustreznim računovodskim podatkom za podjetje, katerega vrednost želim oceniti (X), tako dobim oceno vrednosti vrednostnega papirja (P) (Valentinčič, 2007), glej enačbo (10):

$$P_{podjetje} = \left(\frac{P}{X} \right)_{panoga} \cdot X_{podjetje} \quad (10)$$

Pri tem Damodaran (2001, str. 256) navaja štiri osnovne korake pri uporabi multiplikatorjev:

- Treba se je prepričati, da je multiplikator definiran konsistentno in enotno izmerjen v vseh podjetjih, ki se jih primerja.
- Zavedati se je treba medsektorske porazdelitve kazalca, ne samo za podjetja, ki so analizirana (panoga) ampak tudi za celoten trg. Z drugimi besedami, potrebno je vedeti, kakšna je visoka, nizka in tipična vrednost kazalca.
- V tretjem koraku je potrebno analizirati kazalec in razumeti spremenljivke, ki ga določajo in kako spremembe teh spremenljivk vplivajo na spremembe samega kazalca.
- V zadnjem koraku pa je pomembno najti prava podjetja za primerjavo.

Poznamo veliko vrst različnih multiplikatorjev. Razdelimo jih lahko v več skupin (Damodaran, 2001, str. 253):

- Multiplikatorji dobička (multiplikator čistega dobička P/E , EBIT oz. EBITDA).
- Multiplikatorji knjigovodske vrednosti (razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice: P/B in P/M).
- Multiplikatorji dohodka (P/S , V/S).
- Multiplikatorji specifičnih sektorjev (na primer vrednost na stranko).

1.2.1 Multiplikator čistega dobička P/E

Multiplikator čistega dobička je najbolj pogosto uporabljen multiplikator, glej enačbo (11).

$$P/E = \frac{\text{tržna cena vrednostnega papirja}}{EPS} \quad (11)$$

$P/E = \text{multiplikator čistega dobička}$ (price-earnings ratio)

tržna cena vrednostnega papirja (price per share)

EPS = razmerje med čistim dobičkom, zmanjšanim za dividende za prednostne delnice, in številom navadnih delnic

Multiplikator čistega dobička je odvisen od treh faktorjev. Prvi faktor je delež dobička, namenjen za izplačilo dividend (ang. *payout ratio*). Ko se le ta poveča, se poveča tudi P/E. Naslednji faktor je tveganost (izražena v zahtevani stopnji donosa k). Bolj je vrednostni papir tvegan, manjši je P/E. Zadnji faktor pa je še pričakovana stopnja rasti dividend (g). Multiplikator čistega dobička se poveča, če se poveča stopnja rasti dividend. (Damodaran, 2001, str. 283). To lahko zapišem z naslednjo enačbo (12):

$$P/E = \frac{\text{payout ratio}}{k - g} \quad (12)$$

Podjetja v različnih panogah imajo različno višino multiplikatorja čistega dobička. Tako imajo na primer tehnološka podjetja v splošnem višje multiplikatorje čistega dobička kot ostala podjetja na trgu. To je seveda odvisno od vseh treh faktorjev, ki določajo ta multiplikator. P/E se prav tako povečuje z kazalnikom ROE (ang. *return on equity*), torej dobičkonosnostjo kapitala oz. razmerjem med čistim dobičkom ali izgubo in povprečnim kapitalom. Projekti podjetja, ki imajo visok ROE kazalec, namreč kažejo na višjo pričakovano rast, z višjo rastjo pa se povečuje tudi P/E kazalec (Bodie, Kane & Marcus, 1996, str. 537).

Največji problem zgornjega multiplikatorja, glej enačbo (10), je, da je lahko izračunan iz različnih vrst dobička na delnico, na primer sedanjega, plazečega ali prihodnjega dobička na delnico (Damodaran, 2001, str. 276). Problem je namreč v tem, da je dobiček izrazito računovodska postavka in se ga da na različne načine povečati ali zmanjšati, odvisen pa je tudi od računovodskih standardov.

1.2.2 Prednosti vrednotenja na podlagi kazalcev (multiplikatorjev)

Prednost relativnega vrednotenja je vsekakor ta, da lahko vrednotimo izbrano podjetje na podlagi multiplikatorjev pri precej manjšem številu predpostavk kot pa na primer pri metodi diskontiranih denarnih tokov. Druga prednost je ta, da je relativno vrednotenje lažje razumeti, posledično pa tudi lažje predstaviti svojim strankam in kupcem. In nazadnje, relativno vrednotenje bolje odseva trenutno stanje na trgu in ponavadi po tej metodi pridemo bližje tržni ceni kot pri metodi diskontiranih denarnih tokov (Damodaran, 2001, str. 252).

1.2.3 Problemi vrednotenja na podlagi kazalcev (multiplikatorjev)

Problem relativnega vrednotenja je zagotovo neupoštevanje tveganja, rasti in potencialnih denarnih tokov. Ker multiplikatorji zelo dobro odsevajo trg, to pomeni, da lahko pri uporabi te metode dobimo previsoke vrednosti, kadar so primerljiva podjetja na trgu precenjena in

obratno. Slabost te metode pa je tudi v tem, da se da z njo zlahka manipulirati (Damodaran, 2001, str. 253).

1.3 Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov

Damodaran (2001, str. 20) pravi, da je vrednost kateregakoli sredstva enaka sedanji vrednosti njegovih pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, to prikazuje naslednja enačba (13):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (13)$$

V = vrednost sredstva

CF_t = denarni tok v obdobju t

r = diskontna stopnja (tveganost ocenjenih denarnih tokov)

Damodaran (2001, str. 37) pri vrednotenju uporablja predvsem proste denarne tokove, ki jih deli na proste denarne tokove lastniškega kapitala (ang. *free cash flow to equity* – FCFE) in proste denarne tokove podjetja (ang. *free cash flow to firm* – FCFF). Nekoliko različno delitev uporabljajo tudi Copeland in soavtorji (Copeland et al., 1996, str. 135), ki v svojem delu opisujejo dva modela, in sicer model bistvenih diskontiranih denarnih tokov (FCFE) in ekonomsko - dobičkovni model. FCFE so opredeljeni kot čisti dobiček (ang. *net income*), po finančnih odhodkih in davku od dobička, zmanjšani za neto investicije v poslovna sredstva (ang. *net investment in operating capital*) in zmanjšani za neto denarne tokove iz zadolževanja. FCFF pa so opredeljeni drugače, in sicer je treba za njihovo vrednost od čistega dobička iz poslovanja (ang. *net operating profit after tax* – NOPAT), torej po davku, vendar pred finančnimi odhodki, odšteti neto investicije v poslovna sredstva. Pri tem se še ne odšteva neto denarnih tokov iz zadolževanja. Pri prostih denarnih tokovih lastniškega kapitala se upošteva le tokove, ki izvirajo iz lastniškega kapitala, medtem ko je treba pri prostih denarnih tokovih podjetja upoštevati tudi dolžniški kapital. Če imamo FCFE, se za diskontno stopnjo uporablja zahtevano stopnjo donosa lastniškega kapitala, medtem ko se pri FCFF uporabi tehtano povprečje stroškov kapitala (ang. *weighted average cost of capital* – WACC) (Damodaran, 2001, str. 40).

$$FCFF = NOPAT - \text{neto investicije v poslovna sredstva} \quad (14)$$

$$FCFF = EBIT(1-T) - \text{neto investicije v poslovna sredstva} \quad (15)$$

$$FCFF = EBIT(1-T) + \text{amortizacija} - \text{bruto investicije v poslovna sredstva} \quad (16)$$

$$FCFF = EBIT(1-T)(1 - \text{stopnja reinvestiranja}) \quad (17)$$

$EBIT$ = dobiček iz poslovanja (ang. *earnings before interest and taxes*)

T = davek

stopnja reinvestiranja = razmerje med neto investicijami v poslovna sredstva in denarnim tokom iz poslovanja (ang. reinvestment rate)

V zgornjih enačbah (13), (14), (15) in (16) je lepo prikazan izračun prostih denarnih tokov podjetja. Pri vrednotenju na podlagi diskontiranih denarnih tokov pa je treba upoštevati še pričakovano stopnjo rasti dobička iz poslovanja (Copeland, Koller in Murrin, 1996, str.143) (glej enačbi (18) in (19)):

$$g_{EBIT} = \text{stopnja reinvestiranja} \cdot ROIC \quad (18)$$

g_{EBIT} = pričakovana stopnja rasti dobička iz poslovanja

ROIC = donos na investiran kapital (ang. return on invested capital)

$$ROIC = \frac{EBIT(1-T)}{\text{investiran kapital}} \quad (19)$$

Podjetje, ki bo imelo višji dobiček na investirano denarno enoto, bo vredno več kot podjetje, ki zasluži manj na investirano denarno enoto. Če imata obe podjetji enak kazalec ROIC, potem bo več vredno podjetje tisto, ki bo raslo hitreje (Copeland et al., 1996, str. 142). Za diskontno stopnjo moram uporabiti tehtano povprečje stroškov kapitala, ki je sestavljeno tako iz lastniške kot dolžniške diskontne stopnje (Damodaran, 2001, str. 47) (glej enačbo (20)):

$$WACC = k_{\text{last. kap.}} \left(\frac{\text{lastniški kapital}}{\text{dolžniški kap.} + \text{lastniški kap.}} \right) + k_{\text{dolž. kap.}} \left(\frac{\text{dolžniški kapital}}{\text{dolžniški kap.} + \text{lastniški kap.}} \right) \quad (20)$$

Copeland in soavtorji (Copeland et al., 1996, str. 248) upoštevajo pri zgornji enačbi (20) še vpliv davka, saj je treba pri izračunih uporabiti WACC po davku. Ker je obdavčljiv le dolžniški kapital, se strošek dolžniškega kapitala ustrezno pomnoži z (1-T), pri čemer je T oznaka za davek. Poleg tega Copeland in soavtorji upoštevajo še delež in strošek prednostnih delnic, saj je treba v formuli (20) upoštevati prav vse oblike kapitala. Seveda pa je enačba lahko še kompleksnejša.

