

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VREDNOTENJE LJUBLJANSKE BORZE VREDNOSTNIH
PAPIRJEV**

Ljubljana, september 2008

VIKI PRAŠNIKAR

IZJAVA

Študent **VIKI PRAŠNIKAR** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. MARKA KOŠAKA**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV LJUBLJANSKE BORZE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	2
2 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA	4
2.1 Mednarodna gospodarska in finančna gibanja	4
2.2 Gospodarska in finančna gibanja v Sloveniji.....	5
3 FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA	7
3.1 Analiza poslovnega izida	7
3.1.1 Analiza prihodkov	7
3.1.2 Analiza odhodkov.....	9
3.2 Analiza bilance stanja	9
4 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE DRUŽBE LJUBLJANSKA BORZA, D. D.....	10
4.1 Ocenjevanje vrednosti s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov	12
4.1.1 Napoved prostih denarnih tokov	12
4.1.2 Strošek kapitala.....	16
4.1.3 Ocenitev preostale vrednosti.....	18
4.1.4 Izračun končne ocene vrednosti s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov	19
4.2 Ocenjevanje vrednosti s pomočjo dvo-stopenjskega dividendno-diskontnega modela.....	19
5 KONČNA OCENA VREDNOSTI.....	22
SKLEP	22
LITERATURA IN VIRI	24
PRILOGE	

KAZALO TABEL IN SLIK

<i>Tabela 1: Delničarji z več kot 5 odstotnim deležem kapitala</i>	<i>2</i>
<i>Tabela 2: Izbrani makroekonomski kazalci in njihove napovedi za Slovenijo</i>	<i>6</i>
<i>Tabela 3: Uporabljeni srednji tečaji SIT-/EUR.....</i>	<i>7</i>
<i>Tabela 4: Gibanje in struktura prihodkov v obdobju 2003–2007</i>	<i>8</i>
<i>Tabela 5: Gibanje in struktura odhodkov v obdobju 2003–2007.....</i>	<i>9</i>
<i>Tabela 6: Ocena vrednosti delnice po modelu diskontiranih denarnih tokov.....</i>	<i>19</i>
<i>Tabela 7: Sedanja vrednost dividend za obdobje nestabilne rasti.....</i>	<i>21</i>
<i>Tabela 8: Končna ocena vrednosti delnice Ljubljanske borze</i>	<i>22</i>

Slika 1: Porast prometa z delnicami v letu 2007 borz članic WFE glede na leto 2006 v USD, prvih deset članic 4

UVOD

Borze, kot pretežno vsa podjetja, potrebujejo za širitev povezovanja in prevzeme. Ob nameri za prevzem velja načelo povpraševanja in ponudbe. Prevzemnik ponudi določeno ceno za delnico, prodajalec pa postavi ceno, ki je višja od prevzemnikove. Če se s pogajanjem določi prodajna cena, se prevzem lahko izvrši. Ceno delnice lahko dobimo na več načinov. V konkretnem primeru povezovanja borz je najprimerneje uporabiti temeljno analizo. Z njo preučujemo poslovanje podjetja, njen končni cilj pa je poiskati tako imenovano notranjo vrednost delnice. Gre za ocenjeno vrednost delnice, ki jo izračunamo na podlagi bilančnih podatkov o podjetju.

V letu 2007 je zanimiva prevzemna tarča postala leta 1989 ustanovljena Ljubljanska borza, d. d. Najvišjo ceno za delnico je postavilo avstrijsko podjetje Wiener Börse. Tako je bilo 24. junija 2008 uradno prodanih 81,01 odstotka Ljubljanske borze.

Namen diplomskega dela je oceniti pravo notranjo vrednost delnice Ljubljanske borze. Za vrednotenje podjetja si bom pomagal z dvema metodama vrednotenja, in sicer z metodo diskontiranih denarnih tokov ter z dvo-stopenjsko dividendno-diskontno metodo. Za Ljubljansko borzo sem se odločil zaradi dveh razlogov. Podjetje je zelo aktualno, saj se je za njegov nakupanimalo kar nekaj tujih borznih hiš. Hkrati pa je podjetje predstavnik posebne vrste finančnih institucij in kot tako predstavlja poseben izziv za vrednotenje.

Diplomsko delo temelji na javno dostopnih podatkih. To je tudi razlog možnega razlikovanja rezultata, dobljenega z izdelavo diplomskega dela, od tistega, ki bi ga dobil, če bi imel na voljo vse relevantne podatke.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavij. Prvo poglavje je namenjeno predstavitvi podjetja Ljubljanska borza, d. d. Sledi analiza makroekonomskega okolja, ki lahko pomembno vpliva na končno oceno vrednosti podjetja. V tretjem poglavju je podana analiza finančnega poslovanja podjetja v preteklosti, ki je osnova za nadaljnje projekcije in podlaga za oceno vrednosti družbe. Prav projekcije temeljnih računovodskih izkazov, predvsem izkaza poslovnega izida, so osnova za izračun prihodnjih denarnih tokov. V četrtem poglavju bom z dvema metodama vrednotenja ocenil vrednost Ljubljanske borze. Uporabil bom metodo diskontiranih denarnih tokov ter dvo-stopenjski dividendno-diskontni model. V zadnjem, petem poglavju bom vsaki oceni vrednosti družbe po obeh modelih vrednotenja pripisal ponder, primeren za določeno metodo vrednotenja. Tako bom dobil končno oceno vrednosti delnice obravnavanega podjetja. Na koncu bom podal še mnenje o višini prevzemne cene za delnico Ljubljanske borze.

V sklepu bom skušal na kratko povzeti celotno diplomsko nalogo.

1 PREDSTAVITEV LJUBLJANSKE BORZE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Ljubljanska borza s polnim imenom Ljubljanska borza, d. d., Ljubljana je delniška družba, ki je bila ustanovljena zato, da bi zagotavljala pogoje, ki so potrebni za povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in za trgovanje z drugimi finančnimi inštrumenti, oziroma za organizirano, pregledno, likvidno in učinkovito poslovanje z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi inštrumenti v skladu za zakoni in predpisi.

Začetki Ljubljanske borze segajo v leto 1924. V prvem obdobju delovanja so se posli na njej sklepali do leta 1942. V tem času se je največ trgovalo z vrednostnimi papirji, imenovanimi efekti, z blagom ter kasneje, od leta 1927, z devizami. Zaradi posledic druge svetovne vojne je borza po koncu vojne prenehala obstajati. Po skoraj petdesetletni prekinitvi pa je bila 26. decembra 1989 ustanovljena Ljubljanska borza d. d., ki je dobre tri mesece kasneje začela tudi redno poslovati z različnimi finančnimi instrumenti.

Osnovni kapital borze je konec leta 2007 znašal 1.400.893,01 evra in je bil razdeljen na 33.571 navadnih kosovnih delnic istega razreda, ki se glasijo na ime. Delnice so izdane v nematerializirani obliki.

31. decembra leta 2007 je bilo vseh delničarjev borze 35. Razen tistih, ki so navedeni v Tabeli 1, imajo vsi nižji delež od 5 odstotkov. Ljubljanska borza nima lastnih delnic.

Tabela 1: Delničarji z več kot 5 odstotnim deležem kapitala

Stanje na dan 31. 12. 2007	število delnic	% osnovnega kapitala
Probanka, d. d., Maribor	3.324	9,901
Nova Ljubljanska banka, d. d., Ljubljana	2.080	6,196
Abanka Vipra, d. d., Ljubljana	1.920	5,719
AC-SIN, d. d., Ljubljana	1.920	5,719
Nova KBM, d. d., Maribor	1.920	5,719

Vir: Letno poročilo Ljubljanske borze, 2007.

Delničarji Ljubljanske borze so v večini njeni člani, borznoposredniške hiše in banke. Med vsemi delničarji jih je 23 članov borze, 12 pa ne. Delničarji, ki so člani borze, predstavljajo 74,9-odstotni delež v lastniški strukturi borze, delničarji, ki niso člani, pa predstavljajo 25,1-odstotni delež. Med člani borze je 12 bank in 11 borznoposredniških hiš. Slednje predstavljajo v lastništvu borze 30,2-odstotni delež, delež bank pa je 44,7 odstotka.

Nadzorni svet ima šest članov, od katerih jih pet izvoli skupščina delničarjev, en član pa je predstavnik delavcev borze. Predsednik nadzornega sveta je Zdenko Podlesnik, podpredsednik pa Boris Pesjak.

Uprava borze ima dva člana, ki borzo skupaj zastopata in predstavljata v pravnem prometu. Predsednik uprave je dr. Marko Simoneti, član uprave pa Andrej Šketa; mandat jima poteče 31. decembra 2009.

Kot povedano, je bila Ljubljanska borza ustanovljena zato, da zagotavlja pogoje za trgovanje s finančnimi inštrumenti. Da pa bi bralec te diplomske naloge dobil globlji vpogled v trgovanje in posle, s katerimi se ukvarja izbrano podjetje, bom v nadaljevanju na kratko opisal trgovanje na Ljubljanski borzi v letu 2007.

Tržna kapitalizacija delnic je po podatkih Ljubljanske borze (Letno poročilo, 2007, str. 18) konec decembra 2007 znašala 19.740,1 milijona evrov in se je od začetka leta povečala za 71,5 odstotka, kar gre pripisati porastu cen in uvrstitvi Nove KBM v borzno kotacijo. Tržna kapitalizacija vseh delnic na borzi je konec decembra 2007 predstavljala 58,9 odstotka bruto domačega proizvoda Slovenije v letu 2007.

V letu 2007 je bilo sklenjeno za 2.226,9 milijona evrov prometa, kar je za 123,5 odstotka več kot v letu 2006. V strukturi prometa je bilo kar 87,7 odstotka celotnega vrednostnega obsega prometa opravljenega z delnicami, sledijo jim investicijski skladi s 7,5 odstotka, najmanj prometa pa je bilo opravljenega z obveznicami, in sicer 4,8 odstotke. V letu 2007 je bil zaznan trend selitve prometa iz prostega na borzni trg, kjer je bilo v tem letu opravljenega 86,7 odstotka vsega prometa. V Prilogi F je bolj natančno ponazorjeno, kako se je gibal promet na Ljubljanski borzi v obdobju 2004–2007.

