

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE ABANKE VIPE D.D.

Ljubljana, avgust 2008

BOR VOŠNJAK

IZJAVA

Študent **BOR VOŠNJAK** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. SERGEJE SLAPNIČAR**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 18.8.2008 Podpis: _____

KAZALO

1	PREDSTAVITEV ABANKE VIPE D.D.	2
2	ANALIZA PANOGE	3
2.1	MAKROEKONOMSKI PODATKI	3
2.2	BANČNI SISTEM	5
3	METODE VREDNOTENJA	6
3.1	METODE SEDANJE VREDNOSTI DONOSOV	7
3.1.1	<i>Dividendni model</i>	7
3.1.2	<i>Metoda prostih denarnih tokov navadnim delničarjem</i>	7
3.2	METODE MULTIPLIKATORJEV	8
4	OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE ABANKE	9
4.1	METODA PROSTIH DENARNIH TOKOV LASTNIŠKEMU KAPITALU	9
4.1.1	<i>Diskontni faktor</i>	10
4.1.2	<i>Izračun vrednosti</i>	12
4.2	DIVIDENDNI MODEL	15
4.3	METODA PRESEŽNE DONOSNOSTI	17
4.4	METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ	20
5	KONČNA OCENA VREDNOSTI DELNICE	21
	SKLEP	23
	LITERATURA IN VIRI	24

PRILOGE

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Krivulja donosnosti eura</i>	11
<i>Slika 2: Ocene delnice pridobljene z vsemi uporabljenimi modeli vrednotenja</i>	22

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Deset največjih delničarjev banke</i>	3
<i>Tabela 2: Pomembnejši makroekonomski kazalci</i>	4
<i>Tabela 3: Bilančne vsote in tržni deleži bank</i>	6
<i>Tabela 4: Definicija prostega denarnega toka navadnim delničarjem poslovne banke</i>	8
<i>Tabela 5: Sedanja vrednost prostega denarnega toka</i>	13
<i>Tabela 6: Sedanja vrednost lastniškega kapitala po modelu prostih denarnih tokov</i>	14
<i>Tabela 7: Ocena vrednosti delnice po modelu prostih denarnih tokov</i>	14
<i>Tabela 8: Analiza občutljivosti</i>	14
<i>Tabela 9: Sedanja vrednost dividend za obdobje visoke rasti</i>	16
<i>Tabela 10: Sedanja vrednost dividend za prehodno obdobje</i>	16
<i>Tabela 11: Vrednost delnice ocenjena z dividendnim modelom</i>	17
<i>Tabela 12: Sedanja vrednost presežne donosnosti</i>	18
<i>Tabela 13: Vrednost lastniškega kapitala po modelu presežne donosnosti</i>	19
<i>Tabela 14: Vrednost delnice ocenjena z modelom presežne donosnosti</i>	19
<i>Tabela 15: Ocenjena vrednost delnice z modelom primerljivih podjetij</i>	20
<i>Tabela 16: Končna ocenjena vrednost delnice</i>	21

UVOD

Vrednotenje ali ocenjevanje vrednosti je oblikovanje mnenja o vrednosti podjetja ali njegovega dela. Ocena podjetja nam da odgovor na vprašanje, kolikšna je poštena vrednost podjetja ali njegovega dela. Vsako vrednotenje temelji na veliko predpostavkah. Zaradi tega prihaja do odstopanj v ocenjeni vrednosti med posameznimi analitiki. Na ceno delnice vplivajo ekonomski podatki, podatki o poslovanju podjetja in še ostali podatki. Končna cena delnice pa se določi glede na povpraševanje in ponudbo. Za ocenjeno vrednostjo delnice, ki jo dobimo z vrednotenjem podjetja, lahko rečemo, da je neka osnova za tržno vrednost delnice. Ker vsako vrednotenje temelji na preteklih podatkih, ne moremo ugotoviti, kateri analitik je najbolje ocenil vrednost delnice, saj nihče ne more napovedati prihodnosti. Pravilnost vrednotenja se pokaže v prihodnosti.

Namen diplomske naloge je spoznati metode vrednotenja, ki se uporabljajo v praksi. Posebno metode vrednotenja, ki se uporabljajo za vrednotenje bank, ker so banke zelo specifične in je tudi vrednotenje temu primerno.

Cilj diplomske naloge je oceniti vrednost delnice banke s pomočjo več metod vrednotenja in ugotoviti primernost za nakup ali prodajo.

Diplomska naloga je razdeljena v pet poglavij. Začenjam s predstavitvijo Abanke Vipe, nato analiziram panogo. V tej analizi je opisanih nekaj makroekonomskih podatkov za Slovenijo. Tako se dobi splošni pogled o položaju Slovenije in tveganosti slovenskega trga ter nekaj splošnih podatkov bančnega sistema v Sloveniji, ki dajo pregled o tržnih deležih posameznih bank.

V nadaljevanju najprej predstavim nekaj metod vrednotenja in njihovo primernost za vrednotenje. Potem sledi ocena vrednosti delnice dobljena po več metodah vrednotenja. S pomočjo bilanc stanja in izkazov poslovnih izidov analiziram uspešnost podjetja v preteklosti. Prav tako pa na podlagi preteklih podatkov poskušam določiti smer gibanja banke v prihodnjih letih. Metode za vrednotenje izberem na podlagi primernosti za vrednotenje banke. Ocenjene vrednosti pridobim z vsakim izmed modelov in pomnožim z utežjo, ki jo določim glede na primernosti za vrednotenje. Tako na koncu dobim končno ocenjeno vrednost delnice Abanke Vipe.

Nazadnje sledi še sklep, v katerem podajam priporočilo glede nakupa ali prodaje delnice Abanke Vipe.

1 PREDSTAVITEV ABANKE VIPE D.D.

Abanka Vipra d.d. je banka s tradicijo v slovenskem bančnem prostoru. Njeni začetki segajo že v leto 1955, ko je banka delovala kot podružnica Jugoslovanske banke za zunanjo trgovino. Leta 1977 se je podružnica preimenovala v Jugobanko – Temeljno banko Ljubljana, ime Abanka pa je začela uporabljati 1. januarja 1990, ko se je preoblikovala v delniško družbo. 31. decembra 2002 se je Abanki pripojila Banka Vipra. Od takrat deluje pod imenom Abanka Vipra d.d. ali skrajšano Abanka d.d. (v nadaljevanju: Abanka). S pripojitvijo Banke Vipra je Abanka svoj tržni delež povečala za 1,7 odstotne točke in z 8,5-odstotnim tržnim deležem postala tretja največja banka v slovenskem bančnem prostoru. Abanka je tudi leto 2007 končala na tretjem mestu po velikosti bilančne vsote, njen tržni delež pa je 31. decembra 2007 znašal 8,2 odstotka (Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d. za leto 2007, 2008, str. 16).

