

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**POSEBNOSTI PRI VREDNOTENJU ZAPRTIH DRUŽB NA
PRIMERU DRUŽBE**

Ljubljana, avgust 2010

GREGA PODVRŠČEK

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1. POSEBNOSTI VREDNOTENJA ZAPRTIH DRUŽB.....	2
1.1 Glavni dejavniki, ki spodbujajo drugačno obravnavo zaprtih družb v primerjavi z javnimi družbami.....	2
1.2 Ocenjevanje vhodnih dejavnikov za vrednotenje (zaprtih) družb	3
1.2.1 Ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala	3
1.2.1.1 Metode ocenjevanja tržnih bet	5
1.2.1.1.1 Računovodska beta.....	5
1.2.1.1.2 Fundamentalna beta.....	6
1.2.1.1.3 Panožne bete.....	7
1.2.1.1.4 Prilagoditve glede na diverzificiranost.....	8
1.2.2 Ocenjevanje stroškov dolga.....	9
1.2.2.1 Kazalniki zadolženosti	11
1.2.3 Denarni tokovi.....	12
1.2.4 Rast.....	13
1.2.5 Pribitki in odbitki	14
2. DU PONT ANALIZA.....	20
3. VREDNOTENJE PODJETJA PO METODI DFCF	22
3.1 Izračun diskontne stopnje	23
3.2 Izračun rasti.....	29
3.3 Izračun diskontiranih prostih denarnih tokov	30
3.4 Izračun odbitka zaradi netržnosti naložbe	32
3.5 Ocena končne vrednosti družbe X in lastniškega kapitala družbe X.....	33
SKLEP.....	35
LITERATURA IN VIRI.....	36

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Kazalec pokritosti obresti in bonitetne ocene obveznic.</i>	10
<i>Tabela 2: Pribitki na tržno ceno, izkazani v odstotkih.</i>	16
<i>Tabela 3: Povprečje in mediana odbitka zaradi netržnosti naložbe na podlagi 8 študij IPO v obdobju 1980–1997.</i>	19
<i>Tabela 4: Čisti poslovni izid družbe X v primerjavi z dobički delniškega indeksa S&P 500 v izbranem obdobju.</i>	24
<i>Tabela 5: Prikaz spremenljivk in njihovih vrednosti za izračun fundamentalne bete družbe X.</i>	24
<i>Tabela 6: Izračun povprečne zgodovinske rasti čistih dobičkov družbe X za obdobje 2003–2008.</i>	25
<i>Tabela 7: Izračun vrednosti diskontiranih prostih denarnih tokov za družbo X.</i>	31
<i>Tabela 8: Ocena vrednosti družbe X in ocena vrednosti lastniškega kapitala družbe X.</i> ...	34

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Du Pont shema družbe X za leti 2008 in 2007.</i>	21
--	----

UVOD

Vsaka naložba ima svojo vrednost. Ključ donosnega investiranja in uspešnega upravljanja z naložbami ni samo v tem, da smo seznanjeni s pošteno vrednostjo naše naložbe, ampak v razumevanju izvora njene vrednosti. Vsako naložbo je mogoče ovrednotiti, nekatere težje druge lažje, poleg tega pa se posamezne naložbe razlikujejo od primera do primera.

Potrebe po vrednotenju družb se večajo, predvsem pa povpraševanje po tej finančni storitvi narašča pri ugotavljanju vrednosti zaprtih družb in podružnic, divizij ter posameznih poslovnih segmentov v javnih družbah.

Namen diplomskega dela je obravnavati posebnosti pri vrednotenju zaprtih družb. Na podlagi tuje in domače literature želim izpostaviti glavne razlike pri vrednotenju med javnimi in zaprtimi družbami.

Cilj diplomskega dela je izračunati vrednost družbe X ter vrednost lastniškega kapitala družbe X, ki je zaprta družba. Za vrednotenje zaprte družbe, sem izbral metodo diskontiranih prostih denarnih tokov (DFCF metoda).

Diplomsko delo zajema tri poglavja. V prvem poglavju so teoretično obravnavani glavni dejavniki, ki pri vrednotenju spodbujajo drugačno obravnavo zaprtih družb v primerjavi z javnimi. Obrazloženi so predvsem načini za ocenjevanje vhodnih dejavnikov, kot so strošek lastniškega kapitala, strošek dolga, denarni tokovi, rast ter pribitki in odbitki. Pri ocenjevanju stroška lastniškega kapitala, sem obravnaval tudi metode ocenjevanja tržnih bet, katere zajemajo ocenjevanje računovodske, fundamentalne in panožne bete.

Drugo poglavje se nanaša na Du Pont analizo, katera temelji na različnih kazalnikih. V tem poglavju je prikazana tudi Du Pont shema za družbo X za leto 2008 in 2007.

Tretje poglavje vsebuje predvsem izračune vhodnih dejavnikov za vrednotenje zaprtih družb, ki so bili teoretično obravnavani v prvem poglavju. Pod zadnjo točko pa je prikazana tabela iz katere je razvidna ocena končne vrednosti družbe in končna vrednost lastniškega kapitala družbe.

Vrednotenje družbe X je bilo narejeno na podlagi podatkov, objavljenih na dan 31. 12. 2008.

1. POSEBNOSTI VREDNOTENJA ZAPRTIH DRUŽB

Načela vrednotenja zaprtih družb ostajajo ista kot pri javnih družbah, vendar se moramo pri vrednotenju zaprtih družb posluževati določenih prilagoditev, saj so običajno informacije za vrednotenje precej omejene tako v zgodovinskem kot tudi v globinskem smislu. Pri vrednotenju zasebne družbe lahko motiv za vrednotenje pomembno vpliva na samo vrednost (Damodaran, 2002, str. 926).

1.1 Glavni dejavniki, ki spodbujajo drugačno obravnavo zaprtih družb v primerjavi z javnimi družbami

Med javnimi in zaprtimi družbami obstajajo številne skupne značilnosti, pojavijo pa se tudi tri velike razlike, ki pomembno vplivajo na to, kako bomo vnašali vloške za vrednotenje.

- Dostopnost informaciji o zaprtih družbah je manjša tako za pretekla leta poslovanja, kot tudi za samo kakovost informacij (Damodaran, 2002, str. 927). Za javne družbe je kakovostno računovodsko poročanje obstoječim in potencialnim investitorjem bistvenega pomena, saj se predvsem tuji investitorji zanašajo izključno na računovodske izkaze družb, na padlagi katerih sprejemajo svoje investicijske in poslovne odločitve. V nasprotju z javnimi družbami, imajo zaprte družbe največkrat koncentrirano lastniško strukturo. Zaradi koncentrirane lastniške strukture, lahko deležniki zaprte družbe komunicirajo o poslovanju in dobičkih družbe preko zasebnih informacijskih kanalov. Ker se lahko deležniki zaprtih družb medsebojno sporazumevajo in informirajo, računovodsko poročanje ne igra tako pomembne vloge, zato zaprte družbe, v nasprotju z javnimi, ne stremijo k čim bolj kakovostnemu razkrivanju računovodskih informacij. Do največjih razlik med zaprtimi in javnimi družbami prihaja na naslednjih področjih: (1) računovodskem poročanju in davčnem usklajevanju, (2) drugačni računovodski opredelitvi časovnih razmejitev, (3) regulaciji vrednostnih papirjev in zaščiti manjšinskih deležnikov ter (4) strukturi trga kapitala (Burgstahler, Hail & Leuz, 2006, str. 7–10).
- Konstantna informiranost o vrednosti lastniškega kapitala, je za javne družbe zelo priročna, saj lahko lastniki delnic družbe, ki kotira na borzi, vsak delovni dan spremljajo, koliko je njihovo premoženje vredno. Zelo uporabna informacija je tudi gibanje tržne vrednosti lastniškega kapitala skozi celotno zgodovino družbe. Teh informacij za zaprte družbe ni moč dobiti. Lastniki kapitala javne družbe lahko, zaradi že omenjenih razlik, lažje likvidirajo svoj delež v podjetju kot pa lastniki zaprtih družb.
- V večini javnih družb lastniki najamejo strokovnjake za vodenje družbe, medtem ko sami v svojih portfeljih hranijo več podobnih lastniških naložb. Lastniki zaprtih družb pa običajno vse svoje premoženje vlagajo v svojo družbo in so običajno tesno povezani

z zaposlenimi. Kadar ni jasne ločnice med lastniki in upravo, pogosto prihaja do prepletanja osebnih stroškov s stroški poslovanja, kar nam omogoča, da razberemo ali si lastniki izplačujejo dobiček skozi plače ali ob koncu poslovnega leta.

Vsaka od zgoraj navedenih razlik lahko spremeni vrednost družbe, saj moramo vsem tem razlikam prilagoditi diskontne stopnje, denarne tokove in bodočo rast družbe (Damodaran, 2002, str. 927).

1.2 Ocenjevanje vhodnih dejavnikov za vrednotenje (zaprtih) družb

Vrednost (zaprte) družbe je vsota vseh bodočih denarnih tokov, ki so s primerno diskontno stopnjo diskontirani na sedanjo vrednost. Razlike med javnimi in zaprtimi družbami nastopijo, ko ocenjujemo vhodne dejavnike za vrednotenje podjetja po modelu diskontiranega denarnega toka (Damodaran, 2002, str. 927).

1.2.1 Ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala

V primeru, da bi radi vrednotili lastniški kapital družbe, moramo vse bodoče denarne tokove, ki se bodo nanašali na lastniški kapital, diskontirati s stroškom tega kapitala, če pa bi radi vrednotili celo družbo, pa moramo diskontirati vse bodoče denarne tokove s tehtanim povprečjem stroškov kapitala (Damodaran, 2002, str. 928).

Pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala za javne družbe, se na tveganje naložb gleda skozi oči mejnih vlagateljev v teh družbah. Ob predpostavki, da imajo ti vlagatelji dobro razpršene naložbe, je mogoče definirati tveganje, ki ga je smiselno dodati razpršenemu portfelju ali tržnemu tveganju. Beta v modelu vrednotenja dolgoročnih naložb (CAPM model) in bete v multifaktorskih modelih, ki merijo tveganje, so običajno izračunane na podlagi zgodovinskih tečajev delnic. Ker teh zgodovinskih podatkov za zaprte družbe ni mogoče dobiti in ker večina lastnikov zaprtih družb nima ustrezno razpršenih sredstev, moramo pazljivo oceniti bete za te družbe (Damodaran, 2002, str. 928).

CAPM (ang. *Capital asset Pricing Model*) je sestavljen iz netvegane stopnje kapitala, h kateri prištejemo mero za splošno tveganje, pomnoženo s splošnim kapitalskim tveganjem. Splošno tveganje je občutljivost (merjena s kovarianco) donosov nad netvegano mero konkretne družbe na povprečne donose na netvegano obrestno mero donosa na trgu kapitala. Merilo za splošno tveganje je beta (Praznik, 2004, str. 54). Praznik (2004, str. 61) pravi takole: *»Ta model je sicer izredno problematičen in predmet številnih razprav in raziskav, ki dokazujejo, da ni najustreznejši za ocenjevanje stroška kapitala. Vendar pa bo še dolgo najpogosteje uporabljan model. Razlogi za to so predvsem:«*

- večja razpoložljivost in dostopnost empiričnih podatkov kot pri drugih modelih;
- popularnost modela je tako velika, da predstavlja že splošno sprejeto merilo za določanje stroškov kapitala;

- slabosti modela je mogoče omiliti s prilagoditvijo modela posebnim značilnostim subjekta ocenjevanja.

Model vrednotenja dolgoročnih naložb (CAPM) temelji na enem faktorju, tj. beti, ki primerja naložbo ali portfelj s trgom kot celoto. Da bi dosegli boljši determinacijski koeficient, lahko regresijskemu modelu dodamo spremenljivke. Najbolj poznan pristop, ki temelji na večih faktorjih, sta razvila Gene Fama in Ken French. Fama in French sta opazila, da delnice družb z majhno tržno kapitalizacijo in delnice z visokim razmerjem med knjigovodsko in tržno vrednostjo dosegajo večje donose od trga. Modelu vrednotenja dolgoročnih naložb (CAPM) sta dodala omenjena dva faktorja in tako dobila tri-faktorski model za izračun bete (Kenneth, 2005, str. 9):

$$E(R_i) - R_f = \beta_{im} * (E(R_m - R_f)) + \beta_{is} * E(SMB) + \beta_{ih} * E(HML) \quad (1)$$

$E(R_i)$ = donosnost portfelja;

R_f = netvegana donosnost;

R_m = donosnost trga;

SMB = razlika med donosnostjo delnic z majhno in veliko tržno kapitalizacijo;

HML = razlika med donosnostjo delnic z visokim in nizkim razmerjem med knjigovodsko in tržno vrednostjo;

β_{is} = zavzema vrednost med 0 in 1; če je 0, potem ima družba veliko tržno kapitalizacijo, če je 1 potem ima družba majhno tržno kapitalizacijo;

β_{ih} = zavzema vrednost med 0 in 1; če je 1, ima portfelj visoko razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo, če je 0 ima portfelj nizko razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo;

β_{im} = izračunana beta.