Strošek lastniškega kapitala ($k_{\text{last. kap.}}$) predstavlja zahtevano stopnjo donosa lastniških vrednostnih papirjev, medtem ko strošek dolžniškega kapitala ($k_{\text{dolž. kap.}}$) predstavlja sedanji strošek kredita (prilagojeno za davčne koristi iz izposojanja). Pri vrednotenju na podlagi denarnih tokov je potrebno upoštevati še življenjsko dobo sredstva. Denarne tokove bi sicer lahko ocenjevala v neskončnost, zato je potrebno vpeljati predpostavko, da bodo denarni tokovi, ki bodo nastali po nekem obdobju, rasli do neskončnosti s konstantno stopnjo (Damodaran, 2001, str. 48) (glej enačbo (21)):

$$V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC_{n+1} - g_n} \quad (21)$$

$V_n = \text{vrednost podjetja po letu } n \text{ (preostala vrednost)}$
 $n = \text{število let (obdobj)}$

Damodaran (2001, str. 48) ter Copeland in soavtorji pravijo, da je treba pri vrednotenju kateragakoli podjetja najprej oceniti kako dolgo bo podjetje raslo po neki višji stopnji rasti (včasih je pri nekaterih panogah lahko ta rast začasno celo večja od rasti gospodarstva), kako visoka bo ta stopnja rasti in pa seveda velikost denarnih tokov v tem obdobju. Nato je treba oceniti še preostalo vrednost (ang. *terminal value*), glej enačbo (21) in diskontirati vse denarne tokove in preostalo vrednost, tako da dobimo sedanjo vrednost poslovnih operacij. Tej je prišteta še vrednost stalnih sredstev, ki so bila izločena iz izračuna prostega denarnega toka ter odšteti vrednost dolga. Končni rezultat predstavlja vrednost lastniškega kapitala podjetja.

1.3.1 Cena tveganja – ocenjevanje diskontne stopnje

Cena tveganja je enaka tehtanemu povprečju stroškov kapitala, torej strošku lastniškega in strošku dolžniškega kapitala.

1.3.1.1 Strošek dolžniškega kapitala

Strošek dolžniškega kapitala je odvisen od treh spremenljivk: ravni obrestnih mer (večja je, večji je strošek dolga), tveganja neizpolnjevanja obveznosti (večje je, večji bo strošek kapitala) in davčnega prihranka iz naslova dolga (ker so plačane obresti odbitna postavka od dobička in se zaradi njih dobiček zmanjša, podjetje prihrani tudi pri davku na dobiček). Strošek dolžniškega kapitala je najpreprosteje izračunati, če ima družba izdane dolgoročne obveznice, s katerimi se trguje. V tem primeru se uporabi kot strošek dolžniškega kapitala zahtevano stopnjo donosa. Če tega podatka ni, je najbolje, da se uporabi podatek bonitetnih agencij, ki ocenjujejo tveganost kreditiranja podjetij. Tako se na primer uporabi donosnost netveganih vrednostnih papirjev, ki se jim doda premija za tveganje podjetja, ki je ocenjena na podlagi bonitetne ocene (Damodaran, 2001, str. 88).

1.3.1.2 Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala je zahtevana stopnja donosa, ki ga investorji pričakujejo iz naslova njihovega vložka. Ker imajo ponavadi podjetja zelo veliko investorjev, je strošek lastniškega kapitala merjen s stališča mejnega investitorja (Damodaran, 2001, str. 53). To je reprezentativni investitor, ki s svojimi dejanji odraža prepričanje tistih, ki trenutno trgujejo s ceno delnice (Mramor, 1999, str. 42). Za izračun zahtevane donosnosti se v praksi največkrat uporablja model določanja cen dolgoročnih naložb (ang. *Capital Asset Pricing Model – CAPM*), glej enačbo (22), za izračun potrebujem tri dejavnike: netvegano stopnjo donosa, tržno premijo za tveganje in koeficient beta, ki je mera za tveganje posamezne naložbe in pove, kako je variabilnost donosnosti posamezne naložbe povezana z variabilnostjo tržne donosnosti oz. donosnosti povprečno tvegane naložbe (β) (Mramor, 1999, str. 35):

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i = r_f + (r_m - r_f) \cdot \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (22)$$

r_i = zahtevana donosnost posameznega vrednostnega papirja i

r_f = donosnost netveganih vrednostnih papirjev

r_m = donosnost racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev

$(r_m - r_f)$ = tržna premija za tveganje

β_i = mera sistematičnega tveganja

Netvegana stopnja donosa v praksi pomeni, da mora biti takšen vrednostni papir državen, saj so ti najmanj tvegani oz. netvegani. Tako netvegano stopnjo donosa sestavljajo različni državni vrednostni papirji, na primer državne obveznice (Berk et al., 2007, str. 63). Za netvegano stopnjo donosa lahko uporabimo kratkoročne ali dolgoročne državne obveznice. Pri analiziranju denarnih tokov za deset let vnaprej, je najbolje, da se tudi za netvegano stopnjo donosa uporabi 10-letna državna obveznica (Damodaran, 2001, str. 59).

Mramor (2002, str. 73) premijo za tveganje deli na dva dela, in sicer je sestavljena iz absolutne cene tveganja in relativnega obsega sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja. Absolutna cena tveganja (tržna premija za tveganje) je enaka za vsak posamezen vrednostni papir in je enaka razliki med pričakovano donosnostjo racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev in donosnostjo netveganih vrednostnih papirjev, glej enačbo (22). Relativni obseg sistematičnega tveganja (β) pa nam pove, koliko posamezni tvegani vrednostni papir relativno doprinese k tveganju celotnega premoženja oz. portfelja in ga z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti.

Tržna premija za tveganje se lahko izračuna iz preteklih podatkov za premijo. Koraki pri izračunavanju so sledeči: definiranje časovnega obdobja za ocenjevanje, nato izračun povprečja donosov na tvegane vrednostne papirje in povprečja donosov na netvegane vrednostne papirje ter nato razlika med obema povprečjema. Povprečji je mogoče izračunati s pomočjo geometrične ali pa aritmetične sredine. Tako geometrična kot tudi aritmetična sredina imata svoje zagovornike (Damodaran, 2001, str. 63). Drugi pristop za izračun tržne premije za tveganje ne izhaja iz preteklih podatkov, donos na tvegane vrednostne papirje se namreč lahko dobi tudi iz naslednje formule (23):

$$r = \frac{Div}{V} + g \quad (23)$$

r = zahtevan donos tveganih vrednostnih papirjev

Div/V = dividendna donosnost delniškega indeksa

g = pričakovana stopnja rasti dividend

Prednost tega pristopa je, da izhaja iz trenutnih podatkov na trgu in ne iz preteklih podatkov. Vendar pa je izračun točen le ob predpostavki, da so vsi vrednostni papirji na trgu pravilno ocenjene, pa tudi predpostavka o konstantni rasti je nekoliko nerealna. Poleg tega bi bilo potrebno upoštevati še premijo za tveganje države, ki jo je treba dodati tržni premiji za tveganje (Damodaran, 2001, str. 65).

Koeficient beta se lahko izračunamo na dva različna načina. Beta koeficient je lahko ocenjen s pomočjo regresije, glej enačbo (24) (Damodaran, 2001, str. 70):

$$R_j = a + b \cdot R_M \quad (24)$$

R_j = donosnost sredstev

R_M = donosnost tržnega indeksa

b = beta koeficient

a = regresijska konstanta

Koeficient beta je odvisen od treh spremenljivk: vrste dejavnosti podjetja, poslovnega vzvoda in finančnega vzvoda. Bolj kot je podjetje občutljivo na spreminjanje tržnih pogojev, večje je tveganje, večji je beta koeficient (Damodaran, 2001, str. 74). Poslovni vzvod je delež stalnih stroškov v celotnih stroških podjetja (Mramor, 1999, str. 60). Podjetje, ki ima višji poslovni vzvod, ima tudi večjo variabilnost dobička iz poslovanja, kar pa zopet pomeni, da bo imelo takšno podjetje večji beta koeficient (Damodaran, 2001, str. 76). Finančni vzvod je delež prednostnih delnic in dolgoročnega dolga podjetja v strukturi kapitala podjetja (Mramor, 1999, str. 29). Večji je finančni vzvod, večji bo beta koeficient. Drugi možen pristop tako pravi, da je potrebno najprej identificirati vsa poslovna področja podjetja. Nato se za vsako poslovno področje oceni netehtano beto, le-ta velja za podjetje brez dolga, (upoštevata se tehtano povprečje netehtanih bet), nato se izračuna finančni vzvod (upoštevati je treba tržne vrednosti) in nato se oceni tehtano beto podjetja (uporabiti je treba netehtano beto in finančni vzvod), glej enačbo (25) (Damodaran, 2001, str. 77):

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E} \right) \right) \quad (25)$$

β_L = tehtana beta

β_U = netehtana beta

T = davek

D = dolžniški kapital

E = lastniški kapital

Za izračun zahtevane donosnosti obstajajo tudi druge metode, na primer APT model (ang. *Arbitrage Pricing Theory*) ali Fama – French trifaktorski model (ang. *Fama-French three-factor model*) (Brigham & Daves, 2004, str. 101 in 105).

2 VREDNOTENJE PODJETIJ – PRIMER DRUŽBE AERODROM LJUBLJANA, D.D.

2.1 Predstavitev panoge

V Sloveniji ne morem govoriti o panogi letališč, saj ima le eno večje letališče in nekaj manjših. Tako je največje letališče družba Aerodrom Ljubljana, d.d. (v nadaljevanju Aerodrom), ki sicer v Sloveniji spada med velika podjetja, če pa podjetje primerjam z evropskimi in izvenevropskimi podjetji, ki se ukvarjajo z dejavnostjo letališč, ugotovim, da je le-to zelo majhno. Zato lahko govorim o panogi le zunaj meja Slovenije. Največji konkurenti Aerodroma so letališča v neposredni bližini Slovenije, ki so po obsegu primerljiva, torej letališče v Benetkah, Trevisu, Gradcu, Trstu, Celovcu in Zagrebu.