Abanka je univerzalna banka in ima dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje vseh bančnih in drugih finančnih storitev. Preko mreže štiridesetih poslovalnic, razpršenih po vsej Sloveniji, z lahko dostopnim elektronskim bančništvom ter s svetovanjem in osebnim pristopom ponuja celovite finančne storitve, kot so: factoring, izdajanje garancij in drugih jamstev, kreditiranje, vključno s potrošniškimi krediti, hipotekarnimi krediti in financiranjem komercialnih poslov, trgovanje s tujimi plačilnimi sredstvi, vključno z menjalniškimi posli, trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, zbiranje, analizo in posredovanje informacij o kreditni sposobnosti pravnih oseb, posredovanje pri prodaji zavarovalnih polic po zakonu, ki ureja zavarovalništvo, izdajanje in upravljanje drugih plačilnih instrumentov (npr. plačilne in kreditne kartice, potovalni čeki, bančne menice), oddajanje sefov, storitve v zvezi z vrednostnimi papirji po zakonu, ki ureja trg vrednostnih papirjev, upravljanje pokojninskih skladov po zakonu, ki ureja pokojninske sklade, v okviru investicijskega bančništva upravlja vzajemni pokojninski sklad AII VPS, opravljanje storitev plačilnega prometa, opravljanje skrbniških storitev (Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d. za leto 2007, 2008, str. 16).

Abanka je uveljavljena tudi v mednarodnem prostoru. V medbančnem poslovanju, zahvaljujoč svoji mreži korespondenčnih bank po vsem svetu, Abanka uspešno zadovoljuje potrebe svojih strank pri plačilnem prometu s tujino.

Ponudbo Abanke s svojimi storitvami dopolnjujejo še odvisne družbe v Sloveniji: Abančna DZU d.o.o., Argolina d.o.o., Afaktor d.o.o., Aleasing d.o.o., Vogo leasing d.o.o. Analožbe d.o.o. in pridružena družba v Sloveniji Delniški Evropa Vipra Invest ter pridružena družba na Nizozemskem KDSPV1 B.V. in skupaj obvladovana družba v Bosni ASA Abanka leasing d.o.o.

V nadaljevanju je navedenih 10 največjih delničarjev banke ob koncu leta 2007 in njihova udeležba v delniškem kapitalu konec leta 2006.

Tabela 1: Deset največjih delničarjev banke

	31.12.2006			31.12.2007		
	Število delnic	Udeležba v %	Rang	Število delnic	Udeležba v %	Rang
SAVA D.D.	23.749	0,4	24	1.309.966	23,8	1
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D.D.	1.170.028	21,3	1	1.170.028	21,3	2
ZVON ENA HOLDING, D.D.	381.687	6,9	4	943.748	17,2	3
DELNIŠKI VZAJEMNI SKLAD TRIGLAV STEBER I	402.537	7,3	3	402.537	7,3	4
HIT D.D. NOVA GORICA	335.275	6,1	5	335.275	6,1	5
ZAVAROVALNICA TRIGLAV-KRITNI SKLAD	241.575	4,4	8	241.575	4,4	6
DAIMOND D.D.	195.373	3,6	10	195.373	3,6	7
VIPA D.D.NOVA GORICA	124.875	2,3	12	134.875	2,5	8
SLOVENSKA ODŠKODNINSKA DRUŽBA, D.D.	120.298	2,2	13	120.298	2,2	9
VIPA HOLDING D.D.	69.236	1,3	16	79.798	1,5	10
Skupaj 1 do 10	4.052.227	73,7		4.933.473	89,7	
Drugi delničarji	1.447.773	26,3		566.527	10,3	
Skupaj vsi delničarji	5.500.000	100		5.500.000	100	

Vir: Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d. za leto 2007, str. 38.

Deset največjih delničarjev je imelo konec leta 2007 v lasti 4.933.473 delnic oziroma 89,7 odstotka vrednosti celotnega kapitala banke. Največja sprememba v lastniški strukturi Abanke je povečanje lastniškega deleža Save d.d., ki je v letu 2007 kupila 1.286.215 delnic Abanke. S tako velikim nakupom delnic je Sava d.d. postala skoraj četrtinska lastnica Abanke. Lastniški delež Zavarovalnice Triglav d.d. je ostal nespremenjen.

Konec leta 2007 je imela banka 1.053 delničarjev, število delničarjev se je znižalo glede na leto 2006, ko je imela banka 1.132 delničarjev.

2 ANALIZA PANOGE

2.1 MAKROEKONOMSKI PODATKI

Gospodarska rast v Sloveniji se je po letu 2006, ko je znašala 5,7 odstotkov, še povišala in v letu 2007 je bila najvišja v obdobju samostojne države. Rast bruto domačega proizvoda se je v letu 2007 povečala za 0,4 odstotne točke in dosegla 6,1-odstotno rast. S tem je presegla ocenjeno potencialno rast bruto domačega proizvoda, ki je po jesenskih napovedih urada RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR) znašala 5,8 odstotkov. Razlika med rastjo v Sloveniji in rastjo v evroobmočju se je z 2,9 odstotne točke povečala na 3,5 odstotne točke. Tako močna rast slovenskega gospodarstva je bila nad pričakovanji in je posledica hitre rasti bruto investicij. Rast, ki presega ocenjeno rast ponudbene zmogljivosti gospodarstva oziroma potencialno rast, pospešuje inflacijske pritiske agregatnega povpraševanja in vodi v makroekonomsko neravnotežje (Letno poročilo – leto 2007, 2008, str. 14).

Povprečna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je v letu 2007 znašala 3,8 %, s čimer je presegla oceno jesenske napovedi UMAR-ja, ki je znašala 3,4 %. Glede na povprečje leta 2006 se je povišala za 1,3 odstotne točke. Še višja je bila inflacija ob koncu leta, ko je medletna stopnja rasti HICP dosegla 5,7 %. Relativno visoka inflacija je bila posledica ponudbenih šokov, ki odražajo razmere v globalnem gospodarstvu (podražitve hrane, nafte in drugih surovin) in notranjih makroekonomskih dejavnikov. V primerjavi z evroobmočjem so se odstopanja v gibanjih cen močno povečala (Letno poročilo - leto 2007, 2008, str. 18).

V spodnji preglednici so prikazani nekateri pomembnejši makroekonomski kazalniki, ki se nanašajo na splošno gospodarsko okolje v letu 2006 in napoved za naslednja tri leta.