Promet delnic Prve kotacije predstavlja kar 62,1 odstotka celotnega borznega prometa z delnicami. Tako kot v letu 2006, je bila v prvih desetih mesecih leta 2007 najbolj prometna delnica Krke, sledijo ji Petrol, Telekom Slovenije, Luka Koper in Gorenje. Po uvrstitvi na borzo se uvršča med najbolj prometne delnice še delnica Nova KBM.

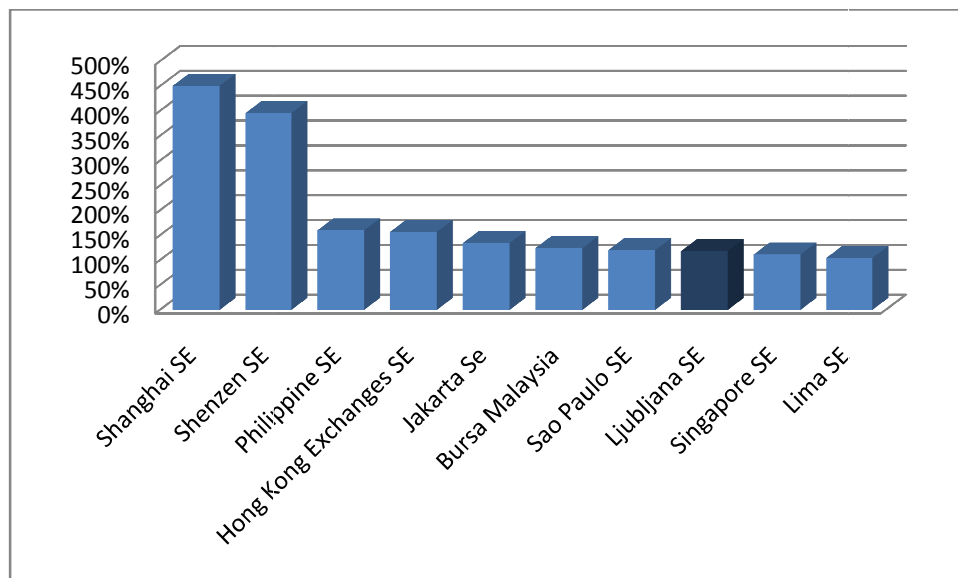
Ljubljanska borza izračunava in objavlja štiri borzne indekse. Glavni delniški indeks je SBI20, ki meri donosnost celotnega slovenskega organiziranega kapitalskega trga. V letu 2007 je glede na leto 2006 pridobil 78,1 odstotka, indeks SBI TOP, v katerega so vključene le najbolj likvidne delnice s posameznega trga, je zrasel za 71 odstotkov, indeks investicijskih skladov PIX je prav tako zrasel, in sicer za 45 odstotkov, medtem ko je indeks obveznic BIO upadel za 2,1 odstotka. Tako SBI20, SBI TOP in PIX so v letu 2007 dosegli najvišje vrednosti v zgodovini. Visoka rast indeksa SBI20 je predvsem posledica rasti do konca avgusta, pozneje se je trend obrnil zaradi povečanja negotovosti na svetovnih finančnih trgih, visoke pretekle rasti tečajev na Ljubljanski borzi in nekaterih izrednih domačih dogodkov.

Ljubljanska borza se je v preteklem letu med vsemi 56 članicami WFE¹ uvrstila na 7. mesto glede na porast tržne kapitalizacije (31. december 2007/31. december 2006).

¹ WFE – World Federation of Exchanges (Svetovno združenje borz).

Prav tako je bila Ljubljanska borza med prvimi borzami, članicami WFE, tudi glede porasta prometa z delnicami v letu 2007 glede na leto 2006.

Slika 1: Porast prometa z delnicami v letu 2007 borz članic WFE glede na leto 2006 v USD, prvih deset članic



Vir: Svetovno združenje borz (WFE)

2 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA

2.1 Mednarodna gospodarska in finančna gibanja

Svetovno gospodarstvo so v letu 2007 zaznamovali predvsem strukturni premiki v razmerjih relativnih cen in od sredine leta naprej tudi povečanje negotovosti na finančnih trgih. Vse to je, poleg dejavnikov, specifičnih za posamezne države, vplivalo na umirjanje gospodarske rasti. Gospodarska rast v svetu pa je v letu 2007 po ocenah Mednarodnega denarnega sklada znašala še vedno razmeroma visokih 4,9 odstotka.

V evroobmočju se je gospodarska rast po razmeroma dobrih rezultatih v prvem četrtletju v nadaljevanju leta upočasnila in je po prvih ocenah znašala 2,6 odstotka. H gospodarski rasti je, po navedbah Banke Slovenije (Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2007, str. 11), ponovno največ prispevalo domače trošenje, v okviru katerega je rast investicij v letu postala zmernejša. V ZDA se je gospodarska rast v letu 2007 prav tako znižala. Na znižanje gospodarske rasti v ZDA, ki je po prvih ocenah v celem letu znašala 2,2 odstotka, je najbolj vplivalo ohlajanje nepremičninskega trga. K temu je v veliki meri pripomoglo hitro naraščanje

nezmožnosti odplačevanja stanovanjskih hipotekarnih posojil drugorazrednih posojilojemalcev. Trg je tako izgubil zaupanje v izvedene finančne instrumente, ki so bili zavarovani s temi krediti. Trgovanje s takimi instrumenti je presahnilo, nezaupanje pa se je preneslo tudi na medbančni trg. Posledica je bilo prenehanje dotedanje rasti borznih indeksov po svetu ter likvidnostni problemi bank, predvsem v severni Ameriki in v Evropi (veliki odpisi terjatev bank). V Aziji pa rast kljub postopnemu upadanju v nekaterih večjih državah, kot sta Indija in Kitajska, ostaja še vedno na zelo visoki ravni.

Omenil bi tudi problem višanja cen življenjskih potrebščin. Po navedbah Evropske centralne banke (Letno poročilo Evropske centralne banke za leto 2007, str. 52) se je, po obdobju večinoma omejenih svetovnih inflacijskih pritiskov, ki je trajalo do septembra 2007, skupna inflacija proti koncu leta 2007 v večini gospodarstev močno dvignila. V državah OECD² se je skupna inflacija cen življenjskih potrebščin decembra 2007 dvignila na 3,3 odstotka. Razlog tiči predvsem v višjih cenah primarnih surovin in močnem dvigu cen kmetijskih proizvodov, zlasti hrane.

2.2 Gospodarska in finančna gibanja v Sloveniji

Rast gospodarske aktivnosti v Sloveniji se je v letu 2007 še povečala in bila najvišja v obdobju samostojne države. Po 5,7-odstotni rasti leta 2006 se je rast bruto domačega proizvoda (BDP) v letu 2007 povečala za 0,4 odstotne točke in dosegla 6,1-odstotno rast, ki je kar za 3,5 odstotne točke višja od rasti v evroobmočju. Struktura gospodarske rasti Slovenije po navedbah Banke Slovenije (Poročilo Banke Slovenije o cenovni stabilnosti, april 2008, str. 27) sicer še vedno kaže ugoden gospodarski cikel, vendar pa rast, ki presega ocenjeno rast ponudbene zmogljivosti gospodarstva oziroma potencialno rast, pospešuje inflacijske pritiske agregatnega povpraševanja in vodi v makroekonomsko neravnotežje. Ob pogledu na Tabelo 2 na naslednji strani lahko ugotovimo, da se bo rast BDP v prihodnjih treh letih umirila. Pričakovati je ustalitev na 4,4-odstotni letni rasti, ki je za 1,7-odstotne točke oziroma za 28 odstotkov nižja kot leta 2007. To ugotovitev bom kasneje vključil v vrednotenje. Glavni dejavnik gospodarske rasti v letu 2007 je bilo investicijsko trošenje. Pospešitev investicijskega trošenja je bila najmočnejša v gradbeništvu (18,7 odstotka večja glede na leto 2006).

² OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj).

Tabela 2: Izbrani makroekonomski kazalci in njihove napovedi za Slovenijo

	2006	2007	2008 (n) ³	2009 (n)	2010 (n)
BDP (rast v %)	5,2	6,1	4,4	4,1	4,4
BDP v mio EUR (tekoče cene)	29.741	33.542	36.308	39.234	42.270
INFLACIJA (povprečje leta, v %)	2,5	3,6	5,2	3,2	2,9
STOPNJA BREZPOSELNOSTI ILO (v %)	6,0	4,9	4,8	4,8	4,7
PRODUKTIVNOST (rast v %)	4,0	3,3	3,3	3,5	3,8
BRUTO PLAČA NA ZAPOSLENEGA (rast v %)	2,2	2,2	2,4	3,1	3,2
SALDO TEKOČEGA RAČUNA PLAČILNE BILANCE (v mio EUR)	- 773	- 1.621	- 1.686	- 1.103	- 899

Vir: UMAR, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2008, april 2008;

UMAR, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2007, april 2007.

Visoka gospodarska rast torej lahko vodi v makroekonomsko neravnotežje. To se kaže predvsem na problemu inflacije. Tako so se cene življenjskih potrebščin, merjene s HICP⁴, v Sloveniji v letu 2007 zvišale za 3,8 odstotka, kar je 1,3 odstotne točke več glede na povprečno raven leta 2006. Relativno visoka inflacija je bila posledica ponudbenih šokov, ki odražajo razmere v globalnem gospodarstvu (podražitve hrane, nafte in drugih surovin) in notranjih makroekonomskih dejavnikov. Skupni prispevek višjih cen hrane k inflaciji v Sloveniji je lani dosegel visokih 2,2 odstotne točke, medtem ko je v letu 2006 znašal 0,7 odstotne točke. Višje cene tekočih goriv so lani k inflaciji prispevale 0,9 odstotne točke. Poleg tega je uvedba evra v začetku leta po oceni UMAR (Spomladanska napoved gospodarskih gibanj, 2008, str. 10) k inflaciji prispevala približno 0,3 odstotne točke. Kot lahko vidimo na Tabeli 2, se pričakuje, da se bo inflacija v prihodnjih treh letih umirila in se bo do leta 2010 znižala na podobno raven kot leta 2006. Nadalje predpostavljam, da naj problem inflacije ne bi imel neposrednih posledic na poslovanje Ljubljanske borze v prihodnosti in ga kot takega ne bom vključil v vrednotenje.