Tabela 1: Fizični obseg prometa na Aerodromu Ljubljana in njemu primerljivih letališč

	Potniki	Premiki letal	Tovorni promet (v tonah)
Aerodrom Ljubljana, d.d.	1.524.028	46.517	21.717
Flughafen Graz Betriebs Gmbh	948.140	62.041	11.319
Kärntner Flughafen Betriebs Gmbh	488.400*	8.124*	/
Aeroporto di Venezia Marco Polo – Save S.p.a.	8.624.333	108.098	41.554
Zračna luka Zagreb d.o.o.	1.992.455	21.629	11.251

Vir: Revidirano letno poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d., 2007, Facts, dates and figures podjetja Flughafen Graz, 2008, Letno poročilo 2006 podjetja Kärntner Flughafen, 2006, Air traffic statistics podjetja Save S.p.a., 2008, Statistics podjetja Zračna luka Zagreb, 2008.

V tabeli (1) so prikazani podatki o prometu za Aerodrom in njegove konkurente. Sicer pa je bilo v letu 2006 v svetovnem merilu prepeljanih 4,3 milijarde potnikov, število premikov letal je bilo 50,8 milijonov, tovor pa je zajemal 82 milijonov ton (Analyses of the European air transport market: Annual Report 2007). V prihodnosti se bo dejavnost letališč še povečevala, saj bo čedalje več potnikov, predvsem zaradi azijskih držav v razvoju. Rast panoge je zelo visoka, kar je treba upoštevati tudi pri nadaljnjih izračunih.

2.2 Predstavitev podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.

Družba Aerodrom Ljubljana, d.d. je bila vpisana v sodni register 30. junija 1977. (Poslovni register Slovenije – PRS, 2008), sicer pa je prvo letalo na tedanjem letališču Brnik (danes Letališče Jožeta Pučnika Ljubljana) pristalo 24. decembra 1963 ob 10.45. 28. januarja 1997 je bila vpisana v sodni register kot delniška družba. Delnica AELG je bila 8. oktobra 1997 uvrščena na borzno kotacijo A na Ljubljanski borzi. (Zgodovina podjetja Aerodrom Ljubljana d.d., 2008). Osnovne dejavnosti obsegajo upravljanje letališča (z zagotavljanjem pristankov in vzletov letal), uporabo infrastrukture in potniškega terminala, zemeljsko oskrbo letal,

potnikov in tovora, trženje potniškega in tovarnega prometa ter razne komercialne dejavnosti (Revidirano letno poročilo Aerodrom Ljubljana d.d., 2007, str. 13). Tako družba po standardni klasifikaciji dejavnosti (2002) (v nadaljevanju SKD) spada pod šifro I63 230, kar pomeni druge pomožne dejavnosti v zračnem prometu. Aerodrom Ljubljana d.d. je po zakonu o gospodarskih družbah (2006) (v nadaljevanju ZGD-1) velika družba. Upravljanje le-te poteka po dvotirnem sistemu in tako so organi družbe skupščina, nadzorni svet in uprava (Revidirano letno poročilo Aerodrom Ljubljana d.d., 2007, str. 20).

2.2.1 Poslanstvo in vizija podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.

2.2.1.1 Poslanstvo

Na svoji spletni strani (Poslanstvo in vizija podjetja Aerodrom Ljubljana d.d., 2008) družba Aerodrom Ljubljana d.d. opredeljuje naslednje poslanstvo: »Uporabnikom letališča zagotavljamo varno, točno in visoko kakovostno izvajanje letaliških in drugih komercialnih storitev. Hkrati skrbimo za razvoj letališča v skladu z zahtevami prevoznikov, potnikov, vrsto prometa in zahtevami Evropske unije.«

2.2.1.2 Vizija

»V prihodnjem desetletju želimo s širitvijo infrastrukture in večanja prometa tudi zunaj Evrope postati vodilni ponudnik letalskih povezav in storitev v naši regiji za potniški in blagovni promet.« je vizija podjetja Aerodrom Ljubljana d.d. (Poslanstvo in vizija podjetja Aerodrom Ljubljana d.d., 2008).

2.2.2 Strateške usmeritve

Do leta 2015 želi družba povečati število potnikov na 2,2 milijona, število premikov letal na 57 tisoč ter povečati rast obsega prepeljanega tovora. Pri doseganju ciljev ima velik pomen ohranitev obstoječih in pridobitev novih prevoznikov, vzpostavitev tovarne linije za blago s srednjega vzhoda ter postavitve vozlišča za družbo UPS. Najpomembnejša investicija v tem obdobju je izgradnja druge faze novega potniškega terminala s kapaciteto 2,5 milijona potnikov letno (predvidoma do leta 2010) (Revidirano letno poročilo Aerodrom Ljubljana d.d., 2007, str. 30).

2.2.3 Investicije

Podjetje načrtuje v prihodnjih nekaj letih veliko investicij. Trenutno najpomembnejša je izgradnja novega potniškega terminala, katerega prva faza je že končana, druga pa bo predvidoma zgrajeno do leta 2010. Zaradi razširitve potniškega terminala bo potrebno cesto, ki povezuje Mengeš in Kranj premakniti proti severu. Nato pa se bo pričela še izgradnja poslovno logističnega centra Airport City, v sklopu katerega bodo objekti, vezani na letališko

dejavnost. Med drugim tudi skladišča, hotel, trgovski center, poslovni center in parkirna hiša, gradnja katere se je pričela v juliju 2008, končana pa bo predvidoma do novembra istega leta.

2.2.4 Promet

Promet se je v obdobju 1964 – 2007 zelo povečal. Število premikov letal (premik letala pomeni pristanek ali vzlet) je v letu 1964 znašalo 2.343, medtem ko je bilo premikov v letu 2007 46.517. Pred približno desetimi leti, torej leta 1997, je ta številka znašala 20.279, kar pomeni, da se je v zadnjih desetih letih število premikov letal povečalo za skoraj 130 odstotkov. Število potnikov je na začetku obdobja 1964 – 2007 znašalo 78.179, medtem ko je v lanskem letu znašalo to število 1.524.028 in se je samo v zadnjih petih letih (torej glede na leto 2002) število povečalo za skoraj 75 odstotkov. Tovor v letu 1964 je obsegal 88 ton, medtem ko je bilo to število v letu 2007 21.717 ton. Samo v zadnjem letu se je obseg tovora povečal za skoraj 42 odstotkov (Promet – podrobne informacije podjetja Aerodrom Ljubljana d.d., 2008).

2.2.5 Kadri

Na dan 31. decembra 2007 je bilo v družbi 441 zaposlenih, kar je 69 več zaposlenih kot na dan 31. decembra 2006. Število zaposlenih se je najbolj povečalo v prometno-tehničnem sektorju. Izboljšala se je tudi izobrazbena struktura, povprečna starost zaposlenih v družbi pa znaša 36,7 leta in je za 0,6 leta nižja v primerjavi z letom poprej (Revidirano letno poročilo Aerodrom Ljubljana d.d., 2007, str. 56). V prihodnjih nekaj letih bo letališče zaposlilo še več ljudi, saj se bo močno razširilo.

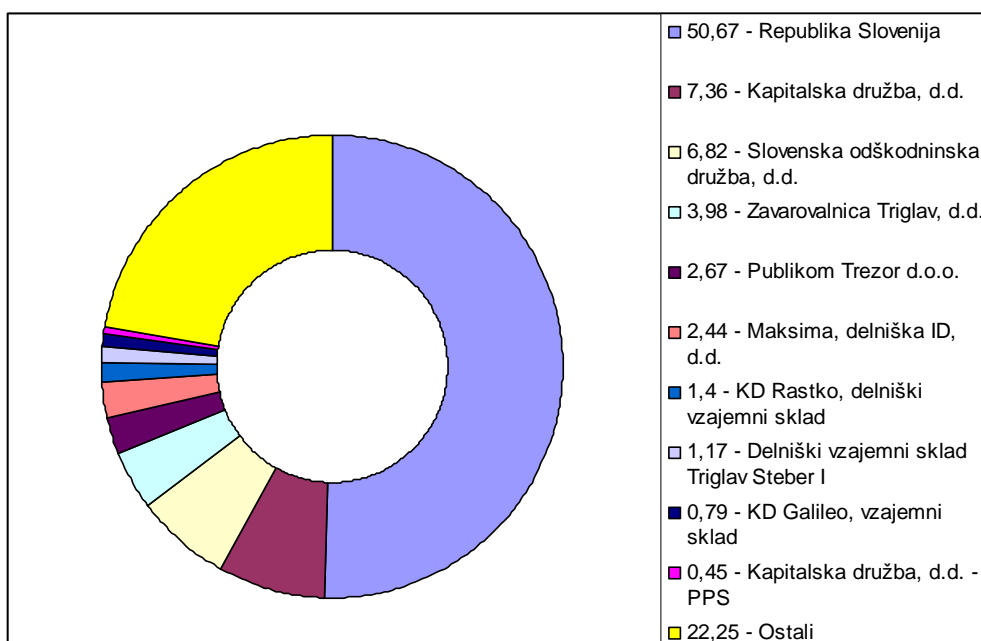
2.2.6 Delnica AELG

S 1. januarjem 2007 so bile delnice družbe pretvorjene v kosovne delnice. Tako je bil osnovni kapital družbe razdeljen na 3.796.527 kosovnih delnic, ki so tudi v celoti vplačane. Od tega je 49 odstotkov prednostnih participativnih kosovnih delnic z omejeno glasovalno pravico in so v lasti Republike Slovenije (v nadaljevanju RS), 51 odstotkov delnic je navadnih, prosto prenosljivih kosovnih delnic, s katerimi se že od leta 1997 naprej trguje na organiziranem trgu Ljubljanske borze (Revidirano letno poročilo Aerodrom Ljubljana d.d., 2007, str. 52).