Tabela 2: Pomembnejši makroekonomski kazalci

	2006	2007* ¹	2008*	2009*
RAST BDP ² (v %)	5,7	5,8	4,6	4,1
BDP v mio EUR (tekoče cene in tekoči tečaj)	30.453	33.177	35.953	38.482
STOPNJA BREZPOSELNOSTI po ILO (v %)	6	5	4,9	4,8
PRODUKTIVNOST DELA (v %)	4,5	3,4	3,7	3,5
INFLACIJA - konec leta (v %)	2,8	4,3	2,9	2,7
INFLACIJA - povprečje leta (v %)	2,5	3,4	3,5	2,8

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2007, september 2007, str. 5.

Na rast kreditiranja v veliki meri vplivajo razmere v gospodarstvu. Tako se je visoka gospodarska rast odrazila v naraščajočem povpraševanju podjetij in drugih finančnih organizacij (v nadaljevanju: DFO)³ po bančnih posojilih. Povečanje povpraševanja so spodbujali: intenzivna investicijska dejavnost, financiranje lastniške konsolidacije v gospodarstvu v obliki združitve, prevzemov in MBO⁴ ter financiranje podjetij v državah nekdanje Jugoslavije. Rast posojil nebančnemu sektorju se je v letu 2007 močno zvišala, kljub zviševanju obrestnih mer. Po visoki rasti najbolj izstopa kreditiranje tujine in kreditiranje drugih finančnih organizacij (Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu, november 2007, str. V).

Zaradi nizke rasti vlog, ki so posledica nizkih pasivnih obrestnih mer in visokih donosov na slovenskem kapitalskem trgu v preteklem letu, so banke financirale kreditno rast predvsem s tujimi viri in nekoliko manj kot v letu 2006 s prestrukturiranjem naložb. Delež obveznosti do tujih bank se je močno povečal, kar je posledično povečalo odvisnost od dogajanj na mednarodnih finančnih trgih. Slovenske banke so v odzivu na krizo, povezano s trgom drugorazrednih hipotekarnih posojil v Združenih državah Amerike, kreditne standarde zaostriale manj kot druge banke v evroobmočju.

¹ *Napoved.

² BDP je kratica za bruto domači proizvod.

³ DFO je kratica za druge finančne organizacije. Sem so vključena vsa finančna podjetja, razen bank in centralne banke.

⁴ MBO je kratica za notranji menedžerski odkup podjetja (angl. *Management Buyout*).

Povečalo se je likvidnostno tveganje. Glavni razlog za to je kriza zaupanja na finančnih trgih. Likvidnost zaradi negotovosti sedaj banke stane dražje, saj so povečale povpraševanje na domačem trgu in s tem variabilnost slovenskih obrestnih mer.

Izpostavljenost bank obrestnemu tveganju se hitro zmanjšuje, saj banke vedno bolj prenašajo tveganje na posojilojemalce z naraščanjem deleža posojil z variabilno obrestno mero in z naraščanjem kreditiranja gospodinjstev v švicarskih frankih.

Kreditno tveganje se je povečalo, saj se je med drugim povečala izpostavljenost bank do podjetij v nadpovprečno zadolženi panogi gradbeništva in panogi poslovanja z nepremičninami, hkrati pa se povečuje delež novoodobrenih posojil podjetjem in gospodinjstvom, zavarovanih z vrednostnimi papirji. Dodatni element povečanja kreditnega tveganja je povečanje vsote in števila velikih izpostavljenosti na najvišji ravni v zadnjih letih, kar je vsaj deloma posledica financiranja lastniške konsolidacije v gospodarstvu.

Gibanja na slovenskem kapitalskem trgu so tudi eden izmed razlogov za povečanje tveganja v finančnem sistemu. Indeks SBI20⁵ je v letu 2007 presegel 70-odstotno⁶ letno rast. Zaradi napihnenih tečajev, je velika verjetnost padca tečajev, kar lahko dodatno povzročijo še investicije v certifikate⁷, ki so jih na delnice nekaterih slovenskih podjetij in na indeks SBI20 izdale tuje banke (Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu, november 2007, str. VI).

2.2 BANČNI SISTEM

Ob koncu leta 2007 so imele banke 99,4% tržni delež, merjen z bilančno vsoto, kar je enako kot ob koncu leta 2006, preostali del trga pa so si delile hranilnice (Letno poročilo – leto 2007, 2008, str. 40).

Na dan 31. 12. 2007 je v Sloveniji delovalo 21 bank, od tega 8 hčerinskih bank. Poleg njih so bile prisotne še 3 hranilnice in 3 podružnice tujih bank (avstrijskih in francoske banke). V letu 2007, se je glede na leto 2006 število kreditnih institucij, ki so pod neposrednim nadzorom Banke Slovenije, povečalo za eno banko, ker je bila ustanovljena SID – Slovenska izvozna in razvojna banka d.d., Ljubljana (ki je nastala s preoblikovanjem iz Slovenske izvozne družbe d.d. Ljubljana) (Letno poročilo – leto 2007, 2008, str. 40).

V tabeli 3 so prikazane bilančne vsote in tržni deleži bank v Sloveniji.

⁵ SBI20 je kratica za slovenski borzni indeks, ki ga sestavljajo delnice Krke, Petrola, Telekom Slovenije, Mercatorja, Save, Pivovarne Laško, Nove kreditne banke Maribor, Gorenja, Luke Koper, Heliosa, Intereurope, Aerodroma Ljubljana, Istrabenza, Lesnine in Žita.

⁶ Podatek je pridobljen na Ljubljanski borzi.

⁷ Gre za tvegane izvedene finančne inštrumente.