Za določevanje stroškov kapitala, pa lahko ocenjevalec družb uporabi tudi model uravnoteženega določanja stroškov kapitala (ang. *Arbitrage Pricing Model (APT)*). Model uravnoteženega določanja stroškov kapitala je mogoče obrazložiti kot razširjen model za vrednotenje dolgoročnih naložb z več spremenljivkami. Različne spremenljivke predstavljajo dejavnike splošnega tveganja, od katerih je eden po vsebini enak beti iz modela za vrednotenje dolgoročnih naložb. Model uravnoteženega določanja stroškov temelji na naslednji formuli:

$$E(R_i) = R_f + (\beta_{i1} * RP_1) + (\beta_{i2} * RP_2) + \dots + (\beta_{in} * RP_n), \quad (2)$$

pri čemer je:

$E(R_i)$ = pričakovana stopnja donosa lastniškega kapitala;

R_f = stopnja donosa državne obveznosti;

$\beta_{i1...in}$ = občutljivost lastniškega kapitala i na vsakega od dejavnikov tveganja glede na povprečno občutljivost tega trga na ta dejavnik;

$RP_{1...n}$ = razni pribitki za tveganje.

APT model je glede na zasnovu stvarnejši od CAPM modela, vendar ocenjevalci dajejo prednost zadnjemu, in sicer predvsem iz dveh razlogov (Praznik, 2004, str. 61):

- spremenljivke APT modela niso jasno določene z empiričnimi podatki, ampak le subjektivna domneva ocenjevalca;
- ni enotnosti, katere spremenljivke najbolj vplivajo na določitev stroškov kapitala.

1.2.1.1 Metode ocenjevanja tržnih bet

Beta meri sistematično tveganje, ki predstavlja del investicijskega tveganja, katerega ne moremo izničiti z razpršitvijo portfelja. Beta igra ključno vlogo pri ocenjevanju stopnje tveganja, ki jo je investitor pripravljen sprejeti v svoj razpršen investicijski program. Napovedovanje bete nam pomaga predvideti stopnjo tveganja razpršenega portfelja v prihodnosti, zato predstavlja enega izmed ključnih dejavnikov pri investicijskih odločitvah (Rosenberg & Guy, 1995, str. 101).

Beta koeficient lahko teoretično zavzema različne pozitivne in negativne vrednosti. Delnica, ki ima pozitivno beto, se bo gibala skladno s trgom. Če je beta delnice enaka 1, to pomeni, da bo volatiliteta delnice enaka trgu. Torej, če trg zraste ali pade za 10 %, bo tudi delnica z beto 1 zrasla ali padla za 10 %. Delnica z vrednostjo 2, bi v omenjenem primeru pridobila ali izgubila 20 %, saj beta z vrednostjo 2 izraža nadpovprečno volatiliteto delnice glede na trg. Kadar ima delnica beto med 0 in 1, to pomeni, da je njena volatiliteta manjša od trga. V takem primeru bi se delnica z beto 0,5 ob premiku trga navzgor ali navzdol za 10 %, premaknila le za 5 % v smeri premika trga. Beta koeficient pa lahko odraža tudi negativno vrednost, kar pomeni, da se delnica z negativno beto ne giba skladno s trgom, ampak v obratni smeri trga. Torej, če trg pridobi ali izgubi na vrednosti, bo delnica z negativno beto izgubila ali pridobila na vrednosti. V praksi ima večina delnic beto med 0,5 in 1,5, medtem ko so delnice z negativno vrednostjo prava redkost (Brigham & Houston, 2003, str. 255).

Za standardni postopek ocenjevanja bet v CAPM modelu moramo izračunati regresijo med donosi izbrane delnice in donosi trga. Drugačen statistični pristop izberemo z uporabo multifaktorskih modelov, ampak tudi ta zahteva, da poznamo zgodovinske vrednosti gibanja tečajev. Ker teh podatkov ni na voljo, obstajajo trije načini za izračunavanje bet za zaprte družbe (Damodaran, 2002, str. 928).

1.2.1.1.1 Računovodska beta

Ko se poslužujemo tega pristopa izračunavanja bete, moramo imeti na voljo računovodske informacije o dobičkih zaprte družbe. Da bi ocenili računovodsko beto (ang. *Accounting beta*), moramo izračunati regresijo, ki temelji na spremembah dobičkov zaprte družbe in

dobičkov delniškega indeksa (npr. S&P 500 ali drugega primerljivega indeksa) (Damodaran, 2002, str. 928).

$$\Delta \text{Dobičeki zasebne družbe} = a + b * \Delta \text{Dobičeki S\&P 500}, \quad (3)$$

kjer je b naklon regresijskega koeficienta, kar predstavlja računovodsko beto za podjetje. Kadar se odločamo, katere dobičke podjetja bi vzeli za regresijo, moramo biti pozorni, saj bi dobički iz poslovanja predstavljali beto brez vzvoda (ang. *unlevered beta*), medtem ko čisti dobički podjetja odražajo beto z vzvodom (ang. *levered beta*). Pri tem pristopu obstajata dve omejitve. Prva se odraža v tem, da zaprte družbe največkrat merijo svoje dobičke le enkrat na leto, kar nas pripelje do tega, da ima dobljena regresija malo opazovanj in omejeno statistično moč. Drugo omejitev pa predstavlja dejstvo, da so dobički velikokrat zglajeni v okviru računovodskih standardov, kar se naknadno odraža v neustrezno dobljeni beti (Damodaran, 2002, str. 929).

1.2.1.1.2 Fundamentalna beta

Fundamentalna beta (ang. *fundamental beta*) je produkt statističnega modela, ki nam sporoča tveganje za določen vrednostni papir s fundamentalnega vidika. V statistični model so vključene tudi spremenljivke, ki se nanašajo na samo poslovanje podjetja in njegovo kapitalsko ustreznost (Brigham & Gapenski, 1988, str. 228).

Če je vrednost družbe določena z večimi gradniki oziroma fundamentalnimi spremenljivkami, potem je logično, da tudi tveganje izvira iz teh gradnikov oziroma fundamentalnih spremenljivk. V splošnem je vrednost družbe ustvarjena s poslovnimi, investicijskimi in finančnimi aktivnostmi ter je neposredno povezana z generiranjem dobička. Če je torej izvor vrednosti in tveganje družbe povezano z fundamentalnimi spremenljivkami, kot so dobički, potem je smiselno tveganje meriti neposredno iz fundamentalnih spremenljivk (Nekrasov & Shroff, 2009, str. 1984).

Že mnogi raziskovalci so se ukvarjali s tem, kako bi izračunali fundamentalne bete za zaprte družbe. Beaver, Kettler in Scholes so (1970) preučevali, kakšno povezavo imajo bete s sedmimi spremenljivkami – izplačilom dividend, rastjo sredstev, finančnim vzvodom, likvidnostjo, velikostjo sredstev, variabilnostjo dobičkov in računovodsko beto. Rosenberg in Guy sta se (1976) prav tako ukvarjala z vplivom omenjenih spremenljivk na beto. V nadaljevanju so se posluževali regresije, ki se je nanašala na bete delnic, ki so kotirale na NYSE (New York Stock Exchange) in AMEX (American Stock Exchange). Tako so leta 1996 opredelili štiri spremenljivke: koeficient variacije dobičkov iz poslovanja (CV_{OI}), knjigovodski dolg/kapital (D/E), zgodovinsko rast dobičkov (g) in knjigovodsko vrednost vseh sredstev (TA).

$$Beta = 0,6507 + 0,25 * CV_{OI} + 0,09 * \frac{D}{E} + 0,54 * g - 0,000009 * TA \quad R^2 = 18 \% \quad (4)$$

R^2 = determinacijski koeficient;

CV_{OI} = koeficient variacije dobičkov iz poslovanja;

= standardni odklon razmerja med dobičkom iz poslovanja in povprečnim dobičkom iz poslovanja (dobiček iz poslovanja/povprečen dobiček iz poslovanja).

Vse štiri spremenljivke so zmeraj na voljo pri zaprtih družbah, zato je ta pristop preprost, vendar je le tako dober kot osnovna regresija. Nizki determinacijski koeficient nam sporoča, da imajo bete, ki so ocenjene po tej metodi velikokrat velike standardne napake (Damodaran, 2002, str. 930).

1.2.1.1.3 Panožne bete

Kadar določamo panožne bete (ang. *bottom-up betas*) za javne družbe, uporabljamo bete brez vzvoda za panogo, v katero spada družba glede na svojo glavno dejavnost. Razlog zakaj vzamemo beto panoge je v tem, da imajo te bete veliko nižjo standardno napako, saj so izračunane na podlagi povprečja številnih velikih podjetji, ki poslujejo v tej panogi. Panožne bete lahko prav tako uporabimo pri vrednotenju zaprtih družb, saj jih je moč razvrstiti v panoge v katerih poslujejo. Torej, če vrednotimo zaprto družbo, katere glavna dejavnost je proizvodnja in prodaja zdravil, lahko ocenimo beto te družbe na podlagi izračunanega povprečja družb, ki se ukvarjajo z isto dejavnostjo. Vse razlike glede finančnega in operativnega vzvoda lahko prilagodimo za končno oceno družbe. Kadar prilagajamo beti brez vzvoda tudi finančni vzvod, se pri zaprtih družbah srečamo s problemom, saj razmerje med dolgom in kapitalom ne odraža tržne vrednosti kazalca. Medtem ko večina analitikov vzame kar knjigovodsko vrednost dolga in kapitala, obstajata tudi dva alternativna pristopa (Damodaran, 2002, str. 931):

- Če predpostavimo, da se tržna vrednost vzvoda zaprte družbe odraža v povprečju panoge, bi lahko beto z vzvodom izračunali po naslednji formuli:

$$\beta_{zaprtedru\zsb} = \beta_{brezvavoda} * (1 + (1 - dav\cna\ stopnja) * (pano\zšno\ povpre\cje\ razmerja\ med\ dolgom\ in\ lastni\cskim\ kapitalom)) \quad (5)$$

- V primeru, da je vodstvo družbe pripravljeno razkriti informacije (ob predpostavki, da vodstvu družbe verjamemo), kakšno bi bilo za njih optimalno razmerje med vrednostjo dolga in kapitala, lahko ocenimo beto zaprte družbe po sledeči formuli:

$$\beta_{\text{zaprte družbe}} = \beta_{\text{brezavoda}} * (1 + (1 - \text{davčna stopnja}) * (\text{optimalno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom}))$$

(6)

Prilagajanje operativnega vzvoda je lažje, ker temelji na deležu fiksnih stroškov zaprte družbe. Če je ta delež večji, kot znaša povprečni delež panoge, potem bi morala biti beta zaprte družbe višja od panožne bete (Damodaran, 2002, str. 931).

Fiksni stroški so redni stroški, ki ostanejo bolj ali manj nespremenjeni glede na dosežen obseg prihodkov od prodaje. Fiksne stroške največkrat predstavljajo amortizacija, zavarovanja, obresti in plače. (Business dictionary, fixed costs.)

1.2.1.1.4 Prilagoditve glede na diverzificiranost

Beta meri tveganje naložbe, ki ga dodamo v razpršen portfelj, zato so primerne za investitorje, ki imajo dobro razpršeno premoženje. Pogosto je v primeru zaprtih družb en investitor lastnik večinskega ali pa celo celotnega lastniškega deleža zaprte družbe, saj velikokrat investira vsa svoja sredstva za zagon zaprte družbe, zato nima možnosti za razpršitev svojega premoženja. Na podlagi tega, lahko trdimo, da bete zaprtih družb odražajo premajhno izpostavljenost do tržnega tveganja.

V primeru, da investitor investira vse svoje premoženje v zaprto družbo, gre za popolno nediverzificiranega investitorja, ki je izpostavljen vsem tveganjem, povezana z zaprto družbo, in ne samo tržnemu tveganju (ki ga odraža beta). Obstaja prilagoditev, ki nam omogoča, da lahko tudi popolno nediverzificiranost odrazimo v beti podjetja. Da bi dosegli te prilagoditve, predpostavimo, da standardni odklon od vrednosti kapitala zaprte družbe (ki meri skupno tveganje) označimo z σ_j , in da standardni odklon tržnega indeksa označimo z σ_m . Če je korelacija med delnico in trgom definirana kot ρ_{jm} , lahko tržno beto (ang. *market beta*) zapišemo kot:

$$\text{Tržna beta} = \rho_{jm} * (\sigma_j + \sigma_m) \quad (7)$$

Da bi izpostavili skupno tveganje, moramo tržno beto deliti z ρ_{jm} .

$$\text{Tržna beta} + \rho_{jm} = \sigma_j + \sigma_m \quad (8)$$

Dobimo relativni standardni odklon, ki odraža razmerje med standardnim odklonom od vrednosti kapitala zaprte družbe in standardnim odklonom tržnega indeksa. Temu pravimo skupna beta (ang. *total beta*):

$$\text{Skupna beta} = \text{tržna beta} + \rho_{fm} \quad (9)$$

Skupna beta je višja od tržne bete in je odvisna od korelacije med družbo in trgom – nižja kot je korelacija, višja je skupna beta. Tako kot smo si pri ocenjevanju tržne bete pomagali s povprečjem panoge, si lahko prav tako pomagamo z ocenjevanjem korelacijskega koeficienta.