Primanjkljaj v tekočih transakcijah plačilne bilance s tujino se je leta 2007 zelo povečal. Znašal je 1.641 milijonov evrov oziroma 4,9 odstotka BDP in je bil za 2 odstotni točki višji od primanjkljaja v letu 2006, ko je znašal 2,8 odstotka BDP. Primanjkljaj je bil največji od osamosvojitve Slovenije. Kot lahko vidimo na Tabeli 2, se pričakuje, da se bo primanjkljaj do leta 2010 zmanjšal na raven iz leta 2006. Tako predpostavljam, da naj problem primanjkljaja ne bi imel neposrednih posledic na poslovanje Ljubljanske borze v prihodnosti in ga kot problema inflacije ne bom vključil v vrednotenje.

³ (n) – napoved.

⁴ HICP – Harmonised Indices of Consumer Prices (Harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin).

3 FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA

Finančna analiza preteklega poslovanja proučevanega podjetja se nanaša na obdobje 2003–2007. Analiza temelji na revidiranih konsolidiranih računovodskih izkazih Ljubljanske borze, ki so bili pripravljeni v skladu z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MRSP), pri čemer so revizorji⁵ za vsako leto posebej izdali pozitivno revizijsko mnenje.

Pri preračunavanju računovodskih izkazov iz tolarjev v evre sem uporabil srednje tečaje SIT / EUR, ki so prikazani v spodnji tabeli:

Tabela 3: Uporabljeni srednji tečaji SIT-/EUR

Leto	2002	2003	2004	2005	2006
Tečaj konec leta	230,267	239,69	239,743	239,576	239,64

Vir: Spletna stran Banke Slovenije, 2008.

3.1 Analiza poslovnega izida

Glede na dober borzni promet so bili poslovni rezultati družbe Ljubljanska borza d. d. v letu 2007 dobri in nad pričakovanimi. Po navedbah Ljubljanske borze (Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2007, str. 33) je podjetje v obdobju od januarja do decembra 2007 ustvarilo bruto dobiček v višini 1.937.000 evrov. Doseženi dobiček močno presega letni pričakovani dobiček v višini 345.100 evrov, ravno tako pa je glede na enako obdobje v letu 2006 precej višji. Razlog je predvsem v večjih prihodkih iz naslova borznih provizij.

V Tabelo 4, ki prikazuje gibanje in strukturo prihodkov v obdobju 2003–2007, ter Tabelo 5, ki prikazuje gibanje in strukturo odhodkov v obdobju 2003–2007, bom vključil tudi prihodke in odhodke iz financiranja ter izredne prihodke in odhodke. Ti podatki kasneje ne bodo vključeni v vrednotenje, upošteval pa jih bom pri analizi poslovnega izida, saj so sestavni del celotnih prihodkov in odhodkov.

3.1.1 Analiza prihodkov

Celotni prihodki so se v letu 2007 glede na enako obdobje v letu 2006 povečali za 33,43 odstotka in so bili realizirani v višini 4.828.600 evrov. Od tega se kar 3.970.600 evrov oziroma 82,2 odstotka vseh prihodkov nanaša na prihodke iz osnovne dejavnosti borze, in sicer na

⁵ V obdobju 2003–2006 je bilo revizor podjetje Deloitte, leta 2007 pa podjetje KPMG.

prihodke iz naslova borznih provizij, prihodke od informacijskega sistema, prihodke od članarin in prihodke od kotacij vrednostnih papirjev.

Tabela 4: Gibanje in struktura prihodkov v obdobju 2003–2007

V tisoč €	2003	2004	2005	2006	2007
I. Prihodki iz poslovanja	3148,5	3235,9	2902,8	3.552,5	4.749,2
Rast v %	-17,5%	2,8 %	- 10,3 %	22,4 %	33,7 %
a. Prihodki od osnovne dejavnosti	2436,0	2602,0	2226,2	2646,6	3970,7
Borzne provizije	1260,0	1535,4	1172,3	1710,3	3094,8
Prihodki od informacijskega sistema	541,5	496,5	533,3	419,7	365,6
Prihodki od članarin	93,8	134,9	101,8	67,0	60,0
Prihodki od kotacij VP ⁶	540,7	435,4	418,8	449,5	450,2
b. Ostali prihodki iz poslovanja	712,5	633,8	676,6	905,9	778,5
II. Prihodki od financiranja	123,9	95,4	84,5	54,7	79,4
III. Izredni prihodki	0	1,8	23,7	11,5	0
Skupaj prihodki	3272,4	3333,1	3011,0	3.618,7	4.828,6

Vir: Izrazi poslovnega izida Ljubljanske borze za leta 2003–2007; lastni izračuni.

Prihodki od osnovne dejavnosti borze

Ljubljanska borza je v letu 2007 kar 64 odstotkov vseh prihodkov ustvarila iz naslova borznih provizij⁷, ki je najpomembnejši prihodek od osnovne dejavnosti. Temu sledita prihodek od kotacij VP z 9 odstotki in prihodek iz naslova uporabe informacijskega sistema z 8 odstotki. Najmanjši delež med prihodki od osnovnih dejavnosti borze zavzema prihodek od članarin z 1 odstotkom od vseh prihodkov. Največjo porast v letu 2007 beležimo med prihodki od borznih provizij, saj so v primerjavi z letom 2006 višji kar za 80,9 odstotka oziroma 1.385.000 evrov.

Ostali prihodki iz poslovanja

Med ostale dejavnosti, ki prinašajo prihodke Ljubljanski borzi in ki v celotni strukturi vseh prihodkov predstavljajo delež večji od enega odstotka, štejemo prihodke od storitev SEOnet (v strukturi vseh prihodkov predstavlja 4,3-odstotni delež), prihodke od seminarja (2,1-odstotni delež), prihodke od posredovanja podatkov (2,4-odstotni delež), prihodke od IT storitev (3,0-odstotni delež) ter prihodke iz naslova prodaje licence programske opreme (1,8-odstotni delež).

⁶ VP – vrednostni papirji.

⁷ Natančnejša struktura prihodkov Ljubljanske borze v letu 2007 je prikazana v prilogi G.

Prihodki od financiranja in izredni prihodki

Prihodki od financiranja so leta 2007 predstavljali 1,6-odstotni delež v strukturi vseh prihodkov. Največ k prihodkom iz financiranja prispevajo obresti iz depozitov in obveznic. Delež izrednih prihodkov ni vreden omembe.

3.1.2 Analiza odhodkov

V letu 2007 so celotni odhodki znašali 2.891.600 evrov, kar je za 3,6 odstotka več glede na enako obdobje lani. Pri tem se večina odhodkov nanaša na odhodke iz poslovanja, katerih delež je 99,9 odstotka. Med odhodki iz poslovanja največji delež v višini 1.707.600 evrov predstavljajo stroški dela (delež 59,1 odstotka) in stroški storitev (delež 28,3 odstotka)⁸.

Tabela 5: Gibanje in struktura odhodkov v obdobju 2003–2007

V tisoč €	2003	2004	2005	2006	2007
I. Odhodki iz poslovanja	2.518,5	2.641,7	2.758,8	2.790,0	2.889,2
Rast v %	- 0,9 %	4,9 %	4,4 %	1,1 %	3,6 %
a. Stroški dela	1.457,6	1.555,9	1.559,0	1.692,2	1.707,6
b. Stroški storitev	703,8	730,7	849,0	744,9	817,5
c. Stroški materiala	114,5	107,5	130,2	116,0	109,8
d. Odpisi vrednosti	185,2	183,6	159,5	173,2	177,7
e. Drugi odhodki poslovanja	57,4	64,1	61,2	63,7	76,6
II. Odhodki od financiranja	0,9	17,6	3,4	1,6	2,4
III. Izredni odhodki	-	-	11,4	-	-
Skupaj odhodki	2.519,4	2.659,3	2.773,6	2.791,6	2.891,6

Vir: Izrazi poslovnega izida Ljubljanske borze za leta 2003–2007; lastni izračuni.

3.2 Analiza bilance stanja

Za razliko od analize poslovnega izida, bom pri analizi bilance stanja uporabil obdobje 2005–2007, saj je družba s 1. januarjem 2006 opravila določene prilagoditve in preračune postavk v računovodskih izkazih v skladu s 15. točko uvoda v SRS 2006. Bilance stanja tako pred 1. januarjem 2006 niso prikazane po enakih postavkah kot po tem datumu, zato nisem mogel opraviti primerne primerjave za celotno obdobje 2003–2007.

⁸ Natančnejša struktura odhodkov Ljubljanske borze v obdobju 2003–2007 je prikazana v prilogi H.

Bilanco stanja Ljubljanske borze sem pripravil v prilogi B. Ker postavk bilanc stanja v diplomski nalogi nisem neposredno vključil v vrednotenje, bom zgolj na kratko analiziral pomembnejše postavke bilance stanja.

Analiza dolgoročnih sredstev

Delež dolgoročnih sredstev se je v proučevanem obdobju glede na celotno strukturo sredstev zmanjševal in sicer v povprečju za 13,7 odstotka na leto. Največji delež v strukturi dolgoročnih sredstev so v analiziranem obdobju predstavljala opredmetena osnovna sredstva. K dolgoročnim sredstvom pa sodijo še neopredmetena dolgoročna sredstva in odložene terjatve za davek.

Analiza kratkoročnih sredstev

Delež kratkoročnih sredstev se je za razliko od deleža dolgoročnih sredstev v proučevanem obdobju glede na celotno strukturo povečeval. V povprečju za 15,2 odstotka na leto. Med postavkami v kratkoročnih sredstvih je viden predvsem velik porast kratkoročnih finančnih naložb, ki so se povečala iz 315.717 evrov konec leta 2005 na 1.898.935 evrov konec leta 2007. Ob tem je treba dodati, da so bile dolgoročne finančne naložbe v višini 359.811 evrov zaradi zgoraj omenjenih prilagoditev 1. januarja 2006 prepoznane kot kratkoročne finančne naložbe. H kratkoročnim sredstvom sodijo še kratkoročne poslovne terjatve in denarna sredstva.

Analiza kapitala

Vrednost kapitala se je iz 3.049.451 evrov v letu 2005 povečala na 4.235.584 evrov v letu 2007. Delež kapitala pa se je glede na celotno strukturo obveznosti do virov sredstev v proučevanem obdobju zmanjševal, in sicer iz 90,2 odstotka v letu 2005 na 82,6 odstotka v letu 2007. Vrednost osnovnega kapitala se v proučevanem obdobju ni spreminjala oziroma se je spremenila le glede na tečajne razlike. Vidna pa je precejšna razlika v dveh postavkah kapitala. Rezerve iz dobička so se v proučevanem obdobju v povprečju zmanjševale za 224.273 evrov na leto. V letu 2007 so znašale 609.397 evrov. Čisti poslovni izid pa se je v povprečju v obdobju 2005–2007 zviševal za povprečno 678.631 evrov na leto. Leta 2007 je ta znašal 1.481.987 evrov. V postavkah kapitalskih rezerv, presežkov iz prevrednotenja in prenosov iz presežkov iz prevrednotenja pa ni zaznati bistvenih razlik.