Tabela 3: Bilančne vsote in tržni deleži bank

Banka	Bilančna vsota (v tisoč EUR)		Rast (v %)		Tržni delež (v %)	
	31.12.2006	31.12.2007	2006/2005	2007/2006	31.12.2006	31.12.2007
	Nova LB d.d. Ljubljana	10.415.794	12.945.034	12,48	24,28	30,8
Nova KB d.d. Maribor	3.669.158	4.218.792	22,64	14,98	10,8	10,0
Abanka Vipa d.d. Ljubljana	2.861.880	3.439.008	15,18	20,17	8,4	8,2
SKB banka d.d. Ljubljana	2.085.499	2.295.677	8,04	10,08	6,2	5,4
UniCredit Banka d.d. Ljubljana	2.187.291	2.132.695	16,16	-2,50	6,5	5,1
Banka Koper d.d. Koper	1.864.590	2.239.211	2,85	20,09	5,5	5,3
Banka Celje d.d. Celje	1.959.737	2.305.449	13,65	17,64	5,8	5,5
Gorenjska banka d.d. Kranj	1.492.156	1.732.976	7,71	16,14	4,4	4,1
Raiffeisen banka d.d. Maribor	957.734	1.259.559	5,62	31,51	2,8	3,0
Hypo Alpe-Adria-bank d.d. Ljubljana	1.132.655	1.906.206	33,57	68,30	3,3	4,5
Probanka d.d. Maribor	804.692	1.041.857	25,59	29,47	2,4	2,5
Poštna banka Slovenije d.d. Maribor	564.992	626.309	10,19	10,85	1,7	1,5
Deželna banka Slovenije d.d. Ljubljana	609.803	756.905	20,35	24,12	1,8	1,8
Banka Sparkasse d.d. Ljubljana	718.547	886.628	55,04	23,39	2,1	2,1
Volksbank-Ljudska banka d.d. Ljubljana	484.778	618.324	17,29	27,55	1,4	1,5
NLB Banka Domžale d.d.	431.374	451.177	8,92	4,59	1,3	1,1
Factor banka d.d. Ljubljana	525.591	630.760	37,23	20,01	1,6	1,5
NLB Koroška banka d.d.	353.201	364.453	7,69	3,19	1,0	0,9
NLB Banka Zasavje d.d.	254.467	257.012	1,20	1,00	0,8	0,6
BAWAG d.d. Ljubljana	384.896	596.297	246,18	54,92	1,1	1,4
SID banka d.d. Ljubljana		1.248.711	0,00	0,00	0,0	3,0
BKS Bank AG Ban. podružnica Ljubljana	97.917	196.194	94,39	100,37	0,3	0,5
Zveza Bank podružnica Ljubljana	11.730	22.776	516,07	94,16	0,0	0,1
RCI Banque Societe anonime, ban.podr.Lj		22.709	0,00	0,00	0,0	0,1
Vse banke in podružnice skupaj	33.868.481	42.194.719	15,64	24,58	100,0	100,0

Vir: Letno poročilo – leto 2007, 2008, str. 43

Največji tržni delež ima Nova LB⁸ d.d. Ljubljana, ki znaša 30,7 %. Abanka ima tržni delež v višini 8,2 %, ki se je glede na leto 2006 zmanjšal za 0,2 odstotni točki. Po tržnem deležu je Abanka tretja največja banka v Sloveniji. Abanka je v letu 2007 glede na leto 2006 povečala bilančno vsoto za 20,17 %. Od bank z višjim tržnim deležem je imela višjo rast bilančne vsote edino Nova LB.

3 METODE VREDNOTENJA

Za vrednotenje podjetij se uporablja več različnih metod, ene izmed njih so bolj primerne od drugih. Metode vrednotenja lahko razvrstimo v šest skupin, najbolj priznane in najpogosteje uporabljene so štiri skupine: metode bilance stanja, metode izkaza poslovnega izida, mešane metode in metoda diskontiranih denarnih tokov (Fernandez, 2004, str. 2). Banke so same po sebi zelo specifične in zaradi tega so tudi metode vrednotenja bank temu prirejene. Ene od metod vrednotenja poslovne banke, so metode vrednotenja poslovne banke kot samostojne investicijske odločitve. Te se delijo na dve temeljni skupini: metode sedanje vrednosti donosov in metode

⁸ LB je kratica za Ljubljansko banko.

multiplikatorjev (Kleindienst, 1999, str. 19). Damodaran (2001a, str. 9) kot eno izmed primernih metod vrednotenja navaja tudi metodo presežne donosnosti.

3.1 METODE SEDANJE VREDNOSTI DONOSOV

Metode sedanje vrednosti donosov so teoretično najprimernejše metode vrednotenja naložb. Temeljijo na načelu sedanje vrednosti, po kateri je vrednost sredstva enaka sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov tega sredstva (Damodaran, 2001b, str. 2).

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

kjer je:

- n življenjska doba naložbe;
- CF_t denarni tok v obdobju t;
- r diskontna stopnja, ki odraža tveganje pričakovanih denarnih tokov.

Osnovno načelo sedanje vrednosti je predpostavka, da je zaradi časovnih preferenc ekonomskih subjektov »koristnost danes porabljene denarne enote večja od koristnosti denarne enote, ki bo porabljena v prihodnje« (Mramor, 1991, str. 36).

Obstajajo trije osnovni pristopi na osnovi diskontiranih denarnih tokov, vendar se podrobneje posvetimo pristopu, kjer se vrednoti kapital navadnih delničarjev. Metode znotraj tega pristopa se razlikujejo predvsem po tem, kaj nastopa v števcu enačbe ter po pričakovani stopnji rasti števca (Kleindienst, 1999, str. 20).

3.1.1 Dividendni model

Ta model je najenostavnejši način vrednotenja lastniškega kapitala na osnovi denarnih tokov, ki predpostavlja, da delnico obdržimo za vedno in dividende predstavljajo ves denarni tok. V tem modelu v števcu zgoraj zapisane enačbe 1, nastopa pričakovana dividenda na delnico.

Pomanjkljivost te enačbe je to, da zahteva natančno napoved dividend za vsako razdobje v neskončnost. To pomanjkljivost odpravljajo različice tega modela, ki omogočajo napovedovanje dividend pod različnimi stopnjami rasti. Pod te različice spadata model enakomerne stopnje rasti dividend, kjer se uporabi Gordonov dividendni model in dvostopenjski dividendni model. Dvostopenjski dividendni model je primeren zlasti za vrednotenje manjših agresivnih bank. (Kleindienst, 1999, str. 21).

3.1.2 Metoda prostih denarnih tokov navadnim delničarjem

Vrednost banke, ocenjena na podlagi metode prostega denarnega toka navadnim delničarjem, je običajno višja od vrednosti, ocenjene s pomočjo dividendnega modela, čeprav bi v teoriji morali

dati metodi enako vrednost. Ti metodi sta si med seboj podobni, s to razliko, da v števcu enačbe 1 namesto dividend nastopajo prosti denarni tokovi navadnim delničarjem.

V spodnji preglednici je prikazana Copelandova, Kollerjeva in Murrinova (2000, str. 430) definicija prostega denarnega toka navadnim delničarjem poslovne banke.

Tabela 4: Definicija prostega denarnega toka navadnim delničarjem poslovne banke

Izkaz poslovnega izida	Bilanca stanja	
Obrestni prihodki	Neto odplačana posojila	Nova dana posojila
+Prihodki od provizij	+Povečanje vlog	+Povečanje vrednostnih papirjev
-Obrestni odhodki	+Povečanje zunanjega dolga	+Povečanje terjatev do kupcev
-Oblikovanje rezervacij za slaba posojila	+Povečanje drugih obveznosti	+Povečanje drugih sredstev
+Ostali neobrestni prihodki	+Povečanje obveznosti do dobaviteljev	+Povečanje neto opredmetenih sredstev
-Neobrestni odhodki (vključno z amortizacijo)		-Zmanjšanje vlog
+Dobiček (izguba) iz tečajnih razlik		-Zmanjšanje zunanjega dolga
-Davki		
=Čisti dobiček		
+Izredne postavke		
+Amortizacija		
Denarni tok iz poslovanja	+Viri	-Uporaba
= Prosti denarni tok navadnemu lastniškemu kapitalu		

Vir: Copeland et al., Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, 2000, str. 430.