Preden izračunamo skupno beto se moramo nujno vprašati, s kakšnim namenom vrednotimo zaprto družbo. Če bi vrednotili zaprto družbo za prodajo, bi bila skupna beta prilagojena potencialnemu kupcu. V primeru, da bi zaprto družbo vrednotili za prvo javno prodajo, nebi smeli upoštevati prilagoditev za nediverzificiranost, saj bi bili potencialni kupci vlagatelji, ki participirajo na borznih trgih. V primeru, da bi vrednotili družbo za prodajo družbe eni fizični ali pravni osebi, bi bile prilagoditve v skladu z razpršenostjo kupčevega portfelja. Če bi imel kupec zelo razpršen portfelj, bi bila korelacija s trgom višja, kar bi se odražalo v nižjih prilagoditvah skupne bete (Damodaran, 2002 str. 935).

Obstaja tudi alternativni pristop, ki se včasih uporablja za ocenjevanje dodatnih premij za tveganje zaprtih družb. Pri tem pristopu lahko primerjamo zgodovinske donose tveganega kapitala in skladov zasebnega kapitala z donosi javnih družb, ki kotirajo na borzi. Razlika se lahko šteje kot premija za tveganje za zaprte družbe. Na primer, skladi zaprtega kapitala so od leta 1990 do leta 2000 v povprečju prinašali 24 % donos na letni ravni, medtem ko je v istem obdobju povprečen donos delnic znašal 15 % na letni ravni. Razlika v višini 9-odstotnih točk predstavlja premijo za tveganje za zaprte družbe in jo je treba upoštevati pri izračunu stroškov kapitala.

Pri tem pristopu obstajajo tri omejitve. Prvič, večina tveganega in zasebnega kapitala ne sporoča javno svojih letnih donosov, medtem ko je pri uspešnih skladih zasebnega kapitala večja verjetnost, da informacije o letnih donosih javno objavijo. Drugič, standardne napake letnih donosov so zelo velike, kar posledično vpliva tudi na ocenjevanje premije za tveganje. Tretjič, v tem pristopu se vse zaprte družbe obravnavajo enakopravno, torej, ni mogoče za specifične zaprte družbe spreminjati premije za tveganje (Damodaran, 2002, str. 936).

1.2.2 Ocenjevanje stroškov dolga

Ko prehajamo iz stroškov kapitala na stroške dolga, moramo upoštevati dva dejavnika – obrestno mero, po kateri si lahko družba izposoja denar, in utež dolga v bilanci stanja. Strošek dolga predstavljajo obresti, ki jih bo morala družba plačati, da si lahko danes

izposodi dodaten denar. Za javne družbe se običajno uporabi donosnost obveznic, katere je izdala obravnavana družba ali pa bonitetne ocene teh obveznic, ki označujejo verjetnost plačila dolga oziroma verjetnost za nezmožnost plačila dolga. Zaprte družbe običajno nimajo bonitetne ocene in prav tako ne izdanih obveznic, zato moramo uporabiti enega od alternativnih pristopov:

- Če si je družba izposodila denar pred kratkim (nekaj tednov ali mesecev nazaj), lahko za strošek dolga uporabimo obrestno mero, po kateri si je družba izposodila denar. Če so podatki starejši, potem opustimo ta pristop, saj pretekle obrestne mere niso dobro merilo za sedanji strošek dolga.
- Če se zaprta družbo vrednoti z namenom prve javne prodaje, potem lahko kot strošek dolga uporabimo povprečje panoge, v kateri družba deluje. Kadar postane zaprta družba javna, se običajno struktura dolga prilagodi panožnemu povprečju.
- Ko ocenjujemo strošek dolga za javno družbo, lahko uporabimo razmerja kritih obresti za določanje bonitetne ocene in nato še pribitke za verjetnost plačila oziroma neplačila, kar nas pripelje do stroška dolga. Ker so običajno zaprte družbe manjše in bolj tvegane od javnih, uporabljamo za določanje bonitetnih ocen zaprtih družb merila, ki so prikazana v **tabeli 1**:

Tabela 1: Kazalec pokritosti obresti in bonitetne ocene obveznic.

Kazalec pokritih obresti	Bonitetna ocena
> 12,5	AAA
9,5 – 12,5	AA
7,5 – 9,5	A +
6 – 7,5	A
4,5 – 6	A –
3,5 – 4,5	BBB
3 – 3,5	BB
2,5 – 3	B +
2 – 2,5	B
1,5 – 2	B –
1,25 – 1,5	CCC
0,8 – 1,25	CC
0,5 – 0,8	C
< 0,65	D

Vir: A. Damodaran, Investment valuation, 2002, str. 938.

Na primer, da bi imela zaprta družba pokritost obresti 5,1, bi uporabili bonitetno oceno – A in pribitek na obrestno mero, ki izraža tveganje nezmožnosti odplačila dolga. Torej, če je značilno, da podjetja z bonitetno oceno – A plačujejo 1,5 % pribitka na obrestno mero za netvegano naložbo, bi to pomenilo, da bi pribitek za tveganje nezmožnosti odplačila dolga

prišteli zahtevani obrestni meri za netvegano naložbo in tako dobili strošek dolga zaprte družbe.

Ta pristop lahko odraža manjše stroške dolga, kot zanje zahtevajo banke, ko zaprti družbi odobrijo posojilo, saj običajno javnim družbam banke očitajo manjše pribitke. V primeru, da bi vrednotili zaprto družbo za prodajo individualni pravni ali fizični osebi, bi upoštevali tudi dodatni pribitek, kar bi povečalo strošek dolga. Če pa bi zaprto družbo vrednotili za prvo javno prodajo, pa tega pribitka ne bi upoštevali (Damodaran, 2002, str. 938).

1.2.2.1 Kazalniki zadolženosti

Heyman, Deloof in Ooghe (2008, str. 301–307) so v obdobju 1996–2000 preučevali 1132 zaprtih družb v Belgiji in na podlagi študije ugotovili, da je za hitro rastoče zaprte družbe značilna nizka zadolženost. Nizka zadolženost zaprtih družb se je izkazala tudi med tistimi družbami, ki so imele majen delež opredmetenih sredstev v bilanci stanja, in pri družbah, ki so poslovale z dobičkom. Kot bolj zadolžene, pa so se izkazale velike zaprte družbe, katerih dolg ima tudi krajši rok do dospelja.

Do podobnih ugotovitev sta prišla tudi Hovakimian in Li (2009, str. 21–24) - ugotovila sta, da se zadolženost družb najpogosteje giblje v določenem intervalu, ki naj bi bil najbolj primeren za posamezno družbo. Navajata tudi, da je prilagajenje zadolženosti k natanko določenemu razmerju med dolgom in kapitalom zelo redko.

Kazalec zadolženosti predstavlja delež tržne vrednosti družbe, ki jo je družba pridobila z izposojanjem denarja. Pri javnih družbah uporabljamo tržne vrednosti delnic in obveznic, da pridemo do vrednosti kazalca zadolženosti. Ker pa za zaprte družbe noben od potrebnih podatkov ni na voljo, obstaja nekaj drugih opcij:

- Prav tako, kot smo že omenili, da lahko za izračun bete z vzvodom vzamemo povprečno zadolženost družb v industriji, lahko to storimo tudi kadar ocenjujemo strošek kapitala. Torej, če lahko uporabimo razmerje industrijskega povprečja med dolgom in lastniškim kapitalom za izračun bete z vzvodom, lahko uporabimo tudi razmerje industrijskega povprečja med dolgom in celotnimi obveznostmi do virov sredstev za izračun stroškov celotnega kapitala.
- Čeprav tržne vrednosti dolga in kapitala za zaprte družbe niso na voljo, lahko uporabimo ocenjene vrednosti kapitala in dolga, čeprav to ustvarja krožno razmišljanje v analizi. Če hočemo oceniti vrednost družbe in vrednost kapitala, rabimo stroške kapitala in kazalec zadolženosti, medtem ko moramo imeti vrednost kapitala, da lahko ocenimo strošek dolga. Ta problem lahko rešimo tako, da za izhodiščno določanje vrednosti družbe vzamemo knjigovodske podatke, potem pa iz dobljene vrednosti družbe izračunamo tržno vrednost lastniškega kapitala in dolga ter nato postopek ponovimo v obratni smeri, da dobimo vrednost družbe in lastniškega kapitala (Damodaran, 2002, str. 939).

1.2.3 Denarni tokovi

Opredelitvi denarnih tokov do lastniškega kapitala in denarnih tokov za družbo sta enaki - tako za zaprte kot za javne družbe. Denarni tok lastniškega kapitala je celoten denarni tok, zmanjšan za plačilo anuitet iz najetih posojil, plačane davke in reinvestirane dobičke. Denarni tok družbe pa je enak celotnemu denarnemu toku, ki je zmanjšan za plačilo davkov in reinvestiranih dobičkov, ne pa za plačilo anuitet iz najetih posojil (Damodaran, 2002, str. 940). Obstajajo trije dejavniki, ki vplivajo na oceno denarnih tokov zaprtih družb. Prvi izpostavlja problem, ki se dogaja v zaprtih družbah, kjer je lastnik tudi zaposlena oseba. V teh primerih mnogi lastniki ne razlikujejo prihodkov, ki jih dobijo od izplačila dobička konec poslovnega leta, in dohodkov v obliki mesečnih plač. Drugi dejavnik predstavlja interakcijo osebnih in poslovnih stroškov, kar se še posebej odraža pri manjših zaprtih družbah. Mešanje osebnih in poslovnih stroškov lahko povzroči odhodke, ki jih ni moč predvidevati. Tretji dejavnik pa se odraža v davčnem vplivu, saj se davčne stopnje in obveznosti za fizične osebe precej razlikujejo od davčnih stopenj in obveznosti za pravne osebe.

- Denarni tokovi lastniškega kapitala in plače lastnikov

Pri vrednotenju moramo jasno razlikovati plače od dividend. Plače so poslovno nadomestilo za opravljene profesionalne storitve in jih je treba z vidika družbe obravnavati kot poslovne odhodke. Izplačilo dobička pa predstavlja donosnost na vložen kapital v to družbo, torej izplačilo dobička zadeva vrednost lastniškega kapitala. V javnih družbah se plače izplačuje zaposlenim v tej družbi, dobiček v obliki dividend pa se izplačuje lastnikom te družbe. Pri zaprtih družbah je pogostokrat direktor tudi edini lastnik družbe, zato se pri vrednotenju le-teh uporablja dobiček iz poslovanja za napovedovanje bodočih prihodkov in dobičkov. Če v dobičku iz poslovanja niso zajete prilagojene plače za lastnike, ki so tudi člani uprave, potem se lahko slednji odraža v previsoki vrednosti. Da bi dobili bolj natančno oceno dobička iz poslovanja, moramo spoznati vlogo oziroma vloge, ki jih opravlja oseba, ki nastopa kot upravitelj in lastnik zaprte družbe. Z razumevanjem vloge te osebe v družbi lahko lažje ocenimo nadomestilo, ki ji pripada. Velikokrat nastopajo lastniki/upravitelji kot prodajniki, računovodje, nabavniki in izvršni direktorji.

- Interakcija poslovnih in osebnih izdatkov

Interakcija poslovnih in osebnih izdatkov je predvsem problem pri manjših zaprtih družbah, kjer ima lastnik izjemno kontrolo nad vsemi vidiki poslovanja. Veliko lastnikov zaprtih družb si situira svojo pisarno v svoji rezidenci, uporabljajo ista vozila za poslovno in osebno rabo ter si za poslovno in osebno rabo delijo podobne storitve kot sta internet in telefon. V nekaterih primerih so v družbo vključeni tudi družinski člani, saj lahko preko različnih poti porazdelijo prihodke in vplivajo na manjše davke.

Če so osebni stroški konsolidirani s poslovnimi stroški ali so prikazani na drugačen način k stroškom poslovanja, moramo dobiček iz poslovanja oceniti brez upoštevanja osebnih stroškov. Problem pri teh prilagoditvah pa je, da lastniki/upravitelji zaprtih družb običajno ne načrtujejo višino osebnih izdatkov, ki so vključeni v poslovanje družbe (Damodaran, 2002, str. 942).