4 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE DRUŽBE LJUBLJANSKA BORZA, d. d.

Namen vrednotenja je oceniti pravo notranjo vrednost delnice družbe Ljubljanska borza, d. d., ki je specifično finančno podjetje. Z njeno delnico se ne trguje na organiziranem trgu,

finančno poslovanje je odvisno predvsem od splošne gospodarske klime, njeni lastniki pa so hkrati tudi njeni člani. Še bolj kompleksno pa vrednotenje naredi dejstvo, da je bilo 81,01 odstotka Ljubljanske borze 24. junija 2008 prodano, kar pomeni, da končna notranja ocena delnice podjetja, ki jo bom izračunal v tem diplomskem delu, ni prava cena delnice na trgu, saj je treba pri prevzemih upoštevati tudi vrednost kontrole v podjetju ter vrednost sinergij pri prevzemu. Pri vrednosti kontrole gre za to, da po prevzemu podjetje, ki je kupilo drugo podjetje, nastavi svoje vodstvo in skuša vzpostaviti optimalni menedžment, kar bi pomenilo optimizacijo poslovanja in posredno večji dobiček. Za to so pri prevzemu pripravljeni plačati določeno premijo. Pri vrednosti sinergij pa gre za to, da prevzem lahko kupcu prinese vrsto sinergij, kot so na primer znižanje stroškov, zvišanje nekaterih provizij, višje pričakovane stopnje rasti (Damodaran, 2002, str. 703). Zaradi teh razlogov in še vrste ostalih gre pri Ljubljanski borzi za zelo kompleksno vrednotenje. Na podlagi vse literature s tega področja, ki sem jo pregledal, sem se odločil za dve metodi vrednotenja delnic, ki se mi zdita najbolj primerni za moje diplomsko delo.

Uporabil sem:

- Metodo diskontiranih denarnih tokov (metoda DCF), pri kateri vrednost lastniškega kapitala dobimo tako, da seštejemo vse vrednosti različnih prihodnjih denarnih tokov in jih diskontiramo na sedanjo vrednost z diskontno stopnjo, ki odraža tveganje denarnih tokov (Copeland, 1990, str. 97);
- Dvo-stopenjski dividendno-diskontni model, ki vsebuje dve stopnji rasti dividend – fazo nestabilne rasti ter fazo stabilne rasti, za katero se pričakuje, da bo ostala na tej ravni daljše obdobje (Damodaran, 2002, str. 329).

Metoda diskontiranih denarnih tokov se mi zdi primerna, saj je osrednja in najbolj razširjena metoda vrednotenja, ker upošteva tako specifičnost podjetja kot tudi širše makroekonomsko okolje. Dvo-stopenjsko dividendno-diskontno metodo pa sem kot alternativo metodi DCF izbral zato, ker podjetje vodi politiko visokih izplačil dividend. Ta metoda je prav tako zelo razširjena med finančnimi analitiki.

Pri obeh metodah za izračun končne ocene vrednosti delnice uporabljamo neke prihodnje denarne tokove, ki jih diskontiramo. Vendar, pri osnovni metodi DCF za denarne tokove uporabimo vse bodoče proste denarne tokove, ki pripadajo lastnikom podjetja. Pri dividendno-diskontnem modelu pa predpostavimo, da je edini denarni tok, ki pripada lastniku, dividenda.

Vse metode vrednotenja temeljijo na javno dostopnih podatkih, ki jih lahko najdemo na spletnih straneh.

Pri končni oceni vrednosti ne bom uporabil odbitka za pomanjkanje tržnosti, ki je pogost odbitek pri vrednotenjih. Tako sem se odločil, ker menim, da je tip vlagatelja, ki investira v Ljubljansko borzo, strateški vlagatelj z dolgoročnim namenom, ki mu ni tako pomembna kratkoročna likvidnost delnice.

4.1 Ocenjevanje vrednosti s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov

Ocenjevanje po tej metodi bom izvedel v štirih korakih. Najprej bom naredil napoved prostih denarnih tokov, nato bom ocenil strošek kapitala, sledila bo ocenitev preostale vrednosti, na koncu pa bom zaključil z izračunom končne ocene vrednosti.

4.1.1 Napoved prostih denarnih tokov

Prosti denarni tok je celoten denarni tok po davkih, ki ga ustvari podjetje in ki je na voljo tako upniku kot lastniku v podjetju. Nanj lahko gledamo kot na denarni tok po davkih, ki bi bil na voljo lastniku podjetja, če podjetje ne bi imelo dolga. Zelo pomembno je primerno definirati prosti denarni tok v smislu zagotovitve konsistence med denarnim tokom in diskontnim faktorjem. Prosti denarni tok izračunamo tako, da znesek, ki ga podjetje investira v novi kapital, odštejemo od bruto denarnih tokov, dobljenih iz finančnih transakcij (Copeland, 1990, str. 109).

Napovedi prostih denarnih tokov se bom lotil v treh korakih. Najprej bom z lastnimi izračuni dopolnil konsolidirani izkaz poslovnih izidov za obdobje 2003–2007 (Priloga A). Dopolnil ga bom do postavke prostih denarnih tokov iz poslovanja. Nato bom pripravil domneve in možne scenarije po posameznih postavkah poslovnega izida za prihodnost. Nazadnje pa bom s pomočjo izračunov ocenil napoved prostih denarnih tokov, ki so prikazani v napovedi izkaza poslovnega izida (Priloga D).

Pri napovedi domnev in možnih scenarijih za prihodnost⁹ bom pri vseh postavkah za izhodišče upošteval pretekle podatke. Upoštevanje preteklih podatkov se mi zdi primerno, saj na ta način ugotovimo trend, ki bi lahko veljal tudi v prihodnosti. Po drugi strani pa ima ta način tudi slabost, saj je omejen samo na pretekle podatke.

Za vse postavke bom uporabil metodo geometričnega povprečja. Izjema je postavka bruto investicij, pri kateri bom uporabil metodo aritmetičnega povprečja. Metodo geometričnega

⁹ Domneve in možne scenarije bom pripravil za obdobje 2008–2012.

povprečja bom uporabil, ker pokaže trend, v katerem se je določena postavka gibala v preteklosti. Slabost metode je, da je omejena zgolj na dve izbrani obdobji v preteklosti. V primeru te diplomske naloge, na začetno leto 2003 in na končno leto 2007. Ne upošteva torej podatkov za vmesna leta. Na drugi strani pa metoda aritmetičnega povprečja upošteva podatke za vsa leta, vendar ne pokaže trenda, za katerega bi lahko rekli, da bo veljal v prihodnosti. Formulo za izračun pri posameznih postavkah bom prikazal samo pri postavku borznih provizijah.

Domneve in možni scenariji po posameznih postavkah

Borzne provizije

Prihodki borznih provizij so v veliki meri odvisni od splošnega makroekonomskega stanja v državi ter razporeditve vlagateljev. Za oceno prihodnjih prihodkov iz naslova borznih provizij bi tako upošteval dve stvari. Makroekonomska pričakovanja, pri katerih mislim predvsem na gibanje rasti BDP v prihodnosti, ter pretekle podatke o prihodkih borznih provizij. Po navedbah Ljubljanske borze lahko ugotovimo, da je povprečni mesečni promet na Ljubljanski borzi leta 2007 znašal 185,58 milijona evrov. V prvem polletju 2008 pa je, izhajajoč iz podatkov Ljubljanske borze (Polletno poročilo Ljubljanske borze za prvo polletje 2008, str. 4), znašal 130,68 milijona evrov, kar je za 29,6 odstotka manj kot v letu 2007. Ob dveh predpostavkah, da bodo povprečni mesečni prihodki borznih provizij v drugem polletju 2008 enaki prihodkom v prvem polletju ter da je prihodek borznih provizij v večini odvisen od prometa na borzi, napovedujem, da bodo prihodki borznih provizij v letu 2008 za 29,6 odstotka manjši kot v letu 2007. Za obdobje 2009–2012 pa bom uporabil podatke preteklih prihodkov borznih provizij. Uporabil bom naslednjo formulo¹⁰:

$$\text{Geometrično povprečje} = \left(\frac{\text{Prihodki borznih provizij}_{2007}}{\text{Prihodki borznih provizij}_{2003}} \right)^{\left(\frac{1}{5}\right)} - 1 \quad (1)$$

Predpostavil sem, da bom za napoved prihodnjih podatkov uporabil geometrično povprečje (v nadaljevanju g. povp.) preteklih podatkov. Tako je g. povp. prihodkov borznih provizij v obdobju 2003–2007 enak 19,7 odstotka na letni ravni. Kot sem ugotovil na strani 5, lahko v prihodnosti pričakujemo ustalitev rasti BDP v Sloveniji na 4,4-odstotno letno rast, ki je za 28 odstotkov nižja kot v letu 2007. Menim, da je BDP najpomembnejši makroekonomski kazalec, ki vpliva na prihodke borznih provizij, saj napovedi BDP pomembno vplivajo na odziv vlagateljev. Ker torej predpostavljam, da rast BDP vpliva na prihodke borznih provizij, bom rast teh, ki sem jih izračunal z g. povp., zmanjšal za 28 odstotkov. Tako za obdobje 2009–2012 napovedujem rast prihodkov borznih provizij za 14,2 odstotka na letni ravni.

¹⁰Podatke sem dobil iz Priloge A

Prihodki informacijskega sistema

Po enakem ključu kot pri borznih provizijah, bom tudi pri prihodkih informacijskega sistema, za napoved prihodnjih prihodkov uporabil g. povp. preteklih prihodkov informacijskega sistema. Vendar bom tako pri teh prihodkih, kot pri vseh ostalih postavkah v nadaljevanju, za napoved prihodnje rasti upošteval samo g. povp., ki pa ga ne bom spreminjal zaradi vpliva katerega od makroekonomskih kazalcev. Menim namreč, da na postavke v nadaljevanju makroekonomski kazalci nimajo tako velikega vpliva kot na prihodke iz naslova borznih provizij. Tako za obdobje 2008–2012 napovedujem padec teh prihodkov za 7,6 odstotka na letni ravni.