Prosti denarni tok navadnim delničarjem je torej »čisti dobiček plus nedenarni stroški manj denarni tok potreben za rast bilance stanja« (Copeland et al., 2000, str.429).

V zgornji definiciji so nekatere postavke, ki se za banko zdijo neprimerne, kot recimo povečanje obveznosti do dobaviteljev in povečanje terjatev do kupcev. Izračun prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu, ki sledi v nadaljevanju, ni čisto enak tej opredelitvi, ampak je smiselno prirejen.

Metoda prostih denarnih tokov navadnim delničarjem je primerna za vrednotenje bank, katerih dividende so dlje časa občutno višje ali nižje od ustvarjenega prostega denarnega toka navadnim delničarjem (Kleindienst, 1999, str. 25).

3.2 METODE MULTIPLIKATORJEV

Metodam multiplikatorjev je skupno, da vrednost banke ocenjujejo na podlagi primerjave določenega multiplikatorja banke z vrednostjo multiplikatorja sorodnih bank. V števcu multiplikatorja nastopa tekoča tržna cena delnice, v imenovalcu pa različni podatki, katere hočemo primerjati s primerljivimi bankami. Vrednost banke se nato oceni z množenjem multiplikatorja sorodnih bank s pričakovano vrednostjo imenovalca multiplikatorja za banko v naslednjem obdobju (Kleindienst, 1999, str. 39).

Na splošno so za vrednotenje metode sedanje vrednosti bolj priporočljive od metod relativnega vrednotenja. Te naj bi služile predvsem kot dopolnilo metod sedanje vrednosti, ne pa kot njihov nadomestek.

4 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE ABANKE

Namen vrednotenja na dan 31.12.2007 je oceniti vrednost delnice na podlagi manjšinskega deleža v lastniškem kapitalu Abanke.

Za vrednotenje delnice sem uporabil štiri metode:

- Metodo prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu,
- Dividendni model,
- Model presežne donosnosti, ki temelji na presežni donosnosti v obdobju visoke rasti in preostale vrednosti
- Metodo primerljivih podjetij, ki temelji na ceni delnic bank v Sloveniji in JV Evropi, s katerimi se javno trguje

Vse štiri metode vrednotenja temeljijo na javno dostopnih podatkih, ki so dostopni na spletu.

Ker ocenjujem podjetje, ki ne kotira na borzi, moram pri ocenjevanju vrednosti delnice upoštevati odbitek za pomanjkanje tržnosti. Delnica, ki ne kotira na borzi, se težje proda kot delnica, ki kotira na borzi. Poleg tega, se proda z višjimi stroški in v daljšem časovnem obdobju. Pri določanju odbitka za pomanjkanje tržnosti izhajam iz študije delnic z omejeno prenosljivostjo, ki so jo izvedli Pratt, Reilly in Schweih (2000, str. 403). Te avtorji navajajo, da je višina diskonta med 0 % in 30 % z mediano 9 %. Glede na te študije sem določil odbitek v višini 9 %, ker se z delnicami Abanke opravlja kar nekaj poslov. Zato sem določil odbitek v višini mediane raziskav.

4.1 METODA PROSTIH DENARNIH TOKOV LASTNIŠKEMU KAPITALU

Metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu je ena izmed metod, ki so največkrat uporabljene za vrednotenje. Pri tej metodi je vrednost kapitala enaka ustvarjenim denarnim tokovom, ki se jih diskontira po stopnjah, ki odražajo tveganje denarnih tokov (Damodaran, 2001b, str. 3):

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} \quad (2)$$

kjer je:

V	vrednost kapitala;
$FCFE_t$	pričakovani denarni tok navadnim delničarjem v obdobju t ;
k_e	tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala.

Vrednost prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu po eksplicitnem obdobju napovedovanja imenujemo preostala vrednost (angl. Terminal Value). V praksi je bila razvita preprosta formula za izračun preostale vrednosti, ki olajša napovedovanje denarnih tokov v zelo oddaljeni prihodnosti podjetja in izhaja iz modela enakomerne rasti dividend (Damodaran, 2001c, str. 19):

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g_n} \quad (3)$$

kjer je:

TV	preostala vrednost;
$FCFE_{n+1}$	prosti denarni tok v prvem letu po eksplicitnem obdobju;
g_n	rast prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu;
k_e	strošek lastniškega kapitala.

4.1.1 Diskontni faktor

Z diskontnim faktorjem, ki odraža celoten strošek financiranja sredstev, diskontiramo denarne tokove v prihodnosti. Za končni strošek kapitala moramo izračunati stroške dolga in stroške kapitala, pri tem pa se vsakemu od omenjenih stroškov nameni različno utež, ki je odvisna od finančne strukture podjetja. Za diskontiranje prihodnjih prostih denarnih tokov moramo izračunati tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. WACC – *Weighted Average Cost of Capital*) (Copeland et al., 2000, str. 202).

Tehtano povprečje stroškov kapitala izračunamo po spodnji enačbi:

$$WACC = k_d(1-t)\frac{D}{V} + k_p\frac{P}{V} + k_e\frac{E}{V} \quad (4)$$

kjer je:

k_d	strošek dolga pred davki;
k_p	strošek prednostnega kapitala;
k_e	strošek navadnega kapitala;
t	davčna stopnja podjetja;
D	vrednost dolga;
P	vrednost prednostnega kapitala;
E	vrednost navadnega kapitala;
V	vrednost celotnega kapitala.

Ker se za ocenjevanje bank uporablja metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu, je diskontni faktor samo strošek lastniškega kapitala. Strošek dolga se ne upošteva v izračunu.