- Davčni vpliv

Pri vrednotenju družb se moramo odločiti ali bomo uporabili efektivno ali mejno davčno stopnjo. Podatek o efektivni davčni stopnji podjetja največkrat zasledimo v računovodskih izkazih. Efektivna oziroma dejanska davčna stopnja je stopnja, po kateri zavezanec dejansko plača davek državi. To je predpisana davčna stopnja, znižana za priznane olajšave in oprostitve. Drugo možnost pa predstavlja mejna davčna stopnja, ki je določena z zakonodajo. Če imamo pri vrednotenju v tekočem obdobju izračunano npr. efektivno davčno stopnjo 24 % in zakonodaja predpisuje 35 % mejno davčno stopnjo, lahko za tekoče obdobje upoštevamo efektivno davčno stopnjo, v prihodnje pa uporabimo mejno davčno stopnjo. Za izračun preostale vrednosti (residual value) pa uporabimo mejno davčno stopnjo (Damodaran, 2001, str. 125).

1.2.4 Rast

Kadar ocenjujemo rast za javne družbe, si lahko pomagamo s tremi viri – zgodovinsko rastjo, ocenami analitikov in fundamentalnimi podatki. Za zaprte družbe si ne moremo pomagati z ocenami analitikov, z zgodovinsko rastjo pa moramo biti previdni (Damodaran, 2002, str. 945). Za ocenjevanje pričakovane rasti je zgodovinsko rast smiselno uporabiti, če so bile pretekle rasti dobičkov in izplačanih dividend stabilne, hkrati pa ocenjevalec družbe pričakuje nadaljevanje obstoječega trenda rasti. Če družbo vrednotimo po metodi diskontiranih denarnih tokov, je zgodovinske stopnje rasti priporočljivo uporabiti v povezavi s fundamentalnimi podatki in ocenami analitikov (Brigham & Daves, 2004, str. 307). Spreminjajoči se računovodski standardi izražajo en dejavnik, zaradi katerega moramo biti previdni, saj bi lahko zaradi spremenjenih računovodskih standardov družba prikazala večji ali pa manjši dobiček, ki ne bi odražal resničnega stanja. Poleg tega, da se prihodki zaprtih družb poročajo na letni ravni in ne na četrletni, so tudi v povprečju zaprte družbe mlajše od javnih, kar pomeni manj podatkov za ocenjevanje prihodnje rasti.

Glede na slabosti, ki so našteje zgoraj, je za ocenjevanje rasti zaprtih družb najbolj zaželjena uporaba fundamentalnih podatkov (Damodaran, 2002, str. 945). Pričakovana stopnja rasti dobička iz poslovanja je odvisna od reinvestiranih dobičkov in donosnosti kapitala. Izračuna se po formuli (10):

$$\text{Pričakovana stopnja rasti} = \text{stopnja reinvestiranih dobičkov} * \text{donos na kapital}$$

(10)

Ocenjevanje stopenj reinvestiranih dobičkov in donosa na kapital poteka po istem postopku kot za javne družbe.

Pri vrednotenju javnih družb v splošnem predpostavljamo, da bodo imele neskončno življenjsko dobo, čeprav se moramo zavedati tveganja stečaja. Za vrednotenje zaprtih družb, pa je treba predpostavko o neskončni življenjski dobi določiti bolj previdno. V nasprotju z javnimi družbami, kjer je menjava uprave po določenih letih pričakovana, se pri zaprtih družbah pojavlja problem, saj lastnik/upravitelj noče dati vseh pooblastil za odločanje tuji osebi. Da se lastnik/upravitelj izogne temu problemu, išče primerno osebo v družinskih krogih, kar se ne izkaže zmeraj za dobro odločitev (Damodaran, 2002, str. 947). Ena od posledic nakazuje, da bo končna vrednost zasebnega podjetja manjša od končne vrednosti javne družbe. Če predpostavimo, da bo podjetje nehalo delovati v trenutku, ko se bo sedanji lastnik/upravitelj upokojil, bi kot končno vrednost uporabili likvidacijsko vrednost vseh sredstev s katerimi razpolaga zasebna družba. Likvidacijska vrednost pa je manjša od končne vrednosti, ki jo izračunamo ob predpostavki, da bo družba v prihodnosti še poslovala. Druga posledica pa nakazuje dejstvo, da bo zaprta družba v kateri lastnik/upravitelj načrtuje prehod na naslednjo generacijo, vredna več kot zaprta družba, ki tega ne načrtuje. Tega problema se velike zaprte družbe lotevajo predvsem po vzoru javnih družb in načrtujejo predajo vodenja poklicnim upraviteljem. Kadar vrednotimo tako zaprto družbo, lahko predpostavimo neskončno življenjsko dobo podjetja.

Hitchner (2003, str. 132) navaja, da večina analitikov aplicira trajno rast v razponu od 3 do 6 %, odvisno od lastnosti družbe, ki jo ocenjujejo, in od panoge, v kateri družba posluje. Nekateri analitiki pa za trajno rast uporabijo pričakovano stopnjo inflacije, ki v povprečju znaša približno 3 %.

Ko postaja družba vse večja, težje ohranja visoko rentabilnost kapitala. To pomeni, da se bo v prihodnjih letih poslovanja donos na kapital približal povprečju panoge. Ob upoštevanju te predpostavke bi stopnja reinvestiranih dobičkov po desetih letih znašala (Damodaran, 2002, str. 947):

$$\text{Stopnja reinvestiranih dobičkov} = \frac{\text{pričakovana rast po 5 letih}}{\text{donos na kapital (industrijsko povprečje)}} \quad (11)$$

1.2.5 Pribitki in odbitki

Pribitki in odbitki izhajajo predvsem iz osnovnih konceptov kontrole in netržnosti ter spadajo med temeljna orodja analitikov, ki jih uporabljajo pri vrednotenju družb. Z odbitki zmanjšujemo vrednost družbe, s pribitki pa vrednost povečujemo. Najpogosteje uporabljen pribitek je pribitek za obvladovanje, ki pa je lahko v primeru manjšinskega lastniškega deleža v družbi tudi odbitek zaradi neobvladljivosti. Najpogosteje uporabljen odbitek, pa se nanaša na netržnost, ki nam predstavlja likvidnost naložbe v primerjavi z likvidnostjo alternativnih naložb (Hitchner, 2003, str. 300).

Pribitke in odbitke lahko obravnavamo na ravni podjetja kot celote ali pa na ravni lastniške strukture.

Pribitki in odbitki na ravni podjetja kot celote:

- odbitek zaradi ključne osebe;
- odbitek za pogojne obveznosti;
- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov;
- odbitek za majhnost družbe;
- odbitek zaradi nehomogenosti naložb;
- odbitek zaradi majhnega števila kupcev ali izgube dobavitelja;
- odbitek zaradi pomanjkanja tržljivosti.

Večina analitikov zgoraj naštetih dejavnike že upošteva pri določitvi diskontne stopnje, kadar uporabljajo na donosu zasnovan način vrednotenja.

Pribitki in odbitki na ravni lastniške strukture (Hitchner, 2003, str. 303):

- pribitek za obvladovanje ali odbitek za neobvladljivost;
- odbitek zaradi netržnosti.

Ravni vrednosti so (Hitchner, 2003, str. 304):

- strateška vrednost (za javne in zaprte družbe);
- vrednost manjšinskega lastnika, katerega delnice se prodajajo na organiziranem trgu kapitala (za javne družbe);
- vrednost za obvladujočega lastnika;
- vrednost neunovčljivega deleža za manjšinskega lastnika (zaprte družbe).

Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost

Prednost večinskega lastnika oziroma slabost manjšinskega lastnika se odraža v tem, da lahko večinski lastnik zmanjša donosnost investicije manjšinskega lastnika z naslednjimi dejanji (Hitchner, 2003, str. 306):

- Izplačila bonusov in drugih vrst nadomestil za večinske lastnike ali njihove sorodnike, ne da bi pri tem upoštevali tudi manjšinske lastnike. Bonitete iz delovnega razmerja

velikokrat vključujejo izdatke za avtomobile, prehrano, izlete, izobraževanje in dodatno pokojninsko varčevanje. Izplačevanje visokih bonusov in omenjenih bonitet zniža čisti dobiček podjetja, kar povzroča prenos dobičkov k večinskim lastnikom.

- S sledečimi pogodbenimi odnosi z družbo:
- Oddaja svoje prostore v najem družbi po višji obrestni meri kot je tržna.
- Si izposoja denar po nižji obrestni meri ali pa posoja denar družbi po višji obrestni meri, kot je le-ta na trgu.
- Vlaga ob določenih priložnostih kot fizična oseba, ne pa v imenu družbe.
- Z raznimi manevri poskuša iztisniti manjšinske lastnike.

Pribitki za obvladovanje in odbitki za neobvladljivost za obdobje 1980-2001 so prikazani v *tabeli 2*.

Tabela 2: Pribitki na tržno ceno, izkazani v odstotkih.

Leto odkupa (Year of Buyout)	Število transakcij (Number of Transactions)	Povprečni pribitek na tržno ceno (Average Premium Paid over Market) (v %)	Mediana pribitka (Median Premium Paid)	Vsebovani odbitek za neobvladljivost (Implied Minority Interest Discount) (v %)
1980	169	49,9	44,6	30,8
1981	166	48	41,9	29,5
1982	176	47,4	43,5	30,3
1983	168	37,7	34	25,4
1984	199	37,9	34,4	25,6
1985	331	37,1	27,7	21,7
1986	333	38,2	29,9	23
1987	237	38,3	30,8	23,5
1988	410	41,9	30,9	23,6
1989	303	41	29	22,5
1990	175	42	32	24,2
1991	137	35,1	29,4	22,7
1992	142	41	34,7	25,8
1993	173	38,7	33	24,8
1994	260	41,9	35	25,9
1995	324	44,7	29,2	22,6
1996	381	36,6	27,3	21,5
1997	487	35,7	27,5	21,6

1998	512	40,7	30,1	23,1
1999	723	43,3	34,6	25,7
2000	574	49,2	41,1	29,1
2001	439	57,2	40,5	28,8

Vir: Willamette Management Associates, 2002, str. 178.

Odbitek zaradi netržnosti naložbe

Kadar se odločamo za vstop v lastniško strukturo izbrane družbe, je smiselno predvideti tudi kako hitro in s kakšnimi stroški lahko pozicijo likvidiramo. Potreba po likvidnosti se lahko pojavi zaradi prilagajanja denarnih tokov ali pa zaradi optimizacije tveganja v portfelju. Pri javnih družbah običajno likvidnost ne predstavlja problema, saj njihovi vrednostni papirji kotirajo na organiziranem trgu kapitala, kjer se pojavi strošek samo v višini provizije za izvršitev posla. Pri likvidaciji lastniških deležev v zaprtih družbah pa so lahko stroški precej višji, saj mora biti lastniški kapital zaradi nelikvidnosti diskontiran za določen faktor.

Odbitek zaradi netržnosti se lahko spreminja tako med družbami kot med kupci. Dejavniki, ki vplivajo na odbitek zaradi netržnosti so sledeči:

- *Likvidnost sredstev, ki so v lasti družbe:* Zaprte družbe, ki razpolagajo s sredstvi, katere bi bilo težko prodati brez izgub vrednosti, si zaslužijo večji odbitek za netržnost kot pa zaprte družbe, ki imajo na aktivni strani bilance stanja veliko tržnih vrednostnih papirjev in gotovine. Torej raje vidimo, da imamo za likvidacijo sredstev več potencialnih kupcev, kar pomeni večje povpraševanje in višjo vrednost ob prodaji.
- *Finančna stabilnost in denarni tok družbe:* Če družba dosega dobre poslovne rezultate in je zelo donosna, se takemu podjetju pripiše manjši odbitek kot pa podjetju, ki posluje z izgubo in je prezadolženo.
- *Verjetnost, da družba postane javna:* Večja kot je verjetnost, da bi lahko družba v prihodnosti postala javna, manjši je odbitek.
- *Velikost družbe:* Višina odbitka je obratno sorazmerna z velikostjo, torej imajo velike družbe manjše odbitke zaradi netržnosti kot pa majhne in srednje velike družbe.

Odbitek zaradi netržnosti se pogostokrat razlikuje tudi med kupci, saj se potreba po likvidiranju naložb spreminja med kupci. Kupci, ki lahko sežejo globoko v žep in nimajo velike potrebe po likvidaciji naložbe, imajo za isto naložbo manjši odbitek zaradi netržnosti kot pa kupec, ki bo investiran denar morda potreboval kmalu (Damodaran, 2002, str. 949).