Kot je razvidno iz spodnje slike (glej sliko 1), je družba Aerodrom Ljubljana, d.d. v večinski lasti RS. V različnih medijih se je veliko pisalo tudi o preoblikovanju prednostnih delnic družbe v navadne. Tako so v časopisu Poslovni dnevnik zapisali, da naj bi o tem odločala vlada na seji 12. junija na predlog ministra za promet. S tem bi se temeljito spremenila lastniška struktura družbe. Po pretvorbi bi namreč RS obvladovala skoraj polovico, skupaj s Kadom, Sodom, Zavarovalnico Triglav in Maksimo ID pa že več kot 70 odstotkov družbe. V članku sklepajo, da bo država prodala slovenska logistična podjetja tujemu strateškemu partnerju. Kot kandidat za lastniški vstop v primeru družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. se omenja nemški koncern Deutsche Bahn (Cirman, 2008, str. 18). Že naslednji dan so v

Poslovnem dnevniku objavili, da je vlada na seji z dnevnega reda umaknila predlog o preoblikovanju prednostnih delnic Aerodroma Ljubljana, d.d. v navadne. Umik je predlagalo ministrstvo za promet (Cirman, 2008, str. 21). Uprava Aerodroma Ljubljana, d.d. je na svoji spletni strani (Pojasnilo delničarjem podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d, 2008) objavila pojasnilo, da družba ni seznanjena o kakršnikoli nameri vstopanja tujih partnerjev v lastniško strukturo podjetja. Hkrati so zapisali, da je pobuda za pretvorbo delnic pričakovana, saj je Aerodrom Ljubljana med zadnjimi delniškimi družbami v Sloveniji, kjer se ohranja taka oblika lastništva. Uprava preoblikovanju ne nasprotuje, saj meni, da bi imele po preoblikovanju vse delnice enake pravice, dobile pa bi tudi možnost za kotacijo na borzi, kar bi vse delničarje spravilo v enakovreden položaj.

Slika 1: Lastniška struktura družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. na dan 30.6.2008



Vir: Struktura lastništva podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d., 2008.

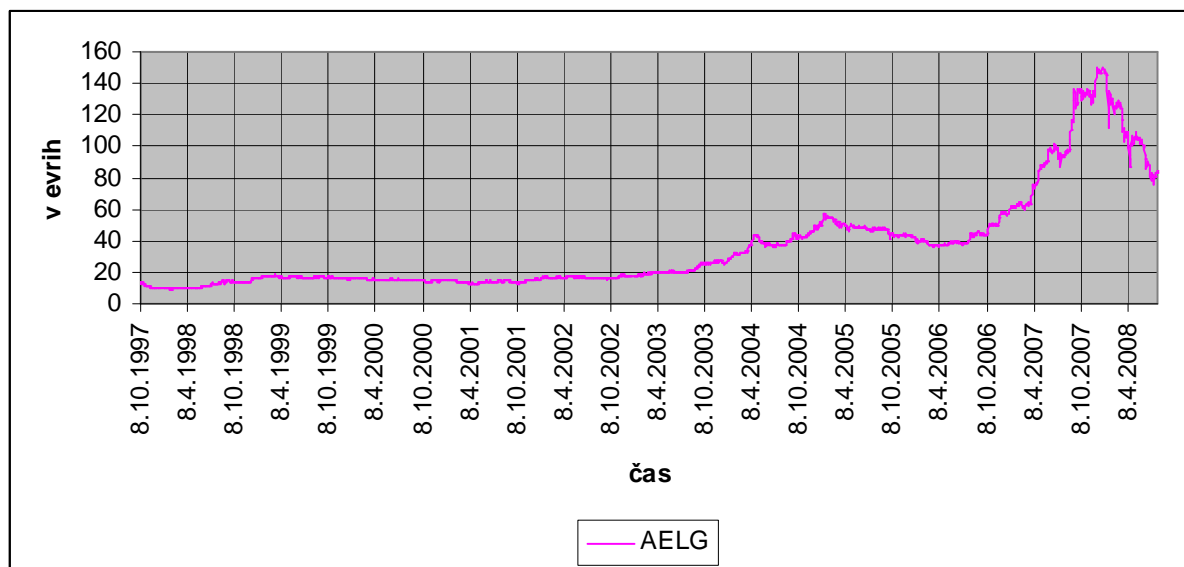
Čisti dobiček na delnico se je v letu 2007 močno povečal (glej tabelo 2), saj se je kar za 156 % povečala tudi tržna cena delnice. Slednja znaša na dan 31. julij 2008 precej manj, in sicer 84,83 € (glej graf 1).

Tabela 2: Temeljni podatki o delnici

	2006	2007	Indeks 07/06
Čisti dobiček na delnico	2,32	4,40	190
Bruto dividenda na navadno delnico	1,10	1,10	100
Knjigovodska vrednost delnice	25,59	29,05	113
Povprečni enotni tečaj med letom	42,71	97,93	229
Tržna cena na dan 31.12.	57,49	147,15	256

Vir: Delnica AELG podjetja Aerodrom Ljubljana d.d., 2008.

Slika 2: Gibanje enotnih tečajev delnice AELG



Vir: Ljubljanska borza, arhiv vrednosti VP in indeksov, 2008.

2.3 Ocena vrednosti lastniškega kapitala

2.3.1 Ocena stopnje rasti (g)

Stopnjo rasti g sem izračunala tako, da sem dobičkonosnost kapitala (v nadaljevanju ROE) pomnožila z deležem zadržanega dobička. Dobičkonosnost kapitala sem izračunala kot razmerje med čistim dobičkom in povprečnim kapitalom in v primeru družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. znaša 16,1 %. Delež zadržanega dobička znaša približno 60 %. Stopnja rasti je torej 9,6 %. Gre za precej visoko rast. Če jo primerjam s stopnjo rasti panoge (ameriških podjetij), pa vidim, da je veliko pod povprečjem. ROE panoge znaša namreč 36,59 %, stopnja reinvestiranja v panogi 89,52 % in tako stopnja rasti v panogi 32,76 % (Fundamental Growth in EPS by Sector - Damodaran online, 2008). Do takšne razlike verjetno pride, ker gre tu za panogo zračnega transporta in ne za letališča, poleg tega pa so upoštevana ameriška podjetja, ki so precej večja kot Aerodrom Ljubljana, d.d. Vsekakor pa sta obe stopnji rasti precej visoki in lahko pričakujem, da v prihodnosti temu ne bo tako, saj ne bi bilo realno pričakovati, da bi bila rast panoge nad stopnjo rasti gospodarstva.

Evropska komisija v letnem poročilu analize evropskega zračnega transportnega trga ocenjuje tudi pričakovano rast. V kratkoročni napovedi za obdobje 2007 do 2008 ocenjuje pričakovano rast 5,5 % na območju Evropske unije (v nadaljevanju EU). Za Slovenijo v tem obdobju znašajo napovedi na 13 % (Analyses of the European air transport market: Annual Report 2007, str. 130). V srednjeročni napovedi za obdobje 2007 do 2013 je evropska komisija predvidela tri scenarije z nizko, visoko in srednjo stopnjo rasti. Tako po prvem scenariju znaša povprečna letna rast 2,6 %, po drugem 3,4 % in po tretjem, najbolj optimističnem, 4,2 %. Le-ta najbolj velja za vzhodno Evropo (Analyses of the European air transport market: Annual Report 2007, str. 131). V dolgoročni napovedi za obdobje 2006 do 2025 predvideva

Evropska komisija scenarije A, B, C in D. Po scenariju A bi bila povprečna letna stopnja rasti 3,7 %, B 3,3 %, C 3,2 % in D 2,7 % (Analyses of the European air transport market: Annual Report 2007, str. 132).

2.3.2 Ocena stroška navadnih delnic po CAPM modelu

Da bi dobila zahtevano donosnost posameznega vrednostnega papirja, moram najprej določiti netvegano stopnjo donosa. Kot sem omenila že prej, je le-ta enaka zahtevani stopnji donosa za državne vrednostne papirje. Pomembno je, da uporabim zahtevano donosnost tistega državnega papirja, ki ima približno enako ročnost kot je obdobje, za katerega nameravam narediti izračune za vrednost podjetja. Zato bom uporabila državne obveznice z ročnostjo 10 let (*ang. government bonds*). Na spletni strani Bloomberg je mogoče najti zahtevane donosnosti za državne vrednostne papirje različnih ročnosti. Tako ima na primer nemška državna obveznica z rokom dospelja 10 let zahtevano stopnjo donosnosti 4,63 % (Rates & Bonds – za Nemčijo, 2008), britanska 5,05 % (Rates & Bonds – za Veliko Britanijo, 2008) in ameriški blagajniški zapisi (*ang. treasury bonds* ali *T-bonds*) 4,08 % (Rates & Bonds – za ZDA, 2008). Tudi RS izdaja obveznice, za izračune bom uporabila zahtevano donosnost obveznice SLOVEN4 03/22/18, s katero se trguje na borzi v Luxemburgu. Donosnost do dospelja je 7.8.2008 znašala 4,8141 % (Bourse de Luxembourg - slovenska državna obveznica XS0292653994, 2008). Morala bi sicer uporabiti podatke za konec leta 2007, vendar na žalost niso bili dostopni. Gre za kuponsko obveznico, z začetkom obrestovanja 22.3.2007 in rokom dospelja 22.3.2018 (Obveznica SLOVEN4 03/22/18 – Ministrstvo za finance, 2008).

Potrebno je poznati še tržno premijo za tveganje. Na spletni strani Damodaran online so izračunane premije za različne državne vrednostne papirje v obdobju 1928 do 2007. Geometrijsko povprečje za to obdobje za ameriške blagajniške zapise (netvegane vrednostne papirje) je 5,01 %. Ker geometrijsko povprečje delnic za to obdobje znaša 9,81%, razlika med obema znaša 4,79%, kar je tržna premija za tveganje (Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current - Damodaran online, 2008). Temu sem dodala še premijo za tveganje države. Za Slovenijo sem našla na Damodaranovi spletni strani (Country Default Spreads and Risk Premiums - Damodaran online, 2008) podatek 0,75 %, kar sem prištela tržni premiji za tveganje. Tako znaša celotna premija 5,54 %. Ta premija pa je zelo nizka, zato jo bom izračunala še drugače, po formuli (22). Pri tem bom za V uporabila vrednost delnice na dan 25.7.2008, za rast bom uporabila kratkoročno napoved Evropske komisije v letnem poročilu analize evropskega zračnega transportnega trga za Slovenijo, ki znaša 13 %, in za pričakovano dividendo za naslednje leto (2008), z upoštevanjem pričakovane rasti, 1,24 €. Takšna premija znaša 14,48 %. Lahko prištejem še premijo za tveganje države 0,75 %, kar skupaj znaša 15,23 %.