Izračun stroška lastniškega kapitala se v praksi poskuša ocenjevati s pomočjo modela CAPM (angl. *Capital Asset Pricing Model*). Zahtevana stopnja donosa delnic po modelu CAPM je enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za sistematično tveganje te naložbe (Copeland et al., 2000, str. 215):

$$k_e = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta \quad (5)$$

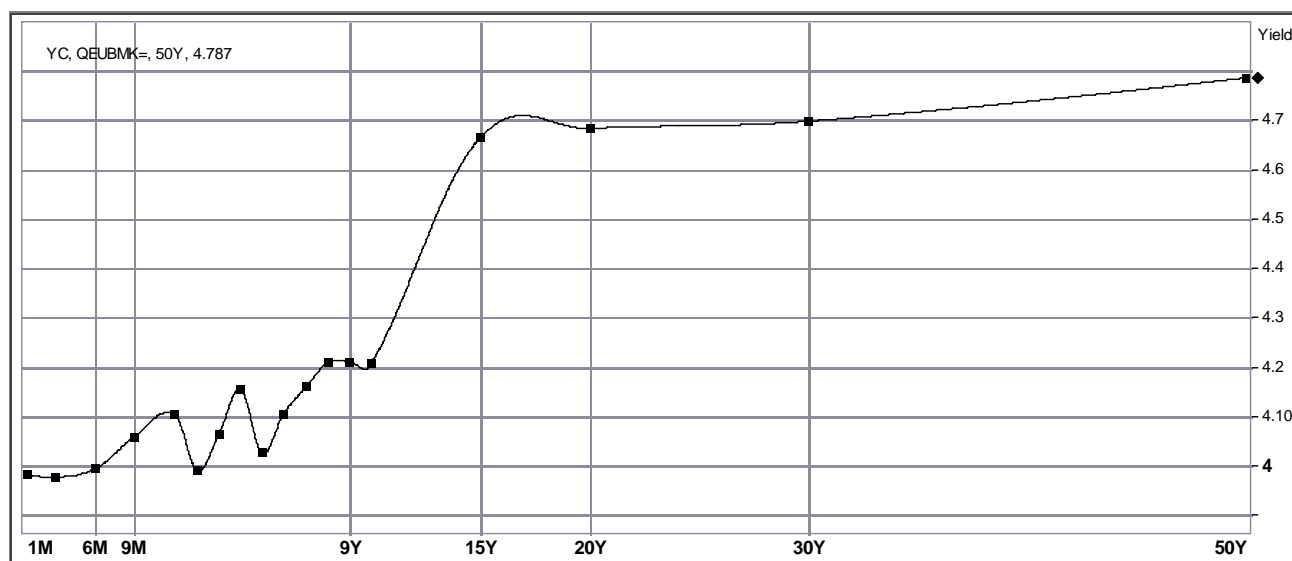
kjer je:

- k_e - strošek navadnega kapitala;
- $E(r_m)$ - pričakovana stopnja donosa celotnega tržnega portfelja;
- $[E(r_m) - r_f]$ - tržna premija za tveganje;
- r_f - netvegana obrestna mera;
- β - sistematično tveganje.

Netvegana mera donosa

To je mera donosa, pri kateri ni nikakršnega tveganja. Za izračun netvegane obrestne mere, je uporabljena krivulja donosnosti, ki napoveduje prihodnje obrestne mere za euro. V teoriji se velikokrat pojavlja kot netvegana obrestna mera za slovenski trg kar desetletna nemška državna obveznica. Obveznica ni povsem brez tveganja, kar se dobro kaže v sedanjih razmerah na trgu. Zaradi teh pomislekov sem se odločil za prihodnje obrestne mere za euro. Ta napoved je vidna v spodnji sliki.

Slika 1: Krivulja donosnosti eura



Vir: *Yield Curves, 2008.*

Koeficient beta

Koeficient beta nam pove, kolikšna je korelacija med donosom delnice in donosnostjo trga, na katerem kotira delnica. Pri netržnih delnicah se beta ne more izračunati, zato se kot približek uporabi povprečje v panogi. Pri izračunu je uporabljena beta, ki izhaja iz povprečne bete 504 bank po podatkih Damodarana⁹ za ameriški trg. Povprečna beta znaša 0,96.

Tržna premija za tveganje

Najobičajnejši način določanja pribitka za tržno tveganje je na osnovi zgodovinskih podatkov. Tako tržna premija za tveganje izhaja iz geometrijskega povprečja dolgoročne tržne premije za tveganje 40 letnega obdobja po podatkih Damodarana¹⁰ za ameriški trg. Tako premija za tveganje razvitega kapitalskega trga znaša 4,75 %.

Pribitek za deželno tveganje

Ene države so bolj razvite od drugih. Zato je v manj razvitih državah tveganje višje. Zaradi večjega tveganja v Sloveniji, je k diskontnemu faktorju prištet pribitek za deželno tveganje v višini 0,75 %. Višina pribitka izhaja iz podatkov Damodarana¹¹ za Slovenijo.

Z uporabo zgoraj opisanih podatkov, se po CAPM modelu lahko naredi izračun stroška navadnega kapitala, ki je viden spodaj.

$$k_e = 4,01\% + 4,75\% * 0,96 = 8,57\%$$

S tem izračunom je dobljen strošek lastniškega kapitala enak 8,57 %. Temu prištejemo še pribitek za deželno tveganje, ki je opisan zgoraj, v višini 0,75 %.

$$k_e = 8,57\% + 0,75\% = 9,32\%$$

Strošek lastniškega kapitala za Abanko s upoštevanjem pribitka za deželno tveganje je tako enak 9,32 %.

4.1.2 Izračun vrednosti

Za izračun prostih denarnih tokov potrebujemo prihodnje vrednosti vseh parametrov v izračunu prostega denarnega toka. Izračuni prihodnjih vrednosti čistega dobička, amortizacije, oslabitev in rezervacij so vidni v (prilogi C). Ti parametri so napovedani glede na gibanje v preteklih treh letih in prilagojeni na razmere na trgu. Zaradi slabih razmer na trgu lahko pričakujemo, da dobiček ne bo rasel enako kot v zadnjih treh letih, ko se je od leta 2005 do leta 2007 več kot

⁹ Podatek je pridobljen iz dokumenta Total Beta by Industry Sector [Damodaran On-Line].

¹⁰ Podatek je pridobljen iz dokumenta Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States [Damodaran On-Line].

¹¹ Podatek je pridobljen iz dokumenta Risk Premiums for Other Markets [Damodaran On-Line].

podvojil. Ocenjena rast dobička od leta 2008 do leta 2012 je tako enaka napovedani nominalni rasti BDP, po jesenskih napovedih UMAR-ja za leto 2008. Napoved prihodnjih vlog in kreditov izhaja iz raziskav analitskega oddelka Raiffeisen banke (Raiffeisen Research, 2007, str. 22), ki napovedujejo povprečno letno rast kreditov v % BDP za Jugovzhodno Evropo v višini 7,3 %. Vloge so višje glede na kredite. Toda zaradi kreditne krize in manjše kupne moči slovenskega prebivalstva pričakujem nižjo rast, v prihodnjem letu pa celo padeč vlog, zaradi privajanja prebivalstva na podražitve. Za naslednji dve leti je napoved BDP-ja vzeta iz jesenske napovedi UMAR-ja. Potem pa je vsako leto linearno znižana do stabilne realne rasti 2,9 %¹², ki sem jo ocenil glede na realno letno rast BDP-ja v Evropski Uniji.