Empirični dokazi

Empirične raziskave kažejo, da je velikost odbitka zaradi netržnosti zelo težko ugotoviti pri preteklih transakcijah z lastniškimi deleži zaprtih družb, saj je v teh transakcijah zabeležena samo nakupno-prodajna cena, ne pa tudi poštena vrednost družbe. Odbitek zaradi netržnosti bi lahko očitali samo v primeru, če bi imeli tudi podatke o pošteni vrednosti, saj ravno razmerje med pošteno vrednostjo in nakupno-prodajno ceno predstavlja višino odbitka zaradi netržnosti. Največ dokazov o odbitku zaradi netržnosti obstaja pri izdajanju restriktivnih delnic (ang. *restricted stock*), saj je te delnice mogoče kupiti po nižji ceni od tržne vrednosti, ki jo lahko spremljamo na organiziranem trgu kapitala. Razmerje med tržno ceno in ceno, po kateri so izdane restriktivne delnice, predstavlja odbitek zaradi netržnosti. O odbitkih zaradi netržnosti so bile opravljene tudi tri študije:

- Maher je v letih 1969-73 v svoji raziskavi obravnaval nakupe restriktivnih delnic s strani štirih vzajemnih skladov in prišel do zaključka, da so bile opravljene transakcije v povprečju za 35,43 % cenejše od cen delnic istega podjetja, ki so kotirale na borzi.
- Moroney je leta 1970 preučeval 146 izdaj restriktivnih delnic s strani 10 družb in izmeril povprečni odbitek zaradi netržnosti v višini 35 %.
- Silber je v letih 1984-89 prav tako preučeval izdaje restriktivnih delnic in prišel do zaključka, da so le-te bile izdane v povprečju s 33,75-% popustom.

Če povzamemo zgornje ugotovitve, vidimo, da v povprečju odbitek zaradi netržnosti precej vpliva na končno ceno, ki bo zabeležena v transakciji. V praksi se veliko odbitkov zaradi netržnosti aplicira v višini zgoraj navedenih povprečij, pravilo palca pa opredeljuje odbitek zaradi netržnosti v intervalu med 20-30 %.

Silber (1991) je poskušal ugotoviti, zakaj nimajo vse izdaje restriktivnih delnic enako visokega odbitka zaradi netržnosti, in kateri faktorji vplivajo na višino le-tega. Prišel je do slednje regresije:

$$LN(RPRS) = 4,33 + 0,036 * LN(REV) - 0,142 * LN(RBRT) + 0,174 * DERN + 0,332 * DCUST$$

(12)

RPRS = cena restriktivne delnice/cena navadne delnice = 1 – odbitek zaradi netržnosti naložbe;

REV = prihodki zaprte družbe (v milijonih \$);

RBRT = razmerje med količino izdanih restriktivnih delnic in količino navadnih delnic v %;

DERN = 1, če družba posluje z dobičkom; 0, če družba posluje z izgubo;

DCUST = 1, če so stranke in investitorji kakorkoli povezani; 0, če ni povezave.

V splošnem naj bi bil odbitek zaradi netržnosti manjši za velike družbe (vsaj na račun velikega obsega prihodkov) in za finančno stabilne in dobičkonosne družbe (zaradi pozitivnega poslovanja). Torej bi lahko sklepali, da je stara konvencionalna praksa neprimerna, saj mora biti višina odbitka zaradi netržnosti prilagojena karakteristikam obravnavane družbe (Damodaran, 2002, str. 951). V **tabeli 3** so prikazane ugotovitve, do katerih je Emory (1997) prišel na podlagi 8 študij prvih javnih prodaj delnic (ang. *initial public offering*).

Tabela 3: Povprečje in mediana odbitka zaradi netržnosti naložbe na podlagi 8 študij IPO v obdobju 1980–1997.

Obdobje	Število prospektov	Število transakcij	Odbitek (v %)	
			Povprečje	Mediana
1995-1997	732	91	43	42
1994-1995	318	46	45	45
1992-1993	443	54	45	44
1990-1992	266	35	42	40
1989-1990	157	23	45	40
1987-1989	98	27	45	45
1985-1986	130	21	43	43
1980-1981	97	13	60	66
Vseh 8 študij	2241	310	44	43

Vir: Emory, J., D., The value of Marketability as Illustrated in IPO of Common Stock. Business Valuation Review 1997, str. 125.

Pristopi za ocenjevanje odbitka zaradi netržnosti naložbe

Obstajata dve različni poti za merjenje razlik med zaprtimi družbami in posledično ocenjevanje odbitka na podlagi le-teh. Prvi pristop upošteva spremenljivke o prihodkih in pozitivnem poslovanju, medtem ko se drugi pristop opira na razmik med ponudbo in povpraševanjem pri javnih družbah (ang. *bid-ask spread*).

- *Prilagajanje odbitka na podlagi lastnosti družbe:* Kot sem že omenil, je Silber ugotovil, da na višino odbitka zaradi netržnosti vplivajo tudi spremenljivke, kot so prihodki in dobiček. Družba s prihodki v višini \$ 20 milijonov, bi morala imeti odbitek zaradi netržnosti za 1,19 % nižji, kot družba, ki generira \$ 10 milijonov. Tako lahko določimo merilo za profitabilne družbe, ki generirajo prihodke na primer 100 milijonov dolarjev in potem prilagajamo višino odbitka za družbe, ki imajo manj ali več prihodkov. Regresijo lahko prav tako uporabljamo za razlikovanje med profitabilnimi in neprofitabilnimi družbami.

- *Razmik med ponudbo in povpraševanjem:* Največja slabost študij v povezavi z restriktivnimi delnicami je, da so vzorci relativno majhni. Likvidnost delnic se zelo razlikuje tudi na borzi. Praviloma so delnice podjetja z večjo tržno kapitalizacijo in razpršeno lastniško strukturo bolj likvidne od delnic podjetja, ki je komajda prepoznavno in spada po tržni kapitalizaciji med majhne družbe. Prav tako na likvidnost vpliva tudi kotacija delnice, saj lahko ena delnica kotira na večih borzah in je vključena v več indeksov, kar se odraža v večji likvidnosti. Razliko med ponudbo in povpraševanjem lahko torej razumemo kot strošek konstantne likvidnosti. Investitor ali trgovelec z vrednostnimi papirji bo ob nakupu in prodaji plačal razliko med povpraševanjem in ponudbo. Pri javnih družbah se s slabšanjem likvidnosti večja razlika med ponudbo in povpraševanjem, saj se slabša likvidnost odraža v manjšem številu povpraševalcev in ponudnikov. Pri zaprti družbi si lahko lastniški kapital predstavljamo kot delnico, s katero se ne trguje, kar pomeni, da bo razlika med ponudbo in povpraševanjem velika. To veliko razliko ponazori odbitek netržnosti. Če hočemo uporabiti omenjen pristop za ocenjevanje odbitka zaradi netržnosti, se moramo zateči k spremenljivkam, ki so lahko merljive tudi pri zaprtih družbah. Za zaprte družbe lahko uporabimo spremenljivke kot so prihodki na letni ravni, (ne)profitabilnost poslovanja ter označimo volumen trgovanja kot neodvisno spremenljivko in ji pripišemo vrednost 0 (Damodaran, 2002, str. 953).

$$\text{Razmik} = 0,145 - 0,0022 * \text{LN}(\text{prihodki na letni ravni}) - 0,015 * \text{DERN} - 0,016 * \left(\frac{\text{denar}}{\text{vrednost družbe}} \right) - 0,11 * \left(\frac{\text{volumen trgovanja v dolarj/lt}}{\text{vrednost družbe}} \right)$$

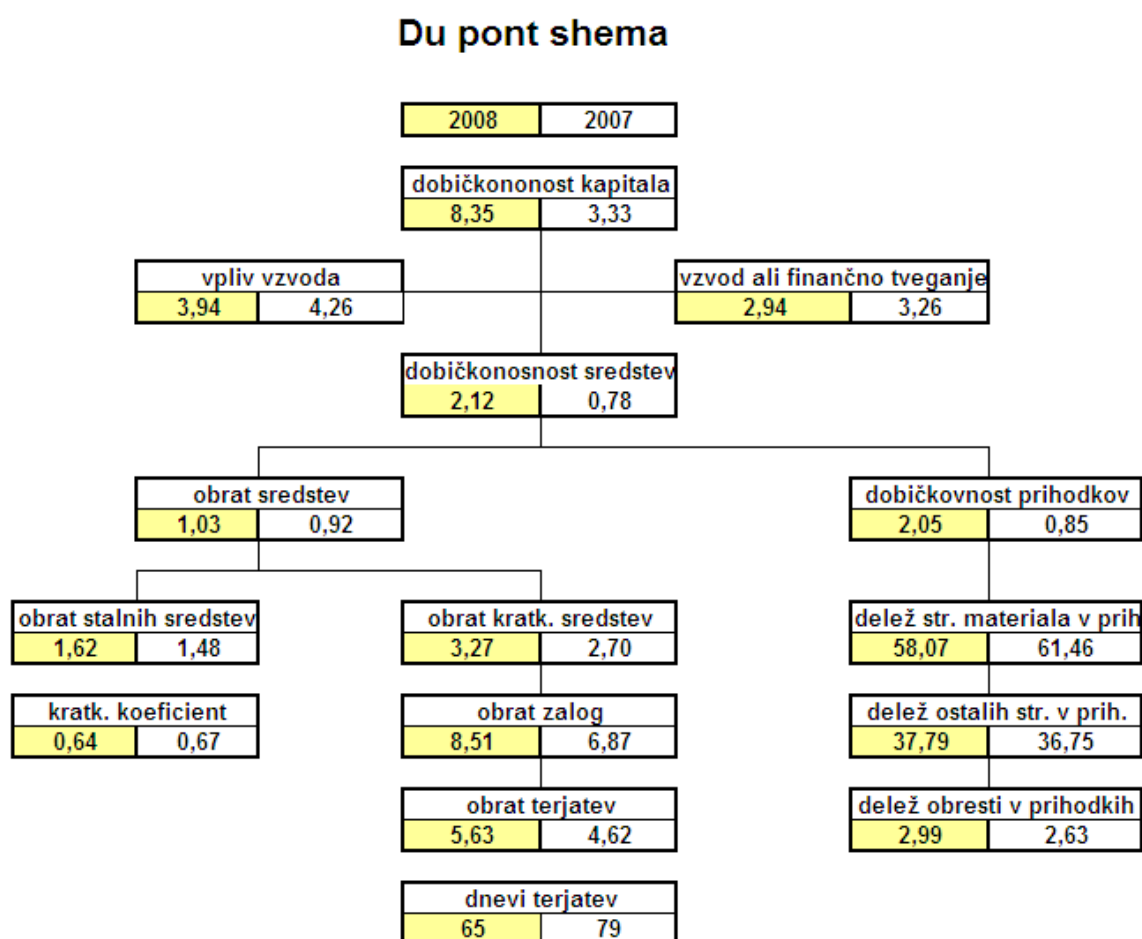
(13)

2. DU PONT ANALIZA

Du Pont analiza je ena izmed najpomembnejših računovodskih shem, ki nam prikazuje, kako izbrana družba generira dobičkonosnost kapitala (ROE). Dobičkonosnost je razdeljena na zmnožek treh kazalcev – dobičkonosnost prihodkov, obračanje sredstev in razmerje med sredstvi in kapitalom. Du Pont analiza je zelo cenjena, saj lahko shematično prikažemo, kako so spremembe v poslovanju vplivale na dobičkonosnost kapitala v dveh ali večih primerljivih poslovnih obdobjih. Večina analiz s kazalci (ang. *ratio analysis*) je zelo priročnih, saj odgovorijo na mnoga vprašanja investorjev, Du Pont analiza pa svojo uporabnost upravičuje z dejstvom, da se poleg odgovorov na klasična vprašanja pojavijo tudi nova vprašanja (Fridson & Alvarez, 2002, str. 335).

V *sliki 1*, ki prikazuje Du Pont shemo družbe X, so prikazane postavke iz let 2008 in 2007, ki vplivajo na donosnost kapitala.

Slika 1: Du Pont shema družbe X za leti 2008 in 2007.



Vir: Excellence in Financial Management, Excel Spreadsheets, Du Pont excel template.

Iz zgornje Du Pont sheme vidimo, da je družba X v poslovnem letu 2008, v primerjavi z poslovnim letom 2007, izboljšala večino kazalcev, katerih rezultat je v končni fazi tudi višja dobičkonosnost kapitala družbe X. Dobičkonosnost kapitala je v poslovnem letu 2007 znašala 3,33 %, v poslovnem letu 2008 pa 8,35 %. To pomeni, da se je v letu 2008 glede na leto 2007 povečala za približno 151 %. Družba X je tako povečanje dobičkonosnosti kapitala dosegla kljub zmanjšanemu vplivu vzvoda in finančnega tveganja. Vpliv vzvoda se je v letu 2008 glede na leto 2007 zmanjšal za 8 %, kar pomeni, da se je delež lastniškega kapitala v pasivnem delu bilance stanja v letu 2008 povečal. Finančno tveganje, ki

predstavlja razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom, se je v istem obdobju zmanjšalo za 10 %. Tudi ta kazalec nam sporoča, da se je v letu 2008 glede na leto 2007 v pasivnem delu bilance stanja povečal delež lastniškega kapitala in hkrati zmanjšal delež dolga. K višji dobičkonosnosti sredstev, katera je imela največ vpliva na povečanje dobičkonosnosti kapitala, sta prispevala predvsem nekoliko boljši obrat sredstev in veliko boljša dobičkovnost prihodkov. Dobičkonosnost sredstev je v poslovnem letu 2008 znašala 2,05 %, v poslovnem letu 2007 pa 0,85 %, kar pomeni, da se je v letu 2008 glede na leto 2007 omenjeni kazalec izboljšal za 141 %. K boljšemu obratu sredstev so prispevali boljši obrat stalnih ter kratkoročnih sredstev, zalog in terjatev. V poslovnem letu 2008 so se zmanjšali tudi dnevi terjatev in sicer iz 79 (leto 2007) na 65 dni. Dobičkovnost prihodkov se je v letu 2008 glede na leto 2007 povečala predvsem zaradi nižjega deleža stroškov materiala v prihodkih od prodaje, medtem ko se je delež obresti v prihodkih od prodaje v istem obdobju povečal za 14 %. Kratkoročni koeficient, ki predstavlja razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi, se je poslabšal za 4 %.