Prihodki od članarin

V zadnjem obdobju lahko zasledimo zmanjšanje števila članov borze in tako tudi zmanjšanje prihodkov iz naslova članarin. 31. decembra 2007 je imela borza 24 članov. Vprašanje, ki se postavlja po vzpostavitvi novega lastništva je, kako se bo gibalo število članov v prihodnosti. Ocenjujem, da bo po eni strani prišlo do upada števila sedanjih članov, ki ne bodo hoteli več sodelovati z novim lastnikom, po drugi strani pa utegne nov lastnik privabiti kakšnega novega člana. Nadalje ocenjujem, da se utegne vpliv teh dveh dejavnikov izničiti in predpostavljam, da se bo trend, ki ga je bilo zaznati v preteklosti, nadaljevati tudi v prihodnosti. Po uporabi g. povp. preteklih prihodkov od članarin za obdobje 2008–2012 napovedujem padec teh prihodkov, in sicer za 8,5 odstotka na letni ravni.

Prihodki od kotacije VP

Ti prihodki se nanašajo predvsem na prihodke od pristojbin za sprejem novih vrednostnih papirjev in prihodke od letnega vzdrževanja že obstoječih vrednostnih papirjev. Ocenjujem, da lahko, tako kot za prihodke od članarin, izpostavim dve strani. Po eni strani lahko pričakujemo, da bo novi lastnik umaknil nekatere vrednostne papirje iz borznega trgovanja, po drugi strani pa se bo na borzi pričelo trgovanje z nekaterimi novimi vrednostnimi papirji, ki bodo lahko posledica vstopa nekaterih tujih podjetij na Ljubljansko borzo, ki bi jih nov lastnik privabil k sodelovanju. Ocenjujem torej, da se utegne tudi pri prihodkih od kotacije VP izničiti vpliv dveh dejavnikov in predpostavljam, da se bo trend, ki ga je bilo zaznati v preteklosti, nadaljeval tudi v prihodnosti. Po uporabi g. povp. preteklih prihodkov od kotacij VP za obdobje 2008–2012 tako napovedujem padec teh prihodkov za 3,6 odstotka na letni ravni.

Drugi poslovni prihodki

To so prihodki od storitev SEOnet, IT storitev ter ostalih dejavnosti. Po uporabi g. povp. preteklih drugih poslovnih prihodkov za obdobje 2008–2012 napovedujem rast teh prihodkov za 1 odstotek na letni ravni.

Stroški blaga, materiala in storitev

Kot pri prejšnjih postavkah bom tudi tukaj za napoved upošteval g. povp. preteklih podatkov. Ocenjujem pa, da tudi tu ni potrebno v izračun vključiti nobenega makroekonomskega kazalca, saj menim, da BDP nima neposrednega vpliva na stroške. Kot sem že omenil na strani 6, pa predpostavljam, da inflacija in primanjkljaj v prihodnosti ne bosta imela neposrednih posledic na poslovanje Ljubljanske borze. Po uporabi g. povp. preteklih stroškov blaga, materiala in storitev za obdobje 2008–2012 napovedujem rast teh stroškov za 2,5 odstotka na letni ravni.

Stroški dela

Podobno kot stroškom blaga, materiala in storitev tudi stroškom dela napovedujem rast. Po uporabi g. povp. preteklih stroškov dela za obdobje 2008–2012 napovedujem rast stroškov dela za 3,2 odstotka na letni ravni.

Drugi poslovni odhodki

Drugi poslovni odhodki predstavljajo le majhen delež vseh odhodkov iz poslovanja. Po uporabi g. povp. preteklih drugih poslovnih odhodkov za obdobje 2008–2012 napovedujem rast teh stroškov za 2,1 odstotka na letni ravni.

Odpisi vrednosti

Odpisi vrednosti se pretežno nanašajo na obračunano amortizacijo neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev. Po uporabi g. povp. preteklih odpisov vrednosti za obdobje 2008–2012 napovedujem rast teh, in sicer za 0,6 odstotka na letni ravni.

Bruto investicije

Ob pogledu na tabelo v prilogi C, lahko opazimo dve anomaliji. Leta 2005 je bila sprememba obratnega kapitala glede na prejšnje leto močno negativna. Vzrok je bilo zmanjšanje postavke tolarskega depozita na odpoklic v kategoriji kratkoročnih sredstev v višini 658.464 evrov. Druga posebnost je bila visoka pozitivna sprememba neodpisane vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev leta 2007 glede na prejšnje leto. Ugotavljam, da se take anomalije v prihodnosti lahko še zgodijo, zato sem se odločil, da bom projekcije gradil na preteklih podatkih, vendar bom upošteval aritmetično povprečje, saj bi rad v izračun vzel podatke za vsa leta. Za preteklo obdobje sem prav tako vzel obdobje 2003–2007. Končni rezultati so podani v prilogi Č.

4.1.2 Strošek kapitala

Strošek kapitala je vsota, ki jo mora podjetje plačevati, da bi pritegnilo in zadržalo kapital (Mramor, 1999, str. 76). Upniki oziroma lastniki podjetja torej za svoj delež, ki so ga vložili, pričakujejo neko kompenzacijo v obliki donosa. Če bi bili edini investitorji podjetja navadni delničarji, bi bil strošek kapitala zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala. Večina podjetij pa uporablja več vrst kapitala za lastno financiranje. Navadno se tako za potrebe finančnega načrtovanja uporablja tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala (ang. *WACC – Weighted average cost of capital*). V primeru Ljubljanske borze po podatkih borze (Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2007, str. 36) lahko ugotovimo, da kazalniki stanja financiranja kažejo, da je v družbi prisotna visoka stopnja kapitala. To pomeni, da je pretežni del sredstev financiran iz lastnih virov. Tako bom v tej diplomski nalogi kot diskontno stopnjo uporabil strošek lastniškega kapitala.

Strošek lastniškega kapitala lahko izračunamo s pomočjo različnih modelov. Eden izmed empirično najbolj obširnih testiranih modelov je model CAPM (ang. *Capital Asset Pricing Model*), ki je prilagojen za tveganje in upošteva inflacijo. Model domneva, da je strošek lastniškega kapitala enak vsoti netvegane stopnje donosa in zmnožku sistematičnega tveganja podjetja (beta) in premije za tržno tveganje (Copeland, 1990, str. 190).

Splošna formula za računanje stroška lastniškega kapitala (k_s) po modelu CAPM je naslednja:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \beta \quad (2)$$

kjer je

k_s = strošek lastniškega kapitala

r_f = netvegana stopnja donosa

$E(r_m)$ = pričakovana stopnja donosa celotnega tržnega portfelja

$E(r_m) - r_f$ = premija za tržno tveganje

β = sistematično tveganje naložbe v lastniški kapital (beta)

Netvegana stopnja donosa

Teoretično je netvegana stopnja donosa taka stopnja donosa na vrednostni papir ali portfelj vrednostnih papirjev, ki nima popolnoma nobenega tveganja in je v popolni nekorelaciji z

donosi na splošno v ekonomiji. Tako netvegan bi bil portfelj z beto 0. Ker pa je tak portfelj zelo kompleksen, se v praksi uporabljajo tri alternative temu portfelju. To so stopnja donosa zakladnih menic, stopnja donosa desetletnih državnih obveznic in stopnja donosa tridesetletnih državnih obveznic. Po Copelandu (1990, str. 192) je zaradi vrste razlogov najbolj primerna stopnja donosa desetletnih državnih obveznic. Tako sem za netvegano stopnjo donosa izbral krivuljo donosnosti¹¹ v evroobmočju z dospelostjo 10 let, ki je na datum ocenjevanja vrednosti (30. junij 2008) znašala 4,73 odstotka.

Premija za tržno tveganje

Premija za tržno tveganje je razlika med pričakovano stopnjo donosa celotnega tržnega portfelja in netvegano stopnjo donosa. Literatura ponuja več različnih izračunov premij za tržno tveganje. Na podlagi Damodarana (*Damodaran On-Line: Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States*, 2008) sem izbral geometrično povprečje dolgoročne tržne premije za tveganje za obdobje 1928–2007. Ta tržna premija se nanaša na razvit kapitalski trg, kamor štejemo tudi slovenskega, zato je premija za tržno tveganje izbrana primerno. Premija za tržno tveganje tako znaša 4,8 odstotka.

Sistematično tveganje naložbe v lastniški kapital (beta)

Po Damodaranu (2002, str. 581) za finančna podjetja uporabljamo samo bete z zadolženostjo. Za to obstajata dva razloga. Prvič, finančna podjetja veljajo za zelo homogena pri finančni strukturi podjetja, in drugič, v finančnih podjetjih je dolg zelo težko izračunati. Za beto sem tako vzel povprečje 10 evropskih podjetij v panogi »security services«. Na podlagi Damodarana (*Damodaran On-Line: Levered and unlevered Betas by Industry for Europe*, 2008) ta beta znaša 1,04.

Dodatna premija za deželno tveganje

K končni oceni stroška lastniškega kapitala pa sem prištel še dodatno premijo za deželno tveganje, ki na podlagi Damodarana (*Damodaran On-Line: Risk Premiums for Other Markets*, 2008) za Slovenijo po podatkih iz januarja 2008 znaša 0,75 odstotka.

Izračun stroška lastniškega kapitala (k_s)

$$k_s = 4,73 \% + 4,8 \% \times 1,04 + 0,75 \% = 10,4 \%$$

(3)

¹¹ Krivuljo donosnosti drugače imenujemo tudi časovna struktura obrestnih mer.

4.1.3 Ocenitev preostale vrednosti

Za potrebe vrednotenja sem že izračunal napovedi denarnih tokov za obdobje 2008–2012. Podjetje pa bo delovalo tudi po preteku tega obdobja. Tako bo denarne tokove Ljubljanska borza dobivala tudi po letu 2012. Zato sledi sedaj še izračun preostale vrednosti (ang. *Continuing value*), ki predstavlja vrednost predvidenih denarnih tokov po eksplicitno napovedanem obdobju (Copeland, 1990, str. 207).