Na podlagi teh napovedi so v spodnji preglednici prikazane sedanje vrednosti prostih denarnih tokov, ki jih dobimo tako, da proste denarne tokove delimo z diskontnim faktorjem.

Tabela 5: Sedanja vrednost prostega denarnega toka

	<i>v 000 EUR</i>				
	2008	2009	2010	2011	2012
Čisti dobiček poslovnega leta	44.172	48.081	52.346	56.915	61.806
Plus: Amortizacija	7.225	7.839	8.505	9.228	10.013
Plus: Oslabitve	12.073	13.099	14.212	15.420	16.731
Plus: Rezervacije	1.000	1.085	1.177	1.277	1.386
Plus: Povečanje vlog	-101.354	115.726	101.745	89.433	75.576
Manj: Povečanje kreditov	-147.391	-117.769	-102.824	-89.628	-120.542
Prosti denarni tok (FCFE)	-182.267	70.070	77.172	84.657	46.981
diskontni faktor	1,09	1,19	1,30	1,42	1,55
Sedanja vrednost prostih denarnih tokov (FCFE)	-166.730	58.934	59.370	59.469	30.383

Vir: Lastni izračuni

Za naslednjih pet let je potrebno sešteti sedanjo vrednost prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu, ki znaša 41.428 tisoč EUR. Po izračunu vsote sedanje vrednosti prostih denarnih tokov za naslednjih pet let, ji je potrebno prišteti še sedanjo vrednost preostale vrednosti. Stopnja rasti v neskončnost je v teoriji med 0 in 3 odstotki. Glede na dobro poslovanje banke je uporabljenih 2,9 %, saj je taka letna rast BDP-ja v Evropski Uniji v letu 2007. Rast banke pa v neskončnost tudi ne more biti višja od gospodarske rasti, saj bi to pomenilo, da bo nekoč ta banka večja od gospodarstva, v katerem deluje.

Po enačbi 3 lahko izračunamo preostalo vrednost, njen izračun je viden spodaj.

$$TV = \frac{46.981.000 \times (1 + 0,029)}{(0,0919 - 0,029)} = 768.205.000$$

Preostala vrednost znaša 768.205 tisoč EUR. To vrednost je potrebno diskontirati z diskontnim faktorjem v višini 1,69 in tako dobimo sedanjo vrednost preostale vrednosti v višini 453.219 tisoč

¹² Podatek je pridobljen iz dokumenta European Union Profile [U.S. Department of State].

EUR. Glede na narejene izračune je v spodnji preglednici je prikazana ocenjena vrednost lastniškega kapitala.

Tabela 6: Sedanja vrednost lastniškega kapitala po modelu prostih denarnih tokov

	v 000 EUR
Vsota sedanje vrednosti prostih denarnih tokov (FCFE)	41.428
Sedanja vrednost preostale vrednosti	453.219
Sedanja vrednost lastniškega kapitala	494.647

Vir: Lastni izračuni

Zaradi vrednotenja banke, ki ne trguje na organiziranem trgu, je potrebno od dobljene sedanje vrednosti lastniškega kapitala odšteti še diskont za pomanjkanje tržnosti v višini 9 %. Diskont je predstavljen na strani 9. Dobljeno vrednost lastniškega kapitala, ki je popravljena za odbitek za pomanjkanje tržnosti, je potrebno deliti s številom vseh delnic, tako da se dobi ocenjena vrednost delnice.

Tabela 7: Ocena vrednosti delnice po modelu prostih denarnih tokov

	v 000 EUR
Sedanja vrednost lastniškega kapitala	494.647
Manj: Diskont za pomanjkanje tržnosti (9%)	44.518
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala, popravljena za odbitek za pomanjkanje tržnosti	450.129
Število delnic, ki se ocenjuje (brez LD)	5.488.130
Ocenjena vrednost delnice	82,0

Vir: Lastni izračuni

Z vrednotenjem po modelu prostih denarnih tokov je ocenjena vrednost delnice na dan 31.12.2007, zmanjšana za diskont za pomanjkanje tržnosti, enaka 82 EUR.

Na vrednost delnice vplivata zahtevana donosnost lastniškega kapitala in stopnja rasti, ki ju je težko oceniti. Zato je narejena še analiza občutljivosti vrednosti delnice na ti dve spremenljivki. Rezultati analize občutljivosti so predstavljeni v spodnji preglednici.

Tabela 8: Analiza občutljivosti

	v EUR		
k_e/g_n	2,50%	2,90%	3,50%
8,30%	92,8	99,5	111,6
9,30%	75,6	82,0	88,2
10,30%	62,8	66,1	71,8

Vir: Lastni izračuni

kjer je:

k_e strošek navadnega kapitala;
 g_n rast.

Zgornja tabela kaže, da se že ob majhni spremembi stopnje rasti ali stroška kapitala zelo spremeni ocenjena vrednost delnice z uporabo modela prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu.

4.2 DIVIDENDNI MODEL

Banke prehajajo skozi značilna obdobja. Tako se lahko nahajajo bodisi v začetnih obdobjih življenjskega cikla oziroma v fazi visoke rasti ali v težavah. V obeh primerih pa se pričakuje, da bodo po določenem obdobju dosegle fazo stabilnosti. Model temelji na dveh obdobjih rasti dividend. To je na obdobju neenakomerne rasti, ki je lahko nadpovprečna ali podpovprečna in na obdobju stabilne rasti. Za banke, ki imajo obdobje neenakomerne rasti in obdobje stabilne rasti se vrednost delnice lahko oceni s sledečo formulo (Damodaran, 2001d, str. 8):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})^n}, \text{ kjer } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)} \quad (6)$$

kjer je:

- DPS_t - pričakovana dividenda na delnico v letu t ;
- $k_{e,hg}$ - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala v obdobju neenakomerne rasti;
- $k_{e,st}$ - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala v obdobju stabilne rasti;
- g_n - pričakovana stopnja rasti dividend v obdobju stabilne rasti.

Pričakovano stopnjo rasti dividend izračunamo tako, da pomnožimo donos na kapital in delež zadržanega dobička (Damodaran, 2001a, str. 17).

Pričakovana stopnja rasti = Donos na kapital * Delež zadržanega dobička

$$g_n = 15,6\% * (1 - 15,1\%) = 13,3\%$$

Za izračun pričakovane stopnje rasti je bil uporabljen donos na kapital v letu 2007 in delež zadržanega dobička, ki je izračunan na podlagi deleža namenjenega za izplačilo dividend. Od kapitala, ki je podan v bilanci stanja, je odštet inovativni inštrument¹³ v višini 117 milijonov, ker bo Abanka ta podrejen dolg v desetih letih odplačala. Spodaj je viden izračun deleža namenjenega za izplačilo dividend, ki je uporabljen v zgornji enačbi.