Dobičkonosnost kapitala družbe X je bila v letu 2007 boljša od povprečja panoge, katere dobičkonosnost kapitala je znašala – 15,52 %. V letu 2008 pa je bila dobičkonosnost kapitala družbe X manjša od povprečja panoge, katere dobičkonosnost kapitala je znašala 10,69 %. (Damodaran Online, updated data, growth rate estimation, return on equity decomposition by industry sector.) Dobičkovnost prihodkov družbe X pa je bila višja od povprečja panoge tako v letu 2007, kot tudi v letu 2008. Panoga, v katero spada družba X, je v letu 2007 imela – 0,18-% dobičkovnost prihodkov, v letu 2008 pa 0,9-% dobičkovnost prihodkov. (Damodaran Online, updated data, cash flow estimation, operating and net margins by industry sector.)

3. VREDNOTENJE PODJETJA PO METODI DFCF

Metoda diskontiranja je v ekonomski teoriji najprimernejši način za ocenjevanje vrednosti naložbe (Praznik, 2004, str. 69). Teoretično je vrednost določenega posla odvisna od bodočih ekonomskih koristi, ki jih bo ta posel generiral v prihodnosti, diskontirane pa so na sedanjo vrednost s primernim diskontnim faktorjem. Osnovni koncept je torej projicirati prihodnje dobičke naložbe, v katero smo investirali in le-te ob upoštevanju primerne tveganja diskontirati na sedanjo vrednost (Pratt, 2008, str. 175). Praznik (2004, str. 69) je izpostavil tudi nekaj razlogov, zaradi katerih je metoda diskontiranja v praksi problematična:

- (ne)zanesljivost napovedanih donosov;
- odločitev o ustreznem številu let napovedi, preden ocenjujemo preostalo vrednost; negotovost glede izbire osnove za ekonomski donos, ki je predmet projekcije;
- izbira diskontne mere;
- ali predvideti donos na koncu vsakega leta ali pogosteje.

Formula, po kateri se izračunava sedanjo vrednost bodočih denarnih tokov je sledeča:

$$PV = \frac{E_1}{(1+k)^1} + \frac{E_2}{(1+k)^2} + \frac{E_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{E_n}{(1+k)^n} \quad (14)$$

PV = sedanja vrednost;

$E_{1, 2, 3, \dots, n}$ = pričakovane ekonomske koristi v prvi, drugi in tretji periodi in tako naprej;

n = zadnja perioda, za katero je ekonomska korist pričakovana; n je lahko tudi neskončno, če se ekonomska korist pričakuje v nedogled;

k = diskontni faktor (strošek kapitala ali pričakovana tržna obrestna mera za investicije s podobnimi karakteristikami);

E_n = pričakovana ekonomska korist v n-ti periodi ali zadnji periodi, za katero se ekonomsko korist še pričakuje.

3.1 Izračun diskontne stopnje

Pri izračunavanju diskontne stopnje bom najprej izračunal tržno beto družbe X na podlagi treh različnih pristopov, ki sem jih teoretično obravnaval v prvem sklopu diplomskega dela. Torej, izračunal bom računovodsko, fundamentalno ter panožno beto in nato izbral najprimernejšo za izračun stroškov kapitala družbe X. Z izračuni skupne bete z vzvodom bom prikazal tudi tveganje, ki bi ga naložba v družbo X predstavljala za nediverzificiranega investitorja. Logično sledijo tudi izračuni stroška lastniškega kapitala, stroška dolga in tehtanega povprečnega stroška kapitala (ang. *weighted average cost of capital*). Slednjega bom uporabil kot diskontno stopnjo za diskontiranje prostih denarnih tokov v družbi X.

IZRAČUN RAČUNOVODSKE BETE

Računovodsko beto sem izračunal tako, da sem v SPSS-u (ang. *Statistical Package for the Social Sciences*) izračunal regresijo med spremembo čistega poslovnega izida družbe X in spremembo dobičkov delniškega indeksa S&P 500 za obdobje od leta 1995 do 2008. Zavedam se, da bi bilo bolje, če bi lahko namesto delniškega indeksa S&P 500 uporabil delniški indeks, ki bi bil sestavljen iz košarice delnic, katere spadajo v isto panogo kot družba X. Ker indeksa za panogo, v kateri deluje družba X, nisem našel, sem se odločil za indeks S&P 500.

Tabela 4: Čisti poslovni izid družbe X v primerjavi z dobički delniškega indeksa S&P 500 v izbranem obdobju.

Leto	Podjetje X	S&P 500	Leto	Podjetje X	S&P 500
1995	146,62 %	18,74 %	2002	- 80,99 %	18,51 %
1996	- 4,04 %	7,77 %	2003	192,45 %	18,79 %
1997	- 10,88 %	8,52 %	2004	- 76,66 %	23,75 %
1998	257,49 %	0,41 %	2005	262,99 %	12,96 %
1999	- 2,09 %	16,74 %	2006	- 72,98 %	14,74 %
2000	121,80 %	8,61 %	2007	159,75 %	- 5,91 %
2001	- 2,59 %	- 30,77 %	2008	173,64 %	- 20,78 %

Vir: Družba X, d. o. o., 2005, 2006, 2007, 2008; Damodaran Online New Home page, datafile, spearn.html.

V **tabeli 4** so prikazani potrebni podatki za izračun regresije, na podlagi katerih sem v SPSS-u dobil sledeči rezultat:

$$\Delta \text{Dobički družbe} = 86,23 + 0,198 * \Delta \text{Dobički S\&P 500} \quad (15)$$

Rezultati regresije nam torej sporočajo, da je računovodska beta, ki vključuje tudi vzvod enaka - 0,198. Več o izračunih si lahko pogledate v prilogah.

IZRAČUN FUNDAMENTALNE BETE

Za izračun fundamentalne bete sem uporabil obrazec, ki sta ga razvila Rosenberg in Guy (1976). V **tabeli 5** so prikazane vse spremenljivke (ter njihove vrednosti), ki so potrebne za izračun fundamentalne bete po omenjenemu obrazcu.

Tabela 5: Prikaz spremenljivk in njihovih vrednosti za izračun fundamentalne bete družbe X.

Spremenljivka	Vrednost spremenljivke
Koeficient variacije dobičkov iz poslovanja	0,75
Knjigovodski dolg/kapital	193,89 %
Zgodovinska rast dobičkov	89,11 %
Knjigovodska vrednost vseh sredstev	153.500.652 €

Vir: Družba X, d. o. o., 2005, 2006, 2007, 2008.

Koeficient variacije dobičkov iz poslovanja, ki je podan v **tabeli 5**, je razmerje med standardnim odklonom in aritmetično sredino dobičkov iz poslovanja. Slednja dva podatka sem izračunal s pomočjo SPSS-a in sta prikazana v prilogah:

$$KV = \frac{\sigma_Y}{Y_{\text{povprečje}}} = \frac{1.637.398,026}{2.184.361} = 0,75 \quad (16)$$

V **tabeli 6** sem izračunal povprečno zgodovinsko rast čistega dobička družbe X, ki ga jo leta dosegala v obdobju 2003–2008.

Tabela 6: Izračun povprečne zgodovinske rasti čistih dobičkov družbe X za obdobje 2003–2008.

Leto	Čisti dobiček	Rast čistega dobička ($I_{t/t-1}$)
2003	2.006.067	
2004	468.187	– 76,66 %
2005	1.693.976	261,82 %
2006	457.554	– 72,99 %
2007	1.188.503	159,75 %
2008	3.252.209	173,64 %
Povprečje	/	89,11 %

Vir: Družba X, d. o. o., 2005, 2006, 2007, 2008.

Izračun fundamentalne bete po R&G (1976):

$$\text{Beta} = 0,6507 + 0,25 * 0,75 + 0,09 * 1,9389 + 0,54 * 0,89 - 0,000009 * 153,500652 = 1,49$$

(17)

Na podlagi izračunov sem dobil vrednost fundamentalne bete za družbo X, ki znaša 1,49.

IZRAČUN PANOŽNE BETE

Pri izračunu panožne bete bom uporabil prvi alternativni pristop, ki je obravnavan v prvem sklopu diplomskega dela. Uporabil bom torej panožno povprečje razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom, saj v mojem primeru nimam možnosti izkoristiti pogovora z vodstvom družbe o optimalnem razmerju med dolgom in kapitalom. Panožna beta brez

vzvoda za panogo znaša 0,62, panožno povprečje razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom pa 82,26 %. (Damodaran Online, updated data, levered and unlevered betas by industry, Europe.)

Za izračun panožne bete bom uporabil mejno davčno stopnjo za leto 2008, ki je znašala 22 %. (Davčna uprava Republike Slovenije, davki in predpisi in pojasnila, davek od dohodkov pravnih oseb pojasnila, obračunavanje in plačevanje davka, spremembe pri akontiranju davka od odhodkov pravnih oseb – novela ZDavP-2A.)

$$\beta_{\text{naprte družbe}} = \beta_{\text{brez vzvoda}} * (1 + (1 - \text{davčna stopnja}) * (\text{panožno povprečje razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom}))$$

(18)

$$\beta_{\text{naprte družbe}} = 0,62 * (1 + (1 - 0,22) * (0,8226)) = 1,02 \quad (19)$$

Panožna beta družbe X znaša 1,02. Izračunano beto bom uporabil tudi za izračun stroškov kapitala in prilagoditev glede na diverzificiranost.

PRILAGODITEV GLEDE NA DIVERZIFICIRANOST

Pri izračunu skupne bete bom ponazoril tveganje naložbe v družbo X, če investitor ne bi imel razpršenega portfelja. Skupna beta brez vzvoda je količnik med tržno beto (v mojem primeru je to panožna beta) in korelacijo med trgom ter panogo, v katero spada družba X. Korelacija med panogo, v katero spada družba X, in trgom znaša 30,37 %. (Damodaran online, New Home Page, datafile, totalbeta.)

$$\text{Skupna beta brez vzvoda} = \frac{\text{tržna beta}}{R_{fm}} \quad (20)$$

$$\text{Skupna beta brez vzvoda} = \frac{1,02}{0,3037} = 3,36 \quad (21)$$

Če uporabimo še 22-% davčno stopnjo (za leto 2008) in razmerje med dolgom in kapitalom v vrednosti 82,26 %, dobimo skupno beto z vzvodom:

Skupna beta z vzvodom

$$= \text{skupna beta brez vzvoda} * (1 + (1 - \text{davčna stopnja}) * \left(\frac{D}{E}\right))$$

(22)

$$\text{Skupna beta z vzvodom} = 3,36 * (1 + (1 - 0,22) * (0,8226)) = 5,52 \quad (23)$$

Ta izračun bete ponazarja tveganje, če bi investitor imel v portfelju zgolj naložbo v družbo X. V primeru, da ima kupec dobro razpršene naložbe, bi se korelacijski koeficient popravil navzgor in se tako približal vrednosti 1, kar bi skupno beto z vzvodom za družbo X približalo tržni beti.

OCENJEVANJE STROŠKOV LASTNIŠKEGA KAPITALA

Za izračun stroška kapitala bom poleg že izračunane tržne bete za družbo X potreboval še obrestno mero za netvegano naložbo in premijo za tveganje v Sloveniji. Tržno beto sem že izračunal in znaša 1,02. Obrestno mero za netvegano naložbo bom izbral na podlagi zahtevanega donosa za nemške 30-letne obveznice, ki je v višini 3,39 %. (Bloomberg, market data, rates & bonds, Germany.)

Pri izračunu bom upošteval tudi premijo za tveganje, ki je v Sloveniji v letu 2008 znašala 6,5 %. (Damodaran online, updated data, risk premiums for other markets, 2008.)

$$\text{Strošek lastniškega kapitala} = R_f + \beta * R_{mf} \quad (24)$$

R_f = donosnost netvegane naložbe;

B = beta družbe X;

R_{mf} = premija za tveganje.

$$\text{Strošek lastniškega kapitala} = 3,39 \% + 1,02 * 6,5 \% = 10,02 \% \quad (25)$$

Kot je razvidno iz enačbe (25), je bil strošek lastniškega kapitala družbe X v letu 2008 enak 10,02 %.