Formula za izračun preostale vrednosti po tehniki rastočih prostih denarnih rent je:

$$\text{Preostala vrednost}_T = \frac{FCF_{T+1}}{k_s - g} \quad (4)$$

Kjer

FCF_{T+1} = raven prostih denarnih tokov¹² v prvem letu po eksplicitno napovedanem obdobju

k_s = strošek lastniškega kapitala

g = pričakovana stopnja rasti prostih denarnih tokov po eksplicitno napovedanem obdobju

Diskontirani prosti denarni tok iz poslovanja bo po mojih napovedih v obdobju 2008–2012 rasel v povprečju za 9,5 odstotka na leto (upoštevajoč geometrično povprečje). Podatke za izračun sem dobil iz priloge E. Uporabljena je bila naslednja formula:

$$\text{Geometrično povprečje} = \left(\frac{\text{Napoved diskontiranega prostega denarnega toka}_{2012}}{\text{Napoved diskontiranega prostega denarnega toka}_{2008}} \right)^{\left(\frac{1}{5}\right)} - 1 \quad (5)$$

Zato napovedujem, da bo raven prostih denarnih tokov v letu 2013 za 9,5 odstotkov višja kot v letu 2012, in sicer 945.085 evrov.

Napovedujem tudi, da se bo strošek lastniškega kapitala zmanjšal za 0,25 odstotne točke na 10,15 odstotka, saj predpostavljam, da se bo deželno tveganje za Slovenijo po letu 2012 zmanjšalo iz 0,75 odstotka na 0,50 odstotka. Za to predpostavko sem se odločil, ker pričakujem, da bo regija, v kateri se nahaja Slovenija, leta 2012 stabilnejša. Tu mislim

¹² Prosti denarni tok je celotni denarni tok po davkih, ki ga podjetje ustvari s svojo osnovno dejavnostjo.

predvsem na zaključek pogajanj s sosede Hrvaške za vstop v Evropsko unijo ter tudi na uspešna pogajanja Srbije za vstop.

Pri pričakovani stopnji rasti se je treba zavedati, da mora biti ocena realistična, saj le malo podjetjem uspe na dolgi rok rasti hitreje kot gospodarstvo. Za pričakovano stopnjo rasti bom torej uporabil stopnjo rasti celotnega gospodarstva na dolgi rok, ki znaša 5 odstotkov na letni ravni.

Izračun preostale vrednosti

$$Preostala\ vrednost_T = \frac{945.085\ €}{10,15\ \% - 5,0\ \%} = 18.351.165\ €$$

(6)

4.1.4 Izračun končne ocene vrednosti s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov

Končno oceno vrednosti po tej metodi bom izračunal tako, da bom seštel sedanjo vrednost denarnih tokov v obdobju 2008–2012 (podatke sem dobil iz tabele v prilogi D) in sedanjo vrednost preostale vrednosti. Dobljeno ocenjeno vrednost celotnega kapitala bom nato delil s številom delnic Ljubljanske borze (podatek sem dobil na strani 2 te diplomske naloge) in tako prišel do ocenjene vrednosti delnice.

Tabela 6: Ocena vrednosti delnice po modelu diskontiranih denarnih tokov

Sedanja vrednost denarnih tokov v obdobju 2008–2012	3.466.918 €
+ Sedanja vrednost preostale vrednosti ¹³	11.189.696 €
= Ocenjena vrednost celotnega kapitala	14.656.614 €
: Število delnic	33.571
= Ocenjena vrednost delnice	436,59 €

Vir: Lastni izračuni.

4.2 Ocenjevanje vrednosti s pomočjo dvo-stopenjskega dividendno-diskontnega modela

Ko investitor kupuje delnice, lahko generalno gledano pričakuje dve vrsti denarnih tokov. Dividende skozi obdobje, ko ima investitor delnico, in pričakovano ceno na koncu tega

¹³ Za diskontni faktor sem vzel strošek lastniškega kapitala v višini 10,4%

obdobja. Ker je ta cena sama tudi določena skozi dividendne denarne tokove v prihodnosti, lahko predpostavimo, da je cena delnice kar sedanja vrednost dividend v neskončnost (Damodaran, 2002, str. 322). Uporaba dividendno-diskontnega modela je za potrebe te diplomske naloge primerna, saj Ljubljanska borza vodi politiko izplačila visokih dividend. Koeficient dividende na delnico/dobiček na delnico je v letu 2007 znašal kar 0,975. Uporabil bom dvo-stopenjsko različico dividendno-diskontnega modela, ki dovoljuje dve stopnji rasti. Začetno fazo z nestabilno rastjo in poznejšo fazo z stabilno rastjo, za katero se pričakuje, da bo še dolgo ostala na tej ravni.

Formula za izračun po tem modelu je naslednja:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})^n}, \text{ kjer } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(k_{e,st}-g_n)} \quad (7)$$

kjer

DPS_t = pričakovane dividende na delnico v letu t

k_e = strošek kapitala (hg: obdobje visoke rasti, st: obdobje stabilne rasti)

P_n = cena na koncu obdobja n

g_n = stopnja rasti v neskončnost po letu n

Za obdobje nestabilne rasti bom vzel obdobje 2008–2012. Za pričakovano stopnjo donosa bi lahko uporabil temeljno stopnjo donosa dobička na delnico, ki se izračuna kot zmnožek deleža zadržanega dobička in donosa na kapital (ROE). Ker pa je delež zadržanega dobička v Ljubljanski borzi d. d. zelo nizek, bom namesto te metode uporabil pretekle donose dobička na delnico (EPS), saj je korelacija med preteklimi donosi EPS in pričakovanimi donosi v prihodnosti veliko višja za finančna podjetja kot za druga podjetja (Damodaran, 2002, str. 583). Kot pri metodi DCF, bom tudi pri tej metodi uporabil g. povp. Uporabil bom naslednjo formulo:

$$\text{Geometrično povprečje} = \left(\frac{\text{Dobiček na delnico}_{2007}}{\text{Dobiček na delnico}_{2002}} \right)^{\left(\frac{1}{6}\right)} - 1 \quad (8)$$

Tako je g. povp. dobička na delnico v obdobju 2002–2007 enak 9,03 odstotka na letni ravni. Nadalje pa bom, enako kot pri računanju borznih provizij, rast dobičkov na delnico zmanjšal za 28 odstotkov, saj menim, da BDP prav tako vpliva na dobiček na delnico. Za obdobje 2009–2012 tako napovedujem rast dobička na delnico za 6,5 odstotka na letni ravni.

Za izhodiščni EPS, ki ga bom potem letno zviševal za 6,5 odstotka pa ne bom vzel EPS iz leta 2007 (znašal je 44,24 evra), ampak mojo napoved EPS za leto 2008. Menim namreč, da bo dobiček na delnico zaradi slabe gospodarske klime v letu 2008 manjši. Moja napoved pa je, da bo EPS v letu 2008 za 29,6 odstotka manjši (vzel bom isti rezultat kot pri računanju prihodkov borznih provizij) kot v letu 2007 in bo znašal 31,14 evra.

Za obdobje nestabilne rasti bom vzel strošek kapitala, kot sem ga izračunal za leto 2007 (10,4 odstotka). Za obdobje stabilne rasti pa ga bom zmanjšal za 0,25 odstotne točke na 10,15 odstotka (obrazložitev glej na strani 18).

Za obdobje stabilne rasti ocenjujem, da bo stopnja rasti 5 odstotkov (taka je stopnja rasti celotnega gospodarstva). Koeficient ROE pa bo upadel na povprečje 31 ameriških podjetij v panogi »securities brokerage« na stopnjo 20,03. Novo razmerje zadržanega dobička bo tako:

Razmerje zadržanega dobička v obdobju stabilne rasti = $g/ROE = 5\%/20,03\% = 25\%$

Kar pomeni, da bo koeficient dividende na delnico/dobiček na delnico po letu 2012 enak 0,75.

Tabela 7: Sedanja vrednost dividend za obdobje nestabilne rasti

Leto	EPS	DPS	Sedanja vrednost dividend
2008	31,14 €	30,36 €	27,50 €
2009	33,16 €	32,33 €	26,53 €
2010	35,32 €	34,44 €	25,60 €
2011	37,62 €	36,68 €	24,69 €
2012	40,06 €	39,06 €	23,82 €
Vsota			128,14 €

Vir: Lastni izračuni.

Dividenda na delnico²⁰¹³ = $(31,14 \text{ €} \times 1,065^4 \times 1,05) \times 0,75 = 31,5 \text{ €}$

$P_n = \text{Dividenda na delnico}^{2013} / (\text{Strošek kapitala}^{ST} - g) = 31,5 \text{ €} / (0,1015 - 0,05) = 611,65 \text{ €}$

Sedanja vrednost P_n pa je $611,65 \text{ €} / 1,104^5 = 372,96 \text{ €}$

P_0 je tako enak vsoti sedanjih vrednosti dividend za obdobje nestabilne rasti ter sedanji preostali vrednosti:

$$128,14 \text{ €} + 372,96 \text{ €} = 501,1 \text{ €}$$

Končna ocena vrednosti delnice po modelu dvo-stopenjskega dividendno-diskontnega modela je tako **501,1 evra**.

5 KONČNA OCENA VREDNOSTI

Končna ocena vrednosti delnice Ljubljanske borze d. d. je enaka ponderiranemu povprečju ocen obeh modelov vrednotenja, ki sem ju uporabil v tej diplomski nalogi. Pri določanju končne ocene vrednosti sem večji ponder namenil metodi diskontiranih denarnih tokov, manjši ponder pa dvo-stopenjskem dividendno-diskontnem modelu (60/40). Prva metoda namreč v večji meri upošteva vse specifičnosti podjetja, predvsem z vidika rasti, tveganj in investicij.

Izračun končne vrednosti delnice je prikazan v naslednji tabeli:

Tabela 8: Končna ocena vrednosti delnice Ljubljanske borze

Uporabljena metoda	Ocena vrednosti	Ponder	Vrednost
Metoda diskontiranih denarnih tokov	436,59 €	0,6	261,95 €
Dvo-stopenjska dividendno-diskontna metoda	501,10 €	0,4	200,44 €
Skupaj vrednost delnice podjetja			462,39 €

Vir: Lastni izračuni.

Na podlagi obeh metod vrednotenja sem tako prišel do končne notranje ocene vrednosti delnice, ki 30. junija 2008 po mojih izračunih znaša 462,39 evra.