Beta koeficient je precej težko izračunati, saj je izračun zelo obsežen. Na različnih spletnih straneh je moč najti že izračunane bete, ponavadi po panogah oz. sektorjih. Damodaran tako za panogo letališč v Evropi ocenjuje netehtano beto z vrednostjo 0,73, pri čemer je upošteval

10 podjetij (betaEurope - Damodaran online, 2008). Netehtano beto je treba prilagoditi na tehtano po formuli (24). Pri tem sem upoštevala še davek od dohodkov pravnih oseb, ki v letu 2008 v RS znaša 22 %. Za finančni vzvod sem uporabila tržne podatke (za oceno kapitala sem tako število delnic zmnožila z njihovo ceno, ki je na dan 25.7.2008 znašala 83,61 €, za vrednost dolga pa sem uporabila knjigovodsko vrednost), ki tako znaša 4,09 %. Tehtana beta je torej enaka 0,75.

Zahtevana donosnost posameznega vrednostnega papirja, izračunana po formuli (22), znaša 16,24 %.

2.3.3 Ocena tehtanega povprečja stroška kapitala

Tehtano povprečje stroška kapitala bom izračunala po enačbi (20). Pri tem bom za zahtevano donosnost lastniških vrednostnih papirjev upoštevala vrednost 16,24 %, ki sem jo izračunala v poglavju 2.3.2. Pri strošku dolga lahko upoštevam dejavnik, ki ga omenja družba Aerodrom na svoji spletni strani, in sicer da je v letu 2007 prejela nagrado Rating leta, ki jo podeljuje Bonitetna hiša I, d.o.o., Ljubljana (Zgodovina podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d., 2008). To pomeni, da lahko kot strošek dolga uporabim zahtevano stopnjo donosa za netvegan vrednostni papir (družba ima zelo majhno kreditno tveganje oz. ga skoraj ni). Uporabim lahko 4,8141 % stopnjo (Obveznica SLOVEN4 03/22/18 – Ministrstvo za finance, 2008), ki ji dodam še 0,5 odstotne točke premije za tveganje, kar skupaj znaša 5,31 %. Tako tehtano povprečje stroškov kapitala znaša 14,60 %, glej enačbo (26). Družba Aerodrom Ljubljana je zelo malo zadolžena, za dolg sem uporabila seštevek dolgoročnih poslovnih obveznosti in drugih kratkoročnih poslovnih obveznosti, glej prilogo 2.

$$WACC = 0,0531 \cdot (1 - 0,23) \cdot \frac{1740631}{123185613} + 0,1624 \cdot \frac{110291482}{123185613} = 0,1460 \quad (26)$$

Strošek dolga sem izračunala še na en način. Kot strošek dolga sem uporabila medbančno obrestno mero EURIBOR, ki je na dan 31.12.2007 znašala 4,745 % (12 mesečna obrestna mera). Le tej lahko dodam še nekaj bazičnih točk in povišam obrestno mero za 0,3 %. Strošek dolga v tem primeru znaša 5,045 %, tehtano povprečje stroškov kapitala pa prav tako 14,60 %.

$$WACC = 0,0545 \cdot (1 - 0,23) \cdot \frac{1740631}{123185613} + 0,1624 \cdot \frac{110291482}{123185613} = 0,1460 \quad (27)$$

Tehtano povprečje stroškov kapitala je enako 14,60 %. Ta strošek je kar velik, Damodaran na svoji spletni strani za panogo zračni transport navaja podatek 8,25 %. Vendar pa tu ne gre za panogo zračnega transporta, ampak bolj za letališča, čeprav sta ti dve panogi močno povezani.

2.3.4 Ocena vrednosti na podlagi dividendno diskontnega modela

Za izračun vrednosti podjetja po modelu dividendno diskontnega modela bom uporabila večstopenjski Gordonov model rasti. Najprej bom izračunala vse prihodnje dividende do leta 2015, z upoštevanjem prihodnje pričakovane rasti, ki je ocenjena v letnem poročilu analize evropskega zračnega trga (glej tabelo 2). Tako bom za leto 2008 vzela podatek o stopnji rasti 13 %, nato do vključno z letom 2013 stopnjo rasti 4,2 % in nato v neskončnost stopnjo rasti 3,7 %. Kot zahtevano donosnost bom upoštevala izračunano v poglavju 2.3.2, torej 16,24 %. Tabela (3) prikazuje izračun.

Tabela 3: Izračun prihodnjih dividend

	Div _{n-1}	g	Div _n
Div ₂₀₀₇	/	/	1,10
Div ₂₀₀₈	1,10	1,130	1,24
Div ₂₀₀₉	1,24	1,042	1,30
Div ₂₀₁₀	1,30	1,042	1,35
Div ₂₀₁₁	1,35	1,042	1,41
Div ₂₀₁₂	1,41	1,042	1,47
Div ₂₀₁₃	1,47	1,042	1,53

Vir: Lastni izračuni, 2008.

Izračunane podatke vstavimo v formulo (9) in dobimo naslednji rezultat (glej enačbo 28):

$$P_0 = \frac{1,10}{1,1624} + \frac{1,24}{1,3512} + \frac{1,30}{1,5706} + \frac{1,35}{1,8257} + \frac{1,41}{2,1222} + \frac{1,47}{2,4668} + \frac{1,53}{2,8674} + \frac{1,53 \cdot 1,037}{2,8674} = 9,64 \quad (28)$$

Izračunana sedanja vrednost delnice je precej nižja kot tista v letu 2007, saj je povprečna vrednost AELG leta 2007 znašala 98,30 € (Arhiv vrednosti VP in indeksov za AELG, 2007). To nakazuje, da je AELG na trgu močno precenjena. Možno pa je tudi, da predpostavke o rasti in zahtevani donosnosti ne držijo ali pa je model preprosto slab.

2.3.5 Ocena na podlagi modela diskontiranih denarnih tokov

Pri ocenjevanju prihodnjih denarnih tokov podjetja, je treba najprej za nekaj let vnaprej napovedati vse postavke v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida. Odločila sem se, da bom prihodnje denarne tokove skušala napovedati do leta 2015, saj ima do takrat Aerodrom Ljubljana v načrtu ogromno investicij in se bo do takrat prvi investicijski cikel zaključil. Prihodnje ocenjene postavke v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida so prikazane v prilogi (4) in (5).

Prihodki bodo v prihodnosti rasli. Podjetje načrtuje v letu 2008 13 % povečanje prihodkov. Tudi v letu 2009 pričakujem enako, torej 13 % rast. Verjetno se bo nato nekoliko znižala, zato sem predpostavila 10 % rast v letih 2010 in 2011. Ker je ta rast zelo visoka, predpostavljam, da se bo v naslednjih letih rast prepolovila, zato sem v izračunih upoštevala 5 % rast v letih 2012, 2013, 2014 in 2015. Predpostavke o rasti temeljijo na dejstvu, da bo družba Aerodrom Ljubljana v naslednjih letih imela veliko investicij, ki ji bodo seveda vsako leto prinašale več prihodkov.

Stroški materiala in storitev so že v preteklosti predstavljali približno 20 % prihodkov. Predpostavljam da bo takšen delež stroškov materiala in storitev v prihodkih tudi v nadaljnjih letih. Stroški dela so v preteklosti predstavljali približno 31 % prihodkov, tudi za to razmerje predpostavljam, da bo ohranjeno tudi v naslednjih letih. Pri tem velja spomniti na investicijske načrte Aerodroma Ljubljana, ki predpostavlja izgradnjo Airport City-ja, kjer bo zaposlenih skoraj 3000 ljudi.

Amortizacija je v letu 2004 in 2005 znašala približno 10% opredmetenih sredstev. V letu 2006 in 2007 pa je ta odstotek nekoliko nižji. Predpostavljem, da bo tudi v prihodnosti znašala amortizacija 10 % opredmetenih sredstev, saj se bo zaradi novih investicij močno povečevala.

Za druge poslovne prihodke sem izračunala povprečje zadnji nekaj let in domnevam, da se ta znesek v prihodnosti ne bo spreminjal. Predpostavljam, da bo ta znesek približno 176.572 €. Neto finančni prihodki oz. odhodki so v letu 2007 znašali 390 % več kot v letu 2006. Za leto 2008 Aerodrom Ljubljana načrtuje približno enako visoke neto finančne prihodke, za nadaljna leta pa predpostavljam, da bodo neto finančni prihodki znašali toliko, kot povprečje zadnjih nekaj let, pri čemer nisem upoštevala leta 2007 in 2008. Tako sem v izračunih upoštevala konstantno vrednost 2.337.092 €.

Sredstva so v preteklosti znašala približno štirikrat več kot prihodki. Ker bodo v prihodnosti le-ti rasli, bo posledično rasla tudi vrednost sredstev. Od tega se bodo največ povečala opredmetena sredstva, ki so v preteklosti znašala dvakrat več kot prihodki. Predpostavljam, da se bo to razmerje ohranilo tudi v prihodnosti. Neopredmetena sredstva so se v zadnjih nekaj letih povečevala in sicer so že v preteklosti znašala 2 % vrednosti prihodkov. To razmerje se bo po vsej verjetnosti ohranilo tudi v naslednjih letih. Naložbe v pridružene družbe znašajo 1.251.878 € in se nanašajo na 30,46 % lastniški delež v družbi Aerodrom Portorož, d.o.o. Te naložbe podjetje ne konsolidira. Ta znesek bo enak tudi v prihodnosti.

Dolgoročne finančne naložbe se bodo postopoma zniževale, saj podjetje zaradi velikih investicij potrebuje likvidna sredstva. V izračunih sem predpostavila 10 odstotno znižanje vsako leto. Odložene terjatve za davek podjetje v svojih računovodskih izkazih pred letom 2006 ni prikazovalo. Za naslednja leta sem tako predpostavila povprečje zadnjih dveh let, torej 191.186 €.

Ker je Aerodrom Ljubljana predvsem storitveno podjetje, nima veliko zalog, saj ne v primerjavi s prihodki. Zaloge namreč obsegajo le en odstotek prihodkov. V svojih izračunih predpostavljam, da se bo to razmerje ohranilo.

Kratkoročne finančne naložbe se bodo v letu 2008 zmanjšale za 2.894.675 €, saj je glede na amortizacijske načrte podjetja takrat predvideno unovčenje kratkoročnega dela obveznic. V prihodnosti predpostavljam, da bo vrednost kratkoročnih finančnih naložb ostala enaka, saj jih podjetje potrebuje za ohranjanje likvidnosti.