OCENJEVANJE STROŠKOV DOLGA

Za ocenjevanje stroškov dolga za družbo X, bom uporabil računovodske podatke družbe X za leto 2008. V letu 2008 je imela družba X za 6.577.700 € dobička iz poslovanja (EBIT), izdatki za plačane obresti pa so znašali 3.874.134 €.

$$\text{Pokrilita obrestil} = \frac{\text{EBIT}}{\text{izdatki za plačane obresti}} = \frac{6.577.700}{3.874.134} = 1,7 \quad (26)$$

Glede na podatke iz *tabele 1* bi družbi X ustrezala bonitetna ocena v vrednosti – B, kar pomeni, da je pribitek za tveganje nezmožnosti odplačila dolga enak 5,5 %.
(Damodaran Online New Home page, datafile, ratings.)

V letnem poročilu družbe X je omenjeno, da si podjetje izposoja denar po EURIBOR-ju, ki mu je prišteta ustrezna marža. Skupna vrednost finančnih obveznosti do bank znaša 75.353.719 €. Za določitev dolga bom upošteval dvanajst mesečni EURIBOR, ki je (znašal na dan 30.12. 2008) 3,049 %. (Euribor, historical data, historical data 2008.)

$$\text{Obrestna mera posojila} = 3,049 \% + 5,5 \% = 8,549 \% \quad (27)$$

Obrestna mera na posojila za družbo X je v letu 2008 znašala 8,549 %.
Za izračun stroška dolga po davkih sem uporabil mejno davčno stopnjo za pravne osebe, ki je v letu 2008 znašala 22 %.

$$\text{Strošek dolga po davkih} = \text{obrestna mera posojila} * (1 - \text{davčna stopnja}) \quad (28)$$

$$\text{Strošek dolga po davkih} = 8,549 * (1 - 0,22) = 6,67 \% \quad (29)$$

Strošek dolga po davkih za družbo X je v letu 2008 znašal 6,67 %.

OCENJEVANJE TEHTANEGA POVPREČNEGA STROŠKA KAPITALA

Zdaj, ko imam izračunan strošek lastniškega kapitala in strošek dolga za družbo X, lahko izračunam tehtani povprečni strošek kapitala. Za izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala bom uporabil strošek dolga po davkih (6,67 %), strošek lastniškega kapitala (10,02 %) in delež tržne vrednosti dolga ter lastniškega kapitala panoge, v katero spada družba X. Za ta pristop sem se odločil, ker nimam podatkov o tržni vrednosti dolga in lastniškega kapitala za družbo X. Tržna vrednost dolga panoge predstavlja 45,13 %, tržna vrednost lastniškega kapitala pa 54,87 %. (Damodaran online, updated data, Debt Ratio Trade Off Variables by Industry, Europe.)

Tehtan povprečni strošek kapitala

$$= \text{strošek lastniškega kapitala} * \frac{E}{D + E} + \text{strošek dolga} * \frac{D}{D + E}$$

(30)

$$\begin{aligned} \text{Tehtan povprečni strošek kapitala} &= 10,02 \% * 0,5487 + 6,67 \% * 0,4513 \\ &= 8,51 \% \end{aligned}$$

(31)

Tehtan povprečni strošek kapitala družbe X je v letu 2008 znašal 8,51 %.

3.2 Izračun rasti

Za oceno rasti družbe X bom najprej izračunal donos na kapital, za katerega bom uporabil podatke iz zadnjega letnega poročila (torej za leto 2008) in stopnjo reinvestiranih dobičkov.

$$\text{Donos na kapital} = \frac{\text{dobiček iz poslovanja po davkih}}{\text{književodska vrednost kapitala}}$$

(32)

$$\text{Donos na kapital} = \frac{6.577.700 \times 0,78}{38.970.026} = 13,17 \%$$

(33)

Donos na kapital je v letu 2008 za družbo X znašal 13.17 %.

Stopnja reinvestiranja

$$\begin{aligned} &= (\text{izdatki za opredmetena osnovna sredstva in nepremičnine} \\ &+ \text{izdatki za R\&R - amortizacija}) + \text{dobiček iz poslovanja po davkih} \\ &= \left(\frac{9.805.579 + 2.249.601 + 0 - 9.747.531}{5.130.606} \right) = 0,45 \end{aligned}$$

(34)

Stopnja reinvestiranja je v letu 2008 za družbo X znašala 45 %.

$$\text{Pričakovana stopnja rasti} = 13,17 \% * 0,45 = 5,93 \% \quad (35)$$

Pričakovana stopnja rasti družbe X je v obdobju od leta 2009 do leta 2013 enaka 5,93 % na letni ravni.

Od leta 2013 naprej bom uporabil stopnjo rasti v višini 3 %, kot navaja Hitchner (2003), ki sem ga povzel v točki 1.2.4.

$$\begin{aligned} \text{Stopnja reinvestiranih dobičkov} &= \frac{\text{pričakovana rast po 5 letih}}{\text{donos na kapital (industrijsko povprečje)}} \\ &= \frac{3 \%}{11,51 \%} = 34,53 \% \end{aligned}$$

(36)

Stopnja reinvestiranih dobičkov družbe X naj bi od leta 2013 naprej znašala 34,53 %.

3.3 Izračun diskontiranih prostih denarnih tokov

Prosti denarni tok je denarni tok družbe, ki je na voljo investitorjem potem, ko je družba že investirala v stalna sredstva in obratni kapital, potreben za poslovanje. Vrednost poslovanja družbe je opredeljena kot vsota vseh prostih denarnih tokov, ki jih družba s svojim poslovanjem generira zdaj in jih bo generirala tudi v prihodnosti. Bolj specifična opredelitev vrednosti poslovanja družbe je dobiček iz poslovanja po davkih, zmanjšan za nove investicije v obratni kapital in stalna sredstva. Prosti denarni tok torej predstavlja vsoto denarja, ki je na voljo investitorjem. Iz tega lahko sklepamo, da vodstvo družbe s povečevanjem prostega denarnega toka povečuje vrednost družbe (Brigham & Daves, 2004, str. 205).

Metodo diskontiranja je možno uporabiti za oceno lastniškega kapitala in za oceno celotnega kapitala. Če uporabimo metodo za oceno lastniškega kapitala, potem moramo v napoved prostih denarnih tokov zajeti le tiste donose, ki so namenjeni lastnikom navadnih delnic (ang. *free cash flow to equity*). Vrednost lastniškega kapitala pa lahko ocenimo tudi tako, da diskontiramo proste denarne tokove za celotni kapital (dolgovni in lastniški) in nato odštejemo tržno vrednost dolgovnega kapitala. V primeru, da se odločimo za oceno celotnega kapitala, moramo v napoved prostih denarnih tokov zajeti donose, ki so namenjeni tako lastnikom kapitala kot tudi drugim naložbenikom v družbo (ang. *free cash flow to firm*). Diskontna mera mora biti v tem primeru rezultat tehtanega povprečja stroškov kapitala (Praznik, 2004, str. 70).

Prosti denarni tok za lastniški kapital je opredeljen kot:

čisti dobiček (po davku na dobiček),

+ nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij),

– naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),

+ denar, pridobljen z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),

– vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),

+ denar iz novo najetih posojil (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),

– odplačila iz najetih posojil,

= prostemu denarnemu toku za lastniški kapital.

Prosti denarni tok za celotni kapital je opredeljen kot (Praznik, 2004, str. 70):

dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo na dobiček,

+ nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij),

– naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),

+ denar, pridobljen z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),

– vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti),

= prostemu denarnemu toku za celotni kapital.

Kot je bilo že omenjeno, lahko vrednost lastniškega kapitala ocenimo tudi tako, da diskontiramo proste denarne tokove za celotni kapital (dolgovni in lastniški) in nato odštejemo tržno vrednost dolgovnega kapitala. Slednji pristop bom izbral tudi sam pri ocenjevanju vrednosti družbe X oziroma ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala družbe

X. V *tabeli 7* bom za izračun diskontiranih prostih denarnih tokov uporabil prosti denarni tok za družbo. Slednjega bom napovedal za obdobje 5 let.

Tabela 7: Izračun vrednosti diskontiranih prostih denarnih tokov za družbo X.

Vsi podatki so v €, razen tisti, ki so označeni z *						
Leto	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	6.577.700	6.967.758	7.380.946	7.818.636	8.282.281	8.773.420
Prilagojeni davki iz EBIT	0	1.463.229	1.476.189	1.563.727	1.656.456	1.754.684
Poslovni izid iz poslov. po davkih (NOPAT)	6.577.700	5.504.529	5.904.757	6.254.909	6.625.825	7.018.736
FCFF						
1. NOPAT	6.577.700	5.504.529	5.904.757	6.254.909	6.625.825	7.018.736
4. Amortizacija	9.747.531	12.001.160	14.775.828	18.192.000	22.397.990	27.576.406
Bruto denarni tok	16.325.231	17.505.689	20.680.585	24.446.908	29.023.815	34.595.142
2. Investicije v obratna sredstva	-3.382.856	3.382.856	3.856.456	4.396.360	5.011.850	5.713.509
3. Investicije v osnovna sredstva	2.448.318	2.962.465	3.584.582	4.337.345	5.248.187	6.350.306
Neto investicije (odbitna postavka)	-934.538	6.345.321	7.441.038	8.733.704	10.260.037	12.063.815
Prosti denarni tok za družbo (FCFF)	17.259.769	11.160.368	13.239.547	15.713.204	18.763.778	22.531.326
Leta (t)*	1	2	3	4	5	6
$(1+WACC)^t$ *		1,09	1,18	1,28	1,39	1,50
Diskontirani FCFF	9.516.192	10.285.105	11.244.330	12.298.594	13.534.469	14.977.452

Vir: Družba X, d. o. o., 2005, 2006, 2007, 2008; E. F. Brigham & P. R. Dave, *Intermediate Financial Management*, 2004, str. 201–206.

Za oceno rasti poslovnega izida iz poslovanja sem uporabil pričakovano stopnjo rasti, ki sem jo izračunal pod točko 3.2. Amortizacijsko stopnjo rasti sem izračunal na podlagi povprečne rasti od leta 2004 do 2008 in znaša 23,12 %. Za investicije v gibljiva in stalna sredstva sem ravno tako uporabil zgodovinsko povprečje rasti v obdobju 2004–2008. Tehtani povprečni strošek kapitala sem že izračunal pod točko 3.1. Za leto 2008 sem uporabil efektivno davčno stopnjo v višini 0 %. Za leto 2009 sem uporabil mejno davčno stopnjo za pravne osebe v višini 21 %, za obdobje od 2010 do 2013 pa v višini 20 %. (Davčna uprava Republike Slovenije, davki in predpisi in pojasnila, davek od dohodkov pravnih oseb pojasnila, obračunavanje in plačevanje davka, spremembe pri akontiranju davka od dohodkov pravnih oseb – novela ZDavP-2A.)

3.4 Izračun odbitka zaradi netržnosti naložbe

Če hočem oceniti končno vrednost družbe X, moram pri izračunu vrednosti upoštevati tudi odbitek zaradi netržnosti naložbe. Upošteval ga bom zato, ker je družba X registrirana kot družba z omejeno odgovornostjo (d. o. o.), kar pomeni, da deležniki družbe X ne morejo trgovati z lastniškimi deleži preko organiziranega trga kapitala, kjer bi se zagotavljala ustrezna likvidnost naložbe. Odbitek zaradi netržnosti naložbe bom izračunal na podlagi dveh pristopov in nato izbral najustreznejšega.

Ocena odbitka zaradi netržnosti za družbo X:

- *Prilagajanje odbitka na podlagi lastnosti družbe:* Za izračun bom predpostavil, da je odbitek za družbo z 10 milijoni dolarjev prihodkov enak 25 %. Prihodki družbe X so v letu 2008 znašali 151.597.280, kar bom zaokrožil na 152.

Prilaganje odbitka zaradi netržnosti (osnova)

$$= 100 - \exp(4,33 + 0,036 * \ln(10) - 0,142 * \ln(100) + 0,174 * (1)) + 100$$

$$= 48,94 \%$$

(37)

Prilaganje odbitka zaradi netržnosti (Družba X)

$$= 100 - \exp(4,33 + 0,036 * \ln(152) - 0,142 * \ln(100) + 0,174 * (1)) + 100$$

$$= 48,94 \%$$

(38)

Razlika v odbitkih

$$= \text{Prilaganje odbitka zaradi netržnosti (osnova)}$$

$$- \text{Prilaganje odbitka zaradi netržnosti (Družba X)}$$

(39)

$$\text{Razlika v odbitkih} = 48,94 \% - 43,69 \% = 5,25 \% \quad (40)$$

$$\text{Odbitek zaradi netržnosti za družbo X} = 25 \% - 5,25 \% = 19,75 \% \quad (41)$$

Odbitek zaradi netržnosti za družbo X bo torej znašal 19,75 %, kar predstavlja osnovni odbitek v višini 25 %, prilagojen za razliko v prihodkih. Izračunan odbitek zaradi netržnosti naložbe v višini 19,75 % bom uporabil tudi za oceno končne vrednosti družbe, ki je izračunana v *tabeli 8*.