Kot sem povedal že v uvodu, je bilo 81,01 odstotka Ljubljanske borze 24. junija 2008 prodano avstrijski borzi Wiener Börse po ceni 1401 evro za delnico. Moje mnenje, ki izhaja iz spoznanj pričujoče diplomske naloge je, da je bil delež prodan po znatno višji ceni, kot je njena notranja vrednost. Vendar če upoštevamo, da lahko končno ceno delnice pri prevzemih močno zvišata vrednost kontrole v podjetju ter vrednost sinergij lahko zaključim, da lahko lastniki Ljubljanske borze pričakujejo primerno kupnino, ki zadovoljuje obe strani. Hkrati pa moram poudariti, da prodaja lahko prinese tudi vrsto slabosti. Naj omenim predvsem nejasno dolgoročno strategijo ter vprašanje ali gre za dolgoročno ali kratkoročno naložbo. Tako bo treba na vprašanji, ali je Wiener Börse pravi partner ali ne in ali je bila cena najprimernejša, najti pravi odgovor šele čez 10 oziroma 15 let.

SKLEP

Vrednotenje podjetij je kompleksna in zelo zahtevna naloga, ki od ocenjevalca zahteva ogromno znanja iz različnih področij ekonomije. Namen mojega diplomskega dela je bil oceniti pravo notranjo vrednost delnice Ljubljanske borze. Za vrednotenje podjetja si finančni analitiki pomagajo z različnimi metodami vrednotenja, ki jih lahko najdemo v literaturi. Izbirati pa nisem mogel med vsemi metodami. Tako nisem uporabil metod tržnih mnogokratnikov, ki so zelo razširjene za uporabo pri vrednotenjih. Pri metodah tržnih

mnogokratnikov se vhodni podatki za vrednotenje namreč navezujejo na cene delnic na trgu, iskal pa sem pravo notranjo vrednost delnice. Odločil sem se za dve metodi vrednotenja, in sicer za metodo diskontiranih denarnih tokov ter za dvo-stopenjsko dividendno-diskontno metodo.

Metoda diskontiranih denarnih tokov je osrednja in najbolj razširjena metoda vrednotenja, ker upošteva tako specifičnost podjetja kot tudi širše makroekonomsko okolje, v katerem podjetje deluje, predvsem kar se tiče dobičkonosnosti, možnosti rasti in raznih tveganj. Ker pa tudi ta model ni brez pomanjkljivosti, sem v diplomsko delo vključil še eno metodo vrednotenja. Kot največjo pomanjkljivost metode diskontiranih denarnih tokov bi izpostavil preveliko subjektivnost ocenjevalca pri napovedih prihodnjih denarnih tokov. Kot alternativo tej metodi sem torej vključil še dvo-stopenjski dividendno-diskontni model, ki se zdi primeren, saj podjetje vodi politiko visokih izplačil dividend. Po uporabi obeh metod, pri čemer sem vsaki izmed metod določil ponder, sem na koncu prišel do končne ocene vrednosti delnice. Večji ponder sem namenil metodi diskontiranih denarnih tokov, saj ta metoda vključuje ključne dejavnike vrednotenja. Cena delnice Ljubljanske borze vrednostnih papirjev tako znaša 462,39 evra.

V to ceno nisem vključil dveh dejavnikov vrednotenja pri prevzemih, in sicer vrednosti kontrole v podjetju ter vrednosti sinergij, ki lahko pri prevzemu znatno zvišata prevzemno ceno. Tako lahko zaključim, da je prava notranja vrednost delnice po mojih izračunih in ob predpostavki, da diplomsko delo temelji zgolj na javno dostopnih podatkih, ki morda niso vključevali nekaterih relevantnih podatkov, 462,39 evra.

LITERATURA IN VIRI

1. Brigham, E.F. et al. (2004). *Intermediate Financial Management*. (8th ed.) Thomson : South-Western.
2. Copeland, T. et al. (1990). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: McKinsey & Company, Inc.
3. Damodaran, As. (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2nd ed.) New York: John Wiley & Sons, Inc.
4. Damodaran On-Line. *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States*. Najdeno 23. julija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>
5. Damodaran On-Line. *Levered and unlevered Betas by Industry*. (2008) <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbeta.xls>
6. Damodaran On-Line. *Risk Premiums for Other Markets*. (2008) <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>
7. Letno poročilo Banke Slovenija za leto 2007. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Letno poročilo Evropske centralne banke za leto 2007, 260 str.
9. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2007 [URL: <http://www.ljse.si/>], 08. 07. 2008.
10. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2006 [URL: <http://www.ljse.si/>], 08. 07. 2008.
11. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2005 [URL: <http://www.ljse.si/>], 08. 07. 2008.
12. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2004 [URL: <http://www.ljse.si/>], 08. 07. 2008.
13. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2003 [URL: <http://www.ljse.si/>], 08. 07. 2008.
14. Movrin Mešanović, P. (2008). *Metode vrednotenja podjetij na primeru skupine Gorenje*. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta.
15. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik
16. Polletno poročilo Ljubljanske borze za prvo polletje 2008 [URL: <http://www.ljse.si/>], 30.07.2008
17. Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2007, april 2007. Ljubljana: UMAR.
18. Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2008, april 2008. Ljubljana: UMAR.
19. Poročilo Banke Slovenija o cenovni stabilnosti, april 2008. Ljubljana: Banka Slovenije.
20. Spletna stran Banke Slovenije. [URL: <http://www.bsi.si/financni-podatki-r.asp?Mapald=141>], 08. 07. 2008.
21. Spletna stran Ministrstva za finance. [URL: http://www.mf.gov.si/slov/menice/preracun_zm.xls] , 15. 08. 2008.
22. Svetovno združenje borz (WFE) domače strani. Najdeno 30. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org>

PRILOGE

PRILOGA A: Konsolidiran izkaz poslovnega izida Ljubljanske borze za obdobje 2003–2007

PRILOGA B: Konsolidirana bilanca stanja Ljubljanske borze za obdobje 2005–2007

PRILOGA C: Izračun bruto investicij

PRILOGA Č: Napoved bruto investicij

PRILOGA D: Napoved izkaza poslovnega izida

PRILOGA E: Izračun diskontiranih denarnih tokov

PRILOGA F: Promet prek trgovalnega sistema BTS v obdobju 2004–2007

PRILOGA G: Struktura prihodkov Ljubljanske borze v letu 2007

PRILOGA H: Struktura odhodkov Ljubljanske borze v letu 2007

PRILOGA A: Konsolidiran izkaz poslovnega izida Ljubljanske borze za obdobje 2003–2007

v €	2003	2004	2005	2006	2007
PRIHODKI IZ POSLOVANJA (čisti prihodki iz poslovanja)	3.148.534	3.235.886	2.902.825	3.552.493	4.749.220
Borzne provizije	1.259.982	1.535.357	1.172.290	1.710.316	3.094.810
Prihodki od informacijskega sistema	541.483	496.498	533.255	419.696	365.648
Prihodki od članarin	93.754	134.882	101.822	67.047	60.000
Prihodki od kotacij VP	540.679	435.379	418.849	449.535	450.217
Drugi poslovni prihodki	712.516	633.770	676.609	905.899	778.545
ODHODKI IZ POSLOVANJA (brez odpisov vrednosti)	2.333.301	2.452.122	2.598.749	2.613.875	2.698.698
Stroški blaga, materiala in storitev	818.286	838.294	979.190	860.933	927.330
Stroški dela	1.457.570	1.555.887	1.558.952	1.692.155	1.707.598
Drugi poslovni odhodki	57.445	57.941	60.607	60.787	63.770
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA PRED AMORTIZACIJO (EBITDA)	815.233	783.764	304.076	938.618	2.050.522
- odpisi vrednosti	185.235	189.611	160.083	176.134	190.499
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA (EBIT)	629.998	594.153	143.993	762.484	1.860.023
- davek na EBIT (po stopnji 23%)	144.900	136.655	33.118	175.371	427.805
DOBIČEK IZ POSLOVANJA PO DAVKIH (NOPLAT)	774.898	457.498	110.875	587.113	1.432.218
+ odpisi vrednosti	185.235	189.611	160.083	176.134	190.499
BRUTO DENARNI TOK	960.133	647.109	270.958	763.247	1.622.717
- bruto investicije	18.858	219.774	-764.807	623.348	1.000.350
PROSTI DENARNI TOK IZ POSLOVANJA	941.275	427.335	-493.849	139.899	622.367

Vir: Letna poročila Ljubljanske borze za obdobje 2003–2007; lastni izračuni.

PRILOGA B: Konsolidirana bilanca stanja Ljubljanske borze za obdobje 2005–2007

V EUR	2005	2006	2007	2005*	2006*	2007*
SREDSTVA	3.381.897	3.941.290	5.129.929	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Dolgoročna sredstva	2.392.042	2.009.257	2.222.030	70,7 %	51,0 %	43,3 %
Neopredmetena dolg. sredstva in dolg. aktivne razmejitev	151.030	153.911	141.463	4,5 %	3,9 %	2,8 %
Opredmetena osnovna sredstva	1.877.366	1.848.507	2.071.173	55,5 %	46,9 %	40,4 %
Odložene terjatve za davek	3.836	6.839	9.394	0,1 %	0,2 %	0,2 %
Kratkoročna sredstva	845.007	1.884.553	2.834.496	25,0 %	47,8 %	55,3 %
Kratkoročne finančne naložbe	315.717	1.135.431	1.898.935	9,3 %	28,8 %	37,0 %
Kratkoročne poslovne terjatve	291.353	275.737	431.141	8,6 %	7,0 %	8,4 %
Denarna sredstva	237.937	473.385	504.420	7,0 %	12,0 %	9,8 %
Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	144.848	47.480	73.403	4,3 %	1,2 %	1,4 %
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	3.381.897	3.941.290	5.129.929	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Kapital	3.049.451	3.259.386	4.235.584	90,2 %	82,7 %	82,6 %
Vpoklicani (osnovni) kapital	1.401.270	1.400.893	1.400.893	41,4 %	35,6 %	27,3 %
Kapitalske rezerve	364.812	462.776	462.776	10,8 %	11,7 %	9,0 %
Rezerve iz dobička	1.057.942	723.823	609.397	31,3 %	18,4 %	11,9 %
Presežek iz prevrednotenja	50.728	51.237	277.016	1,5 %	1,3 %	5,4 %
Preneseni čisti poslovni izid	2.613	15.594	0	0,1 %	0,4 %	0,0 %
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	124.725	605.993	1.481.987	3,7 %	15,4 %	28,9 %
Prenos iz presežka iz prevrednotenja	0	0	3.212	0,0 %	0,0 %	0,1 %
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitev	3.252	1.896	3.698	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Dolgoročne obveznosti	0	15.027	70.482	0,0 %	0,4 %	1,4 %
Odložene obveznosti za davek	0	15.027	70.482	0,0 %	0,4 %	1,4 %
Kratkoročne obveznosti	253.344	643.565	803.376	7,5 %	16,3 %	15,7 %
Kratkoročne finančne obveznosti	0	35.542	6.311	0,0 %	0,9 %	0,1 %
Kratkoročne poslovne obveznosti	253.344	608.023	797.065	7,5 %	15,4 %	15,5 %
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	75.851	21.416	16.789	2,2 %	0,5 %	0,3 %

Vir: Letna poročila Ljubljanske borze za obdobje 2005–2007; lastni izračuni.