Kratkoročne poslovne terjatve so v zadnjih nekaj letih v povprečju znašale 15 % prihodkov. Predpostavljam, da bo tako tudi v prihodnosti.

Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve se bodo v prihodnosti zmanjševale za približno 248.148 €, saj podjetje tako prikazuje dolgoročno odložene prihodke, saj so v letih 1993 in 1994 prejeli dotacijo iz proračuna RS za nepremičnine, napravo in opremo. Znesek zmanjšanja predstavlja obračunano amortizacijo sredstev, katerih pridobitev je bila financirana s temi dotacijami. V letu 2014 predvidevam, da tega zmanjšanja ne bo več, ker bodo sredstva že amortizirana. Za nadaljna leta predpostavljam konstantno vrednost.

Za dolgoročne obveznosti predvidevam, da bodo tudi v naslednjih nekaj letih dosegale enako vrednost kot v letu 2007. Za kratkoročne obveznosti brez pasivnih časovnih razmejitev predvidevam, da bodo, tako kot v preteklosti, tudi v prihodnosti dosegale približno 20 % prihodkov, kar sem upoštevala tudi pri napovedovanju postavk.

V tabeli (4) in (5) so predstavljeni izračuni sedanje vrednosti podjetja Aerodrom Ljubljana in delnice AELG. Izračune sem naredila najprej pri upoštevanju tehtanega povprečja stroška kapitala 14,6 %, nato pa še za precej nižjo vrednost 8,25 %, ki jo Damodaran izračunava na svoji spletni strani za zračno panogo (naj še enkrat opozorim, da ne gre za letališča, sta pa panogi precej povezani). V tabeli (4) so izpisani denarni tokovi podjetja, katerih izračun sem prikazala v prilogi (6), glej stolpec (1). V stolpcu (2) sledi izračun diskontnih faktorjev, pri katerih sem uporabila diskontno stopnjo 14,6 %, v stolpcu (3) pa 8,25 %. Stolpec (4) predstavlja zmnožek stolpca (1) in (2), stolpec (5) pa zmnožek (1) in (3).

Tabela 4: Izračun sedanje vrednosti denarnih tokov

Leto	FCFF	DF 1	DF 2	FCFF*DF 1	FCFF*DF 2
Številka stolpca	1	2	3	4	5
2008	1.870.272	0,87	0,92	1.632.000	1.727.734
2009	-71.838	0,76	0,85	-54.700	-61.306
2010	2.574.490	0,66	0,79	1.710.556	2.029.586
2011	2.846.065	0,58	0,73	1.650.085	2.072.685
2012	8.154.167	0,51	0,67	4.125.309	5.485.802
2013	8.568.939	0,44	0,62	3.782.852	5.325.490
2014	9.004.448	0,39	0,57	3.468.684	5.169.658
2015	9.461.734	0,34	0,53	3.180.488	5.018.194
Preostala vrednost 1	90.016.677	0,34	/	30.605.670	/
Preostala vrednost 2	215.644.347	/	0,53	/	114.291.504
Skupaj				50.100.945	141.059.347

Vir: Lastni izračuni, 2008.

Tabela 5: Izračun vrednosti delnice AELG

	Sedanja vrednost denarnih tokov	50.100.945	141.059.347
+	Naložbe v pridružene družbe	1.251.878	1.251.878
+	Dolgoročne finančne naložbe	26.854.717	26.854.717
+	Kratkoročne finančne naložbe	12.704.471	12.704.471
=	Vrednost podjetja	90.912.011	169.740.401
-	Dolg	1.740.631	1.740.631
=	Vrednost lastniškega kapitala	89.171.380	167.999.770
/	Število vseh delnic	3.796.527	3.796.527
=	Vrednost delnice na dan 31.12.2007	23,49	44,25

Vir: Lastni izračuni, 2008.

Izračunani ceni delnice sta precej različni, kar kaže na to, da je zelo pomembno, kakšno tehtano povprečje stroškov kapitala določim. Še pomembneje pa na vrednost vpliva stopnja rasti, ki sem jo določila za prihodnost. Slednjo sem določila na ravni 3,7 %, kar je kar veliko, vendar glede na dolgoročne trende sprejemljivo. Skupaj z rastjo zračnega transporta se bo povečala tudi obremenjenost letališč. Zračni transport pa je zaradi konkurence čedalje cenejši, kljub temu, da je cena nafte čedalje višja. To pomeni, da se bo čedalje več potnikov odločilo za prevoz z letalom, poleg tega pa lahko predvidim tudi večjo rast tovarnega prometa. To velja tudi za letališče Jožeta Pučnika, ki postaja pomembno vozlišče za vzhodno Evropo. Cena delnice na dan 31.12.2007 je bila sicer 147,15 €, kar kaže na precenjenost delnice. Vendar pa moram opozoriti na dejstvo, da sem pri izračunu upoštevala število vseh delnic, tako prednostnih kot navadnih. Razlog je preprost. Predvidevam namreč, da bo država slej ko

prej zamenjala svoje prednostne delnice v navadne, v razmerju 1:1. O tem so veliko pisali tudi mediji. 12. junija tudi v Poslovnem dnevniku (Cirman, 2008, str. 18).

2.3.6 Ocena na podlagi multiplikatorjev

V tem poglavju bom izračunane multiplikatorje konkurentov družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. uporabila za vrednotenje delnice le-tega podjetja. Družba Aerodrom Ljubljana, d.d. posluje v močnem konkurenčnem okolju, konkurence pa nima samo v Sloveniji, svoji matični državi, ampak predvsem v bližnjih območjih Slovenije. Tako so največji konkurenti letališča v Benetkah, Trevisu, Gradcu, Trstu, Celovcu in Zagrebu (Revidirano letno poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d., 2007, str. 19). Pomembno, je da se pri vrednotenju z multiplikatorji primerja podjetje s primerljivimi podjetji, tu pa nastopijo težave. Aerodrom Ljubljana je namreč delniška družba, druga letališča pa večinoma niso. Delniška družba je samo še letališče v Benetkah. Zato se pri izračunavanju multiplikatorjev pojavijo problemi, pa tudi neprimerljivost med njimi. Prav tako letna poročila oz. bilanca stanja in izkaz poslovnega izida niso dostopni za vsa omenjena konkurenčna podjetja, vsaj ne za leto 2007. Ker pa panoga zračnega prometa raste zelo hitro in je ena najhitrejših rastočih panog na svetu, se pojavijo velika neskladja. Najbolj primerljivo podjetje je zaradi svoje oblike Save S.p.a. Podatki, uporabljeni v izračunih glej tabelo (6), so vzeti iz virov za leto 2007, zato sem ta podatek primerjala z vrednostjo delnice AELG v letu 2007. Najmanjša vrednost delnice v obdobju 1.1.2007 do 31.12.2007 je bila 57,51 €, medtem ko je bila najvišja vrednost 149,6 € (Arhiv vrednosti VP in indeksov za AELG, 2007). Povprečna vrednost AELG v tem obdobju je bila 98,30. Ocenjene vrednosti so torej zelo blizu dejanskim. Sicer pa je vrednost delnice AELG na dan 25.7.2008 znašala 83,61 € (Vrednostni papirji – AELG, 2008). AELG tako na trgu ni niti podcenjena niti precenjena, če upoštevam prejšnje leto, če pa primerjam s ceno na dan 25.7.2008, pa lahko rečem da je vrednostni papir podcenjen in ima tako v prihodnosti še potencial rasti.

Tabela 6: Izračuni multiplikatorjev Aerodromovih konkurentov in vrednost AELG pri enakih vrednostih tek kazalcev.

	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	EV/S	Povprečje AELG
Aeroporto di Venezia Marco Polo – Save S.p.a. - 2007	10,17	1,63	4,87	15,18	5,00	/
Aerodrom Ljubljana, d.d.	76,99	92,85	93,60	144,16	97,70	101,06

Vir: Lastni izračuni, letno poročilo 2007 podjetja SAVE Group, revidirano letno poročilo 2007 podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d. in letno poročilo 2006 podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.

2.3.7 Povzetek rezultatov

Tabela 7: Prikaz rezultatov izračunov vrednosti delnice AELG

Metoda	Vrednost delnice	Ponderji	Vrednost del.*ponder
Dividendno diskontni model	9,64 €	0,15	1,45
Model diskontiranih denarnih tokov	33,87 €	0,50	16,94
Multiplikatorji	101,06 €	0,35	35,37
Skupaj			53,76

Vir: Lastni izračuni, 2008.

V zgornji tabeli, glej tabelo (7) so skupaj prikazani rezultati, ki sem jih dobila po različnih metodah. Vrednost delnice znaša 53,76 €, je pa ta cena zelo subjektivna, zaradi subjektivnega določanja ponderjev. Model diskontiranih denarnih tokov je metoda, po kateri bi morala dobiti najbolj točno vrednost. Po drugi strani pa multiplikatorji odražajo dejansko stanje na trgu, in če verjamemo v učinkovitost trga, bi lahko bila to ocena najbolj pravilna. Še najmanj sem se približala pravi vrednosti delnice z dividendno diskontnim modelom, ki upošteva manj dejavnikov, kot jih ostale metode. Tu naj omenim še, da navedene metode niti najmanj niso vse možne metode. Prav tako so tu navedene v nekoliko poenostavljeni obliki, kjer ima subjektivno predvidevanje oz. nezmožnost pravilnega predvidevanja prihodnosti zaradi nepoznavanja in nedostopnosti vseh relevantnih podatkov, posledice na netočnost ocen.

SKLEP

Vrednotenje podjetij je mogoče na veliko načinov, z veliko metodami. V tej diplomski nalogi sem opredelila in pojasnila le najbolj osnovne in pogosto uporabljene. Težko je reči, da je le ena metoda najbolj ustrezna in najbolj pravilna. Ker gre predvsem za napovedovanje prihodnosti, ki je vedno nepredvidljiva, se pri vsaki metodi lahko izkaže, da dobljeni rezultat ni bil pravilen. Kljub temu pa si je mogoče z vrednotenjem vsaj malo olajšati vpogled v prihodnost. Ugotovila sem, da je najbolje preizkusiti več metod, saj ima vsaka svoje prednosti in slabosti.