- *Razmik med ponudbo in povpraševanjem*: Tudi pri tem pristopu bom uporabil zaokrožene prihodke družbe X v letu 2008 in izračunan podatek 0,3 %, kar predstavlja razmerje med denarnimi sredstvi in celotnimi prihodki na letni ravni (izračunan podatek 0,3 % je zaokrožen na tretje decimalno mesto).

$$\frac{\text{Denarna sredstva}}{\text{Celotni prihodek}} = \frac{406.192}{160.270.107} = 0,3 \% \quad (42)$$

$$\begin{aligned} \text{Razmik} = & 0,145 - 0,0022 * LN(\text{prihodek na letni ravni}) - 0,015 * DERN - 0,016 \\ & * \left(\frac{\text{denar}}{\text{vrednost družbe}} \right) - 0,11 * \left(\frac{\text{volumen trgovanja v dolarjih}}{\text{vrednost družbe}} \right) \end{aligned} \quad (43)$$

$$\begin{aligned} \text{Razmik} = & 0,145 - 0,0022 * LN(152) - 0,015 * (1) - 0,016 * (0,003) - 0,11 * (0) \\ = & 0,1188 = 11,88 \% \end{aligned} \quad (44)$$

Na podlagi tega pristopa bi odbitek zaradi netržnosti znašal 11,88 %.

3.5 Ocena končne vrednosti družbe X in lastniškega kapitala družbe X

Naložbe v lastniški kapital se običajno obravnavajo, kot da trajajo v teoretično neskončnost. Pri večini naložb je smiselno, da se pripravi napoved denarnega toka za določeno obdobje v prihodnosti, ki predstavlja možnosti predvidevanja. To obdobje

običajno znaša od 3 do 10 let. Sedanjo vrednost pričakovanih donosov preko določenega obdobja napovedi določimo z izračunom preostale vrednosti (ang. *residual value*), ki jo diskontiramo, upoštevajoč število let konkretne napovedi. Za določanje preostale vrednosti lahko ocenjevalec uporabi več metod. Če ocenjujemo, da ima družba, ki jo vrednotimo, omejen rok trajanja, potem lahko za izračun preostale vrednosti uporabimo metodo likvidacije. V tem primeru bi bila likvidacijska vrednost ob koncu dobe trajanja enaka preostali vrednosti. Ocenjevalci najpogosteje uporabljajo metodo uglavničenja (kapitalizacije) z uporabo Gordonovega modela rasti kot najustreznejšo metodo za določanje preostale vrednosti (Praznik, 2004, str. 73).

Pri ocenjevanju vrednosti družbe X od leta 2013 naprej bom v **tabeli 8** za izračun preostale vrednosti uporabil Gordonov model rasti.

Tabela 8: Ocena vrednosti družbe X in ocena vrednosti lastniškega kapitala družbe X.

Vsi podatki so v €, razen tisti, ki so označeni z *	
Ocena vrednosti družbe X do vključno 2013	71.856.143
Ocena vrednosti družbe X od 2013	238.494.461
OCENA VREDNOSTI DRUŽBE X	310.350.604
Plus: dolgoročne finančne naložbe	22.872.662
Plus: kratkoročne finančne naložbe	1.185.645
Plus: denar	406.192
Minus: dolgoročne obveznosti iz financiranja	36.679.076
Minus: kratkoročne obveznosti iz financiranja	76.332.317
Ocena vrednosti lastniškega kapitala brez upoštevanja odbitka	221.803.709
Odbitek zaradi netržnosti naložbe*	19,75%
Ocena vrednosti lastniškega kapitala	185.222.304

Vir: Družba X, d. o. o., 2008; E. F. Brigham & P. R. Dave, Intermediate Financial Management, 2004, str. 337.

Kočna ocena vrednosti družbe X na dan 31.12. 2008 znaša 310.350.604 €, ocena vrednosti lastniškega kapitala družbe X pa 185.222.304 €.

SKLEP

Pri pisanju diplomskega dela sem spoznal, da vrednotenje družbe zahteva od ocenjevalca vrednosti veliko dela in analitičnega razmišljanja. Za vrednotenje družb lahko izberemo več različnih pristopov, ki nas na koncu pripeljejo do ocene zelene vrednosti. Kadar vrednotimo družbo, moramo biti pozorni, da ne izberemo pristopa vrednotenja samo na podlagi dejavnosti, s katero se družba ukvarja. Pomembno je, da se zavedamo tudi pravnoorganizacijske oblike družbe, saj na podlagi slednje temeljijo predpisi in zakoni, po katerih mora družba razkrivati potrebne informacije o poslovanju, lastniški strukturi, ipd..

Moje diplomsko delo se nanaša predvsem na razlike v pristopih za ocenjevanje javnih in zaprtih družb. Ugotovil sem, da se razlike začnejo pojavljati že pri metodah ocenjevanja tržnih bet. Ocenjevalec lahko izračuna računovodsko, fundamentalno in panožno beto in se naknadno odloči za najprimernejšo. Sam sem se odločil za izbiro panožne bete. Pomembno vlogo pri ocenjevanju zaprtih družb imajo tudi pribitki in odbitki, s katerimi lahko povečujemo ali zmanjšujemo ocenjeno vrednost družbe. Najpogosteje se uporablja pribitek za obvladovanje in odbitek zaradi netržnosti naložbe. V diplomskem delu je moč najti tudi empirične dokaze o višini pribitkov in odbitkov. V drugem poglavju je predstavljena tudi Du Pont shema družbe X, ki daje investitorju hiter in učinkovit pregled, kako družba generira dobičkonosnost kapitala. V zadnjem poglavju bi izpostavil predvsem pomembnost diskontne stopnje in stopnje rasti, ki v projekciji prostih denarnih tokov pomembno vplivata na njihovo velikost. Poleg tega pa je treba biti pozoren na višino in izbiro davčne stopnje, ki tudi pomembno vpliva na velikost prostih denarnih tokov. Pri izračunu končne ocene vrednosti lastniškega kapitala ne smemo pozabiti prišteti denarja, dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb ter odšteti dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz financiranja.

Ocena vrednosti družbe X na dan 31. 12. 2008 znaša 310.350.604 €, ocena vrednosti lastniškega kapitala družbe X pa 185.222.304 €.

Ker je končna ocena vrednosti družbe dobra ravno toliko kot so dobre predpostavke, na podlagi katerih je končna ocena vrednosti izračunana, sklepam, da je obseg kakovostnih informacij o družbi, katero vrednotimo, zelo pomemben.

LITERATURA IN VIRI

1. Bloomberg, market data, rates & bonds, Germany. Najdeno 11. februarja na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html>
2. Brigham, E. F. & Gapenski L. C. (1988). *Financial Management: Theory and Practice (5th ed.)*. USA: The Dryden Press.
3. Brigham, E. F. & Houston J. F. (2003). *Foundamentals of Financial Management (10th ed.)*. B. k.: South-Western.
4. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management (8th ed.)*. B. k.: South-Western.
5. Burgstahler, D., Hail, L. & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting review*.
6. Business dictionary, fixed costs. Najdeno 14. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.businessdictionary.com/definition/fixed-cost.html>
7. Excellence in Financial Management, Excel Spreadsheets, Du Pont excel template. Najdeno 9. februarja na spletnem naslovu http://www.exinfm.com/free_spreadsheets.html
8. Euribor, historical data, historical data 2008. Najdeno 11. februarja na spletnem naslovu http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html
9. Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation, Valuing old Tech, New Tech, and New Economy Cpmpanies*. New Jersey: Prentice Hall.
10. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets (2nd ed.)*. New York: John Wiley & Sons.
11. Damodaran Online New Home page, datafile, ratings. Najdeno 10. februarja na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

12. Damodaran online, New Home Page, datafile, totalbeta. Najdeno 10. februarja na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html
13. Damodaran online, updated data, risk premiums for other markets, 2008. Najdeno 11. februarja na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
14. Damodaran Online, updated data, levered and unlevered betas by industry, Europe. Najdeno 11. februarja na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
15. Damodaran Online New Home page, datafile, spearn.html. Najdeno 11. februarja na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/spearn.htm
16. Damodaran online, updated data, Debt Ratio Trade Off Variables by Industry, Europe. Najdeno 30. junija 2010 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
17. Damodaran Online, updated data, cash flow estimation, operating and net margins by industry sector. Najdeno 16. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
18. Damodaran Online, updated data, growth rate estimation, return on equity decomposition by industry sector. Najdeno 16. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
19. Davčna uprava Republike Slovenije, davki in predpisi in pojasnila, davek od dohodkov pravnih oseb pojasnila, obračunavanje in plačevanje davka, spremembe pri akontiranju davka od odhodkov pravnih oseb – novela ZDavP-2A. Najdeno 20. maja na spletnem naslovu http://www.durs.gov.si/si/davki_predpisi_in_pojasnila/davek_od_dohodkov_pravnih_oseb_pojasnila/obracunavanje_in_placevanje_davka/spremembe_pri_akontiranju_davka_od_odhodkov_pravnih_oseb_novela_zdavp_2a/
20. Družba X, d. o. o. (2005). Letno poročilo za poslovno leto 2005. Ljubljana: Družba X d. o. o.
21. Družba X, d. o. o. (2006). Letno poročilo za poslovno leto 2006. Ljubljana: Družba X d. o. o.

22. Družba X, d. o. o. (2007). Letno poročilo za poslovno leto 2007. Ljubljana: Družba X d. o. o.
23. Družba X, d. o. o. (2008). Letno poročilo za poslovno leto 2008. Ljubljana: Družba X d. o. o.
24. Emory, J. D. (1997). The value of Marketability as Illustrated in IPO of Common Stock. *Business Valuation Review (1997)*, str. 125.
25. Fridson M. & Alvarez F. (2002). *Financial Statement Analysis (3rd ed.)*. B. k.: John Wiley & Sons.
26. Heyman, D., Deloof, M. & Ooghe, H. (2008). The Financial Structure of Private Held Belgian Firms. *Small Business Economics*, 30,301-313.
27. Hitchner, J. R. (2003). *Financial valuation, Applications and models*. New Jersey: John Wiley & Sons.
28. Hovakimian, A. & Li, G. (2009). Do firms have unique target debt ratios to which they adjust. *Zicklin School of Business*.
29. Kenneth, L. (2005). Is the Fama-French three-factor model better than the CAPM. *Simon Fraser University*.
30. Nekrasov, A. & Shroff, P. K., (2009). Fundamentals-Based Risk Measurement in Valuation. *The Accounting Review*, 84, (6).
31. Pratt, S. P. & Niculita, A. V. (2008). *Valuing a Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (5th ed.)*. USA: McGraw-Hill.
32. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetji*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
33. Rosenberg, B. & Guy, J. (1995). Prediction of Beta from Investment Fundamentals. *Financial Analysts Journal*, January-February.
34. Willamette Management Associates (2002). Percent Premium Paid over Market Price. *Mergerstat review*, str. 178.

PRILOGE

KAZALO

1. SLOVAR TUJK	1
2. SEZNAM KRATIC	1
3. REZULTATI OBDELAVE PODATKOV Z ANALITIČNIM ORODJEM SPSS.....	1
3.1 Regression.....	1
3.2 Descriptives.....	2

1. SLOVAR TUJK

Restricted stocks = restriktivne delnice

Total beta = skupna beta

Market beta = tržna beta

Bid – ask spread = razmik med povpraševanjem in ponudbo

Unlevered beta = beta brez vzvoda

Levered beta = beta z vzvodom

Fundamental beta = fundamentalna beta

Accounting beta = računovodska beta

Bottom-up betas = panožne bete

Ration analysis = analiza z kazalci

Weighted average cost of capital = tehtani povprečni strošek kapitala

Arbitrage Pricing Model = model uravnoveženega določanja stroškov kapitala

Initial public offering = prva javna prodaja

Residual value = preostala vrednost

Free cash flow to equity = prosti denarni tok za lastniški kapital

Free cash flow to firm = prosti denarni tok družbi

2. SEZNAM KRATIC

CAPM = Capital Asset Pricing Model

NYSE = New York Stock Exchange

AMEX = American Stock Exchange

TA = total assets

SPSS = Statistical Package for the Social Sciences

R^2 = determinacijski koeficient

APT = model uravnoveženega določanja stroškov kapitala

IPO = initial public offering

3. REZULTATI OBDELAVE PODATKOV Z ANALITIČNIM ORODJEM SPSS

3.1 Regression

Variables Entered/Removed(b)

Mode	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	indeks(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: x

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,198(a)	,039	-,041	127,00484

a Predictors: (Constant), indeks

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7909,119	1	7909,119	,490	,497(a)
	Residual	193562,750	12	16130,229		
	Total	201471,869	13			

a Predictors: (Constant), indeks

b Dependent Variable: x

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	86,232	36,934		2,335	,038
	Indeks	-1,550	2,214	-,198	-,700	,497

a Dependent Variable: x

3.2 Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation
Dobiček	5	2184361,00	1637398,026
Valid N (listwise)	5		