PRILOGA C: Izračun bruto investicij

v tisoč €	2003	2004	2005	2006	2007
Sprememba neodpisane vrednosti neopredmetenih dolgoročnih sredstev (glede na preteklo leto)	33.353	15.433	2.838	2.880	- 12.448
+ sprememba neodpisane vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev (glede na preteklo leto)	- 97.578	- 68.563	9.716	- 28.856	222.666
+ sprememba obratnega kapitala ¹⁴ (glede na preteklo leto)	83.083	272.904	- 777.361	649.324	790.132
BRUTO INVESTICIJE	18.858	219.774	- 764.807	623.348	1.000.350

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA Č: Napoved bruto investicij

v tisoč €	2008	2009	2010	2011	2012
Sprememba neodpisane vrednosti neopredmetenih dolgoročnih sredstev (glede na preteklo leto)	8.411	8.411	8.411	8.411	8.411
+ sprememba neodpisane vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev (glede na preteklo leto)	7.477	7.477	7.477	7.477	7.477
+ sprememba obratnega kapitala (glede na preteklo leto)	203.616	203.616	203.616	203.616	203.616
BRUTO INVESTICIJE	219.504	219.504	219.504	219.504	219.504

Vir: Lastni izračuni.

¹⁴ Obratni kapital – razlika med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi

PRILOGA D: Napoved izkaza poslovnega izida

v €	2008	2009	2010	2011	2012
PRIHODKI IZ POSLOVANJA (čisti prihodki iz poslovanja)	3.791.844	4.063.122	4.381.321	4.752.477	5.183.530
Borzne provizije	2.178.746	2.488.128	2.841.442	3.244.927	3.705.706
Prihodki od informacijskega sistema	337.859	312.181	288.456	266.533	246.277
Prihodki od članarin	54.900	50.234	45.964	42.057	38.482
Prihodki od kotacij VP	434.009	418.385	403.323	388.803	374.806
Drugi poslovni prihodki	786.330	794.194	802.136	810.157	818.259
ODHODKI IZ POSLOVANJA (brez odpisov vrednosti)	2.777.863	2.859.385	2.943.334	3.029.785	3.118.810
Stroški blaga, materiala in storitev	950.513	974.276	998.633	1.023.599	1.049.189
Stroški dela	1.762.241	1.818.633	1.876.829	1.936.888	1.998.868
Drugi poslovni odhodki	65.109	66.476	67.872	69.298	70.753
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA PRED AMORTIZACIJO (EBITDA)	1.013.981	1.203.737	1.437.987	1.722.692	2.064.720
- odpisi vrednosti	191.642	192.792	193.949	195.112	196.283
POSLOVNI IZID IZ POSLOVANJA (EBIT)	822.339	1.010.945	1.244.038	1.527.580	1.868.437
- davek na EBIT (po stopnji 23%)	189.138	232.517	286.129	351.343	429.741
DOBIČEK IZ POSLOVANJA PO DAVKIH (NOPLAT)	633.201	778.428	957.909	1.176.237	1.438.696
+ odpisi vrednosti	191.642	192.792	193.949	195.112	196.283
BRUTO DENARNI TOK	824.843	971.220	1.151.858	1.371.349	1.634.979
- bruto investicije	219.504	219.504	219.504	219.504	219.504
PROSTI DENARNI TOK IZ POSLOVANJA	605.339	751.716	932.354	1.151.845	1.415.475

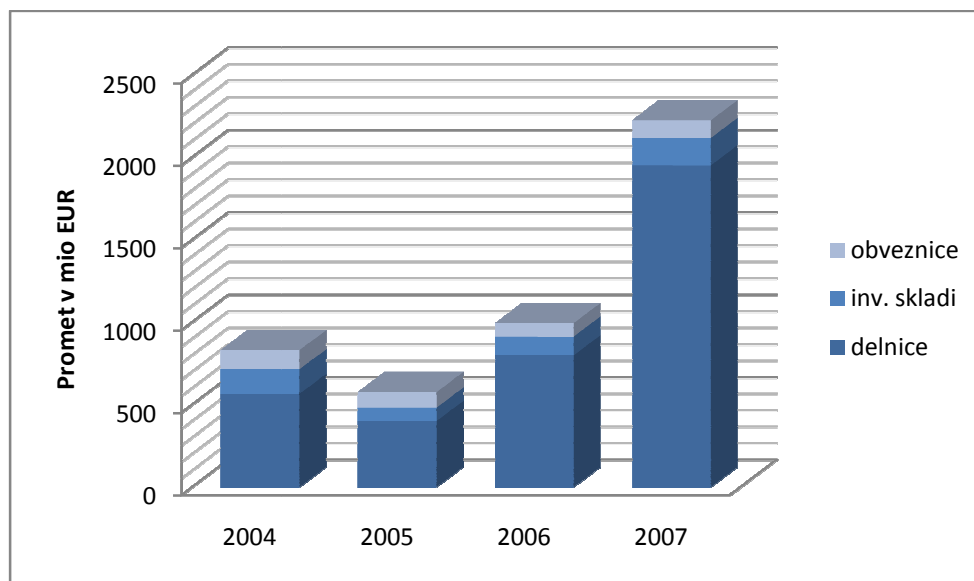
Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA E: Izračun diskontiranih denarnih tokov

v €	2008	2009	2010	2011	2012
PROSTI DENARNI TOK IZ POSLOVANJA	605.339	715.716	932.354	1.151.845	1.415.475
x diskontni faktor	0,91	0,82	0,74	0,67	0,61
DISKONTIRANI PROSTI DENARNI TOK	548.314	587.222	692.905	775.386	863.091

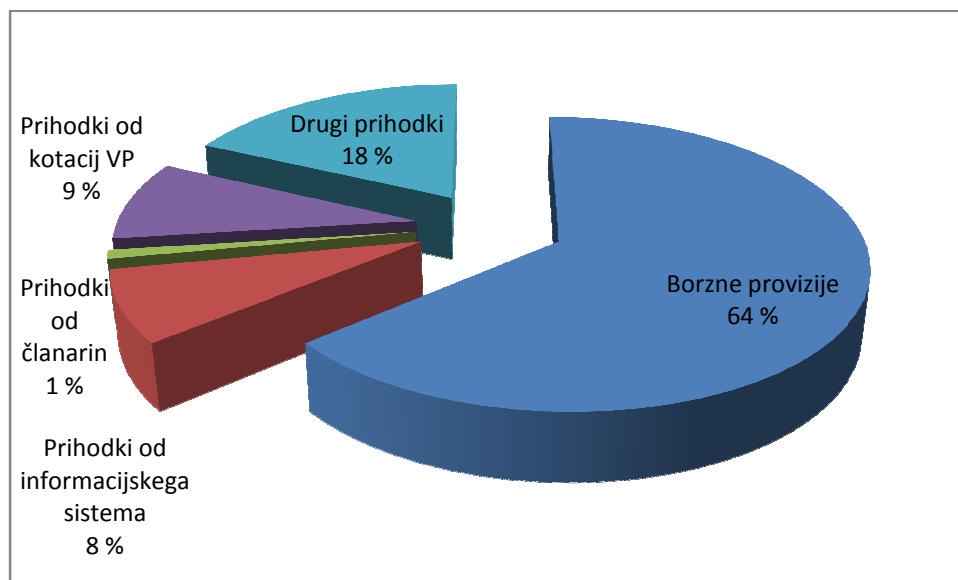
Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA F: Promet prek trgovalnega sistema BTS v obdobju 2004–2007



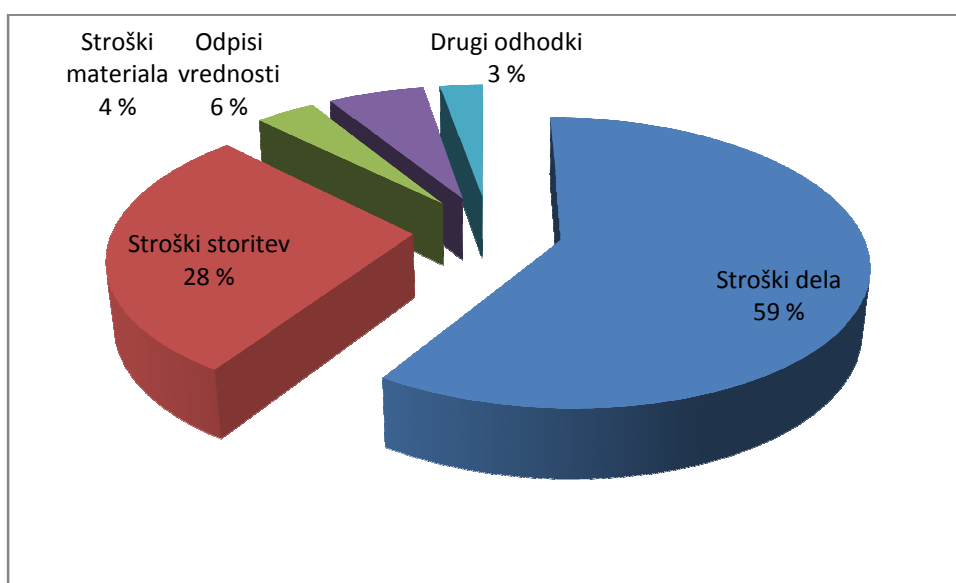
Vir: Letno poročilo Ljubljanske borze, 2007.

PRILOGA G: Struktura prihodkov Ljubljanske borze v letu 2007



Vir: Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2007; lastni izračuni.

PRILOGA H: Struktura odhodkov Ljubljanske borze v letu 2007



Vir: Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2007; lastni izračuni.