Pri vrednotenju Aerodroma Ljubljana z dividendno diskontnim modelom sem dobila zelo nizko vrednost delnice, komaj 9,64 €. Ker je s to metodo največ težav v praksi, sem temu modelu dala majhen pomen. Največjo težo v tem modelu ima namreč rast v prihodnosti, ki jo je zelo težko določiti, zato hitro pride do napak. Nizka cena delnice pa kaže na slabosti modela. Pri vrednotenju s pomočjo diskontiranih denarnih tokov je povprečna vrednost delnice znašala 33,87 €, kar je še vedno zelo malo. Razlog za tako nizko vrednost delnice je tudi upoštevanje vseh delnic, ne samo navadnih. Tako kot v dividendno diskontnem modelu tudi tej metodi da veliko težo predpostavka o rasti denarnih tokov v prihodnosti. Najboljši rezultat je dalo vrednotenje z multiplikatorji, vendar pa tu velja opozoriti, da sem Aerodrom Ljubljana primerjala samo z eno družbo. Če bi ga z večimi, bi bil rezultat zagotovo drugačen.

V podjetju se bodo v prihodnjih letih zgodile velike spremembe. Nekaj zaradi novega schengenskega režima, nekaj zaradi investicij, ki jih načrtujejo do leta 2015. Vse to daje neko posebno težo tudi vrednotenju, ki je zaradi tega drugačno od vrednotenja ostalih podjetij. Posebnost podjetja je tudi v tem, da ima država v lasti 49 % vseh delnic oz. vse prednostne delnice. Kot sem omenila že v poglavju 2.2.6, bodo po vsej verjetnosti kmalu prednostne delnice zamenjane v navadne. Tako velika razpoložljivost delnic bo vsekakor pomenila zmanjšanje cene delnice in navadni delničarji bodo v izgubi.

LITERATURA IN VIRI

1. *Air traffic statistics [podjetja Save S.p.a.]*. Najdeno 31. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.veniceairport.it/save/stats/datiTraffico.jsp?m=02040201>
2. *Analyses of the European air transport market: Annual Report 2007 [European Commission]*
3. *Annual Returns on Stock, T.Bonds & T.Bills: 1928 – Current [Damodaran online]*. Najdeno 21. julija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
4. *Arhiv vrednosti VP in indeksov [za AELG]*. Najdeno 1. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?sid=KaG3DnRonAilv0vW&doc=1298&date1=1.1.2007&date2=31.12.2007&SecurityId=AELG&IndexCode=SBI20&x=33&y=11>
5. Barker, R. (2001). *Determining Value: valuation models and financial statements*. Harlow: Financial times/Prentice Hall.
6. Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Kuhelj Krajnović, E., Deželan, S., Valentinčič, A. & Groznik, P. (2007). *Poslovne finance*. (3. izd.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. *BetaEurope [Damodaran online]*. Najdeno 28. julija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
8. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2005). *Investments*. (6th ed.) Boston (Mass.): McGraw-Hill Irwin.
9. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (1996). *Investments*. (3^{ed} ed.) Boston (Mass.): McGraw-Hill Irwin.
10. *Bourse de Luxembourg [slovenska državna obveznica XS0292653994]*. Najdeno 7. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.bourse.lu/Accueil.jsp>
11. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate financial management*. (8th ed.) Masson (Ohio): South-Western, London: Thomson Learning.
12. Cirman, P. (2008, 12. junij). Država po Luki Koper »prevzema« še Aerodrom. *Poslovni dnevnik*, letnik 58, št. 135, str. 18.
13. Cirman, P. (2008, 13. junij). Preobrat v vladi: Žerjav blokiral Bajukov »prevzem« Aerodroma. *Poslovni dnevnik*, letnik 58, št. 136, str. 21.
14. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (1996). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. (2nd ed.) New York: John Wiley & Sons.
15. *Country Default Spreads and Risk Premiums [Damodaran online]*. Najdeno 21. julija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
16. Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation*. New York: Financial Times/Prentice Hall.
17. *Delnica AELG [podjetja Aerodrom Ljubljana d.d.]*. Najdeno 17. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.lju-airport.si/vsebina.asp?IDM=65>
18. *Euribor Historical Data*. Najdeno 7. avgusta 2008 na spletnem naslovu http://www.euribor.org/html/content/euribor_data_previousyears.html

19. *Facts, dates and figures [podjetja Flughafen Graz]*. Najdeno 31. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.flughafen-graz.at/home/unternehmen_flughafen/zahlen_daten_fakten.en.php
20. *Fundamental Growth in EBIT by Sector [Damodaran online]*. Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
21. *Fundamental Growth in EPS by Sector [Damodaran online]*. Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
22. *Letno poročilo 2006 [podjetja Kärntner Flughafen Betriebs GmbH]*
23. *Letno poročilo 2007 [podjetja SAVE group]*.
24. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov: slovensko-angleški, angleško-slovenski*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
25. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. (2. nat.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. *Obveznica SLOVEN4 03/22/18 [Ministrstvo za finance]*. Najdeno 21. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/slov/obvezn/obveznica_SLOVEN4.htm
27. *Podatki o subjektu Aerodrom Ljubljana, d.d. [AJPES – poslovni register Slovenije]*. Najdeno 16. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si/prs/podjetjeSRG.asp?s=1&e=130602>
28. *Pojasnilo delničarjem [podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.]*. Najdeno 19. julija 2008 na spletni naslovu <http://www.lju-airport.si/novica.asp?IDn=1240&IDM=4>
29. *Poslanstvo in vizija [podjetja Aerodrom Ljubljana d.d.]*. Najdeno 16. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.lju-airport.si/vsebina.asp?IDM=57>
30. *Poslovno poročilo letališča Ronchi dei Legionari 2005*.
31. *Promet – podrobne informacije [podjetja Aerodrom Ljubljana d.d.]*. Najdeno 17. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.lju-airport.si/vsebina.asp?IDm=71&ID=521>
32. *Rates & Bonds [za Nemčijo]*. Najdeno 21. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html>
33. *Rates & Bonds [za Veliko Britanijo]*. Najdeno 21. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/markets/rates/uk.html>
34. *Rates & Bonds [za ZDA]*. Najdeno 21. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/markets/rates/index.html>
35. *Revidirano letno poročilo 2007 [podjetja Aerodrom Ljubljana d.d.]*.
36. *Revidirano letno poročilo 2006 [podjetja Aerodrom Ljubljana d.d.]*.
37. *Standardna klasifikacija dejavnosti 2002*. (2002). Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.
38. *Statistics [podjetja Zračna luka Zagreb]*. Najdeno 31. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.zagreb-airport.hr/en/poslovne_4_4/index.aspx
39. *Struktura lastništva [podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.]*. Najdeno 19. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.lju-airport.si/vsebina.asp?IDM=66>
40. Valentinčič, A. (2007). *Finančna analiza 1*. Gradiva za predavanja.

41. *Vrednostni papirji [za AELG]*. Najdeno 25. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?SecurityID=AELG&doc=818&sid=H2JQ1i5ikpj5mzHS>
42. Zakon o gospodarskih družbah (2006). *Uradni list RS*. (Št. 42/2006, 19. april 2006).
43. *Zgodovina [podjetja Aerodrom Ljubljana d.d.]*. Najdeno 16. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.lju-airport.si/vsebina.asp?IDM=58>

PRILOGE

Priloga 1: Terminološki slovar

1. *book value per share* (BPS) – knjigovodska vrednost delnice
2. *capital asset pricing model* (CAPM) - model določanja cen dolgoročnih naložb
3. *constant (normal) dividend growth model* – model enakomerne rasti dividend
4. *discounted cash flow* (DCF) – diskontirani denarni tok
5. *discounted cash flow techniques* – metode diskontiranih denarnih tokov
6. *discount factor* (DF) – diskontni faktor
7. *discount rate* – diskontna stopnja oz. zahtevana stopnja donosa
8. *earnings before interests and taxes* oz. *operating profit* (EBIT) – dobiček pred obrestmi in davki oz. poslovni izid iz poslovanja
9. *earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA) – dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo
10. *earnings per share* (EPS) – dobiček na delnico
11. *financial leverage* – finančni vzvod
12. *free cash flow to equity* (FCFE) – prosti denarni tok lastnikom podjetja
13. *free cash flow to firm* (FCFF) – prosti denarni tok podjetja
14. *net operating profit after taxes* (NOPAT) – čisti poslovni dobiček po prilagojenem davku na dobiček
15. *operating leverage* – poslovni (operativni) vzvod
16. *price-to-book ratio* (P/B) – multiplikator knjigovodske vrednosti
17. *price-earnings ratio* (P/E) – multiplikator čistega dobička
18. *price-to-sales ratio* (P/S) – multiplikator prodaje
19. *retained earnings* – zadržani čisti dobiček
20. *return on common equity* (ROE) – dobičkonosnost navadnega lastniškega kapitala
21. *return on investment capital* (ROIC) – donosnost investiranega kapitala
22. *risk premium* – premija za tveganje
23. *terminal value* – preostala vrednost
24. *weighted average costs of capital* (WACC) – tehtano povprečje stroškov kapitala
25. *zero growth stock model* – model enakih dividend

Priloga 2: Bilanca stanja Aerodrom Ljubljana, d.d. na dneva 31.12.2007 in 31.12.2006

	v evrih	31.12.2007	31.12.2006
	SREDSTVA	123.185.613	108.852.641
A	Dolgoročna sredstva	104.470.490	93.161.825
	Neopredmetena sredstva	617.707	391.156
	-dolgoročne premoženjske pravice	440.417	234.649
	-neopredmetena sredstva v pridobivanju	177.290	156.507
	Nepremičnine, naprave, in oprema	75.570.289	57.140.292
	-zemljišča	11.091.350	9.596.873
	-zgradba	40.694.777	33.266.984
	-naprave in oprema	14.792.763	7.467.966
	-nepremičnine, naprave in oprema v pridobivanju	8.991.399	6.808.469
	Naložbe v pridružene družbe	1.251.878	1.251.878
	Dolgoročne finančne naložbe	26.854.717	34.172.026
	-za prodajo razpoložljiva finančna sredstva	26.467.899	32.055.042
	-dolgoročna posojila	386.818	2.116.984
	Odložene terjatve za davek	175.899	206.473
B	Kratkoročna sredstva	18.704.843	15.649.007
	Zaloge	296.784	212.353
	Kratkoročne finančne naložbe	12.704.471	10.043.443
	-kratkoročna posojila	9.809.795	10.043.443
	-krat. finanč. naložbe razen posojil	2.894.676	0
	Kratkoročne poslovne terjatve	5.478.339	4.797.581
	-kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	4.172.439	3.705.961
	-kratkoročne poslovne terjatve do drugih	1.314.900	1.091.620
	Denarna sredstva	216.249	595.630
C	Aktivne časovne razmejitev	10.280	41.809
	Kratkoročno odloženi stroški	10.280	41.800
	OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	123.185.613	108.852.641
A	Kapital	110.291.482	97.171.482
	Vpoklicani kapital	15.842.626	15.842.626
	-osnovni kapital	15.842.626	15.842.626
	Kapitalske rezerve	24.287.659	24.287.659
	Rezerve iz dobička	54.957.824	43.150.384
	-zakonske rezerve	4.013.029	4.013.029
	-statutarne rezerve iz dobička	10.999.505	7.659.177
	-druge rezervne iz dobička	39.945.290	31.478.178
	Presežek iz prevrednotenja	8.522.638	7.851.600
	Zadržani čisti dobiček	6.680.735	6.039.213
	-preneseni čisti poslovni izid	78	2.518.440
	-čisti poslovni izid poslovnega leta	6.680.657	3.520.773
B	Rezervacije	2.317.626	2.595.840
	Rezervacije za jubilejne nagrade, odpravnine	766.360	796.426
	Dolgoročne pasivne časovne razmejitev	1.551.266	1.799.414
C	Dolgoročne obveznosti	3.058.193	2.866.862
	Dolgoročne poslovne obveznosti	228.519	95.726
	Odložene obveznosti za davek	2.829.674	2.771.136
Č	Kratkoročne obveznosti	7.138.260	6.204.217
	Kratkoročne poslovne obveznosti	7.138.260	6.204.217
	-kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	3.545.238	4.184.344
	-druge kratkoročne poslovne obveznosti	1.512.112	831.574
	-obveznosti za davek do dobička	2.080.910	1.188.299
D	Pasivne časovne razmejitev	380.052	14.240
	Vnaprej vračunani stroški	368.788	0
	Kratkoročno odloženi prihodki	11.264	14.240

Vir: Revidirano leto poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d., 2007

Priloga 3: Izkaz poslovnega izida Aerodrom Ljubljana, d.d. za leti 2007 in 2006

v evrih	1-12.2007	1-12.2006
Poslovni prihodki	37.218.143	28.667.784
Prihodki od prodaje	36.323.741	28.373.878
Drugi poslovni prihodki	894.402	293.906
Poslovni odhodki	24.368.086	18.810.693
Stroški materiala in storitev	7.375.109	5.611.613
Stroški materiala	1.584.696	1.413.844
Stroški storitev	5.790.413	4.197.769
Stroški dela	11.611.715	8.520.087
Amortizacija	5.041.047	4.455.185
Drugi poslovni odhodki	340.215	223.808
Poslovni izid iz poslovanja	12.850.057	9.857.091
Neto finančni Prihodki/odhodki	8.781.389	1.793.187
Finančni prihodki	8.845.366	1.832.869
Finančni odhodki	63.977	39.682
Poslovni izid pred obdavčitvijo	21.631.446	11.650.278
Davek iz dobička	4.899.230	3.074.530
Odloženi davki	30.574	-226.185
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	16.701.642	8.801.933
Osnovni čisti dobiček na delnico	7,57	3,49
Popravljeni čisti dobiček na delnico	4,40	2,32

Vir: Revidirano leto poročilo podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d., 2007

Priloga 4: Ocenjene postavke bilance stanja družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. v obdobju 2008-2015

v evrih	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
SREDSTVA	123.185.613	167.770.800	189.581.004	208.539.104	229.393.015	240.862.666	252.905.799	265.551.089	278.828.643
Dolgoročna sredstva	104.470.490	110.336.563	118.933.792	126.332.400	134.905.916	138.936.152	143.432.190	148.390.892	153.811.604
Neopredmetna sredstva	617.707	838.834	947.905	1.042.696	1.146.965	1.204.313	1.264.529	1.327.755	1.394.143
Neopremičnine, naprave in oprema	75.570.289	83.885.400	94.790.502	104.269.552	114.696.507	120.431.333	126.452.899	132.775.544	139.414.322
Naložbe v pridružene družbe	1.251.878	1.251.878	1.251.878	1.251.878	1.251.878	1.251.878	1.251.878	1.251.878	1.251.878
Dolgoročne finančne naložbe	26.854.717	24.169.245	21.752.321	19.577.089	17.619.380	15.857.442	14.271.698	12.844.528	11.560.075
Odložene terjatve za davke	175.899	191.186	191.186	191.186	191.186	191.186	191.186	191.186	191.186
Kratkoročna sredstva brez aktivnih časovnih razmejitev	18.704.843	16.478.685	17.345.641	18.099.225	18.928.168	19.384.087	19.862.802	20.365.452	20.893.235
Zaloge	296.784	377.484	426.557	469.213	516.134	541.941	569.038	597.490	627.364
Kratkoročne finančne naložbe	12.704.471	9.809.796	9.809.796	9.809.796	9.809.796	9.809.796	9.809.796	9.809.796	9.809.796
Kratkoročne poslovne terjatve	5.487.339	6.291.405	7.109.288	7.820.216	8.602.238	9.032.350	9.483.967	9.958.166	10.456.074
Denarna sredstva	216.249	/	/	/	/	/	/	/	/
Kratkoročne aktivne časovne razmejitive	10.280	/	/	/	/	/	/	/	/
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	123.185.613	167.770.800	189.581.004	208.539.104	229.393.015	240.862.666	252.905.799	265.551.089	278.828.643
Kapital	110.291.482	113.299.038	121.920.859	129.373.296	137.981.207	142.142.027	146.762.771	151.591.858	156.876.475
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitive	2.317.626	2.069.478	1.821.330	1.573.182	1.325.034	1.076.886	828.738	828.738	828.738
Dolgoročne obveznosti	3.058.193	3.058.193	3.058.193	3.058.193	3.058.193	3.058.193	3.058.193	3.058.193	3.058.193
Kratkoročne obveznosti brez pasivnih časovnih razmejitev	7.138.260	8.388.540	9.479.050	10.426.955	11.469.651	12.043.133	12.645.290	13.277.554	13.941.432
Kratkoročne pasivne časovne razmejitive	380.052	/	/	/	/	/	/	/	/

Vir: Letni izračuni, 2008.

Priloga 5: Ocenjene postavke izkaza poslovnega izida družbe Aerodrom Ljubljana, d.d. v obdobju 2008-2015

v evrih	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
POSLOVNI PRIHODKI	37.218.143	41.942.700	47.395.251	52.134.776	57.348.254	60.215.666	63.226.450	66.387.772	69.707.161
POSLOVNI ODHODKI	24.368.086	28.840.000	33.827.200	37.192.263	40.893.832	42.929.695	45.067.351	47.311.890	49.668.656
Stroški materiala in storitev	7.375.109	9.830.820	9.479.050	10.426.955	11.469.651	12.043.133	12.645.290	13.277.554	13.941.432
Stroški dela	11.611.715	13.004.008	14.692.528	16.161.781	17.777.959	18.666.857	19.600.199	20.580.209	21.609.220
Amortizacija	5.041.047	5.802.972	9.479.050	10.426.955	11.469.651	12.043.133	12.645.290	13.277.554	13.941.432
Druge poslovni odhodki	340.215	202.200	176.572	176.572	176.572	176.572	176.572	176.572	176.572
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA	12.850.057	13.102.700	13.568.051	14.942.513	16.454.422	17.285.971	18.159.098	19.075.882	20.038.505
NETO FINANČNI PRIHODKI/ODHODKI	8.781.389	8.910.800	2.337.092	2.337.092	2.337.092	2.337.092	2.337.092	2.337.092	2.337.092
POSLOVNI IZID PRED OBDAVČITVIJO	21.631.446	22.013.500	15.905.143	17.279.605	18.791.514	19.623.063	20.496.190	21.412.974	22.375.597
Davek iz dobička	4.929.804	4.878.742	3.340.080	3.455.921	3.758.303	3.924.613	4.099.238	4.282.595	4.475.119
ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	16.701.642	17.134.758	12.565063	13.823.684	15.033.211	15.698.451	16.396.952	17.130.379	17.900.477

Vir: Izračni izračuni, 2008.

Priloga 6: Izračun bruto investicij v poslovna sredstva in denarnih tokov podjetja Aerodrom Ljubljana, d.d.

v evrih	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Δ poslovnih kratkoročnih sredstev	668.517	866.956	753.584	828.943	455.919	478.715	502.650	527.783
- Δ poslovnih kratkoročnih obveznosti	870.228	1.090.510	947.905	1.042.696	573.483	602.157	632.264	663.878
= Neto poslovni obratni kapital	-201.711	-223.555	-194.321	-213.753	-117.564	-123.442	-129.614	-136.095
+ Δ poslovnih dolgoročnih sredstev	8.551.545	11.014.153	9.573.841	10.531.225	5.792.174	6.081.782	6.385.871	6.705.165
= Neto investicije v poslovna sredstva	8.349.834	10.790.598	9.379.520	10.317.472	5.674.610	5.958.340	6.256.257	6.569.070
+ amortizacija	5.802.972	9.479.050	10.426.955	11.469.651	12.043.133	12.645.290	13.277.554	13.941.432
= Bruto investicije v poslovna sredstva	14.152.806	20.269.649	19.806.475	21.787.123	17.717.743	18.603.630	19.533.812	20.510.502

Vir: Lastni izračuni, 2008.

v evrih	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	10.220.106	10.718.760.	11.954.010	13.163.537	13.828.777	14.527.279	15.260.706	16.030.804
+ amortizacija	5.802.972	9.479.050	10.426.955	11.469.651	12.043.133	12.645.290	13.277.554	13.941.432
- Bruto investicije v poslovna sredstva	14.152.806	20.269.649	19.806.475	21.787.123	17.717.743	18.603.630	19.533.812	20.510.502
= FCFF	1.870.272	-71.838	2.574.490	2.846.065	8.154.167	8.568.939	9.004.448	9.461.734

Vir: Lastni izračuni, 2008.