Delež namenjen za izplačilo dividend = Dividende / Čisti dobiček

$$\text{Delež namenjen za izplačilo dividend} = 5.541.000 / 36.810.000 = 15,1\%$$

Abanka 15,1 % svojega letnega dobička nameni za izplačilo dividend lastnikom.

¹³ Inovativni inštrument je podrejeno posojilo, ki je bilo financirano z izdajo obveznic, imenovanih »loan participation notes«, ki jih je izdalo nizozemsko podjetje, ustanovljeno posebej za potrebe tega posla (Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d. za leto 2007, 2008, str. 151).

Sedanja vrednost dividend na delnico je izračunana tako, da čisti dobiček na delnico pomnožimo z deležem namenjenim za izplačilo dividend in tako dobimo dividendo na delnico. Potem pa te dividende na delnico še diskontiramo na sedanjo vrednost.

V spodnji preglednici so prikazane sedanje vrednosti dividend za obdobje visoke rasti, ki je izračunana zgoraj.

Tabela 9: Sedanja vrednost dividend za obdobje visoke rasti

	2008	2009	2010	2011
Pričakovana stopnja rasti	13,27%	13,27%	13,27%	13,27%
Čisti dobiček na delnico	8,05	9,12	10,33	11,70
Delež čistega dobička izplačan v obliki dividend	15,05%	15,05%	15,05%	15,05%
Dividenda na delnico	1,21	1,37	1,55	1,76
Stroški kapitala	9,32%	9,04%	9,14%	9,23%
Sedanja vrednost dividend	1,11	1,15	1,20	1,24

Vir: Lastni izračuni

Po preteku štirih let se pričakuje, da bo Abanka rasla z nižjo pričakovano stopnjo. To stopnjo se vsako leto linearno zniža iz 13,3 % na 5 %. Za bolj stabilne banke je pričakovano, da imajo visok delež dobička namenjen za izplačilo dividend in tako je za pričakovati tudi pri Abanki, ker počasi prehaja v stabilno fazo. Določitev deleža dobička namenjenega za izplačilo dividend izhaja iz podatkov Damodarana¹⁴ za ameriški trg, kjer je povprečni delež dobička namenjen za izplačilo dividend za 504 banke na ameriškem trgu enak 48,3 %. Tako se delež dobička namenjenega za izplačilo dividend v naslednji štirih letih, poveča vsako leto linearno iz začetnih 15,1 % na 48,3 %.

V spodnji preglednici so prikazane sedanje vrednosti dividend za prehodno obdobje, ko pričakovana stopnja donosa pade iz 13,3 % na 5 % in deleže dobička namenjenega za izplačilo dividend naraste iz 15,1 % na 48,3 %.

Tabela 10: Sedanja vrednost dividend za prehodno obdobje

	2012	2013	2014	2015
Pričakovana stopnja rasti	11,20%	9,13%	7,07%	5,00%
Čisti dobiček na delnico	13,01	14,20	15,20	15,96
Delež čistega dobička izplačan v obliki dividend	23,37%	31,70%	40,02%	48,34%
Dividenda na delnico	3,04	4,50	6,08	7,71
Stroški kapitala	9,11%	9,19%	9,27%	9,32%
Sedanja vrednost dividend	1,97	2,65	3,27	3,78

Vir: Lastni izračuni

V času stabilne rasti se pričakuje, da bodo čisti dobiček in dividende rasle po stalni stopnji v višini 2,9 %, ki je ocenjena v višini stopnje rasti gospodarstva Evropske unije. Za oceno preostale

¹⁴ Podatek je pridobljen iz dokumenta Dividend Policy Trade off Variables by Industry [Damodaran On-Line].

vrednosti moramo prihodnje dividende diskontirati s stroški kapitala (Damodaran, 2001a, str. 20), izračun je narejen po enačbi 6.

$$P_n = \frac{7,71 \times (1 + 0,029)}{(0,0932 - 0,029)} = 123,7$$

Preostala vrednost pridobljena v zgornjem izračunu, znaša 123,7 EUR na delnico, to vrednost je potrebno diskontirati z diskontnim faktorjem v višini 2,04, da dobimo sedanjo vrednost preostale vrednosti, ki znaša 60,7 EUR.

Končna ocena je vsota sedanje vrednosti dividend v obdobju visoke rasti, sedanje vrednosti dividend v prehodnem obdobju in preostale vrednosti. Izračun končne ocene na delnico je prikazan v spodnji preglednici.

Tabela 11: Vrednost delnice ocenjena z dividendnim modelom

Sedanja vrednost v obdobju visoke rasti	4,7
Sedanja vrednost v prehodnem obdobju	11,7
Preostala vrednost	123,7
Vrednost delnice	77,0
Manj: odbitek za pomanjkanje tržnosti (9 %)	6,9
Vrednost delnice	70,1

Vir: Lastni izračuni

Vrednost delnice ocenjena z dividendnim modelom na dan 31.12.2007, zmanjšana za diskont za pomanjkanje tržnosti, znaša 70,1 €.

4.3 METODA PRESEŽNE DONOSNOSTI

V tej metodi je vrednost podjetja lahko izračunana, kot vsota trenutno investiranega kapitala v podjetju in sedanje vrednosti presežne donosnosti, ki jo podjetje pričakuje v prihodnosti. (Damodaran, 2001a, str. 26)

Vrednost kapitala = trenutno investiran kapital + sedanja vrednost pričakovane presežne donosnosti

V spodnji preglednici je prikazan izračun sedanje vrednosti presežne donosnosti kapitala. Za izračun presežne donosnosti kapitala moramo napovedati čisti dobiček, od katerega odštejemo stroške kapitala v absolutnem znesku. Te dobimo tako, da začetno knjigovodsko vrednost kapitala pomnožimo z relativnimi stroški kapitala, ki so izračunani po CAPM modelu in ta izračun je prikazan na strani 13. Začetna knjigovodska vrednost kapitala je razvidna v bilanci stanja, kateri je odštet inovativni inštrument v višini 117 milijonov, ker ta po vsebini ne spada v kapital. Za knjigovodske vrednosti kapitala v naslednjih letih je potrebno vrednosti iz prejšnjega leta prišteti zadržani dobiček. Zadržani dobiček je dobljen tako, da od napovedanega čistega

dobička odštejemo znesek namenjen za izplačilo dividend, ki je izračunan ob upoštevanju enakega deleža čistega dobička namenjenega za izplačilo dividend, kot v letu 2007.

Tabela 12: Sedanja vrednost presežne donosnosti

	<i>V 000 EUR</i>				
	2008	2009	2010	2011	2012
Čisti dobiček	44.172	48.081	52.346	56.915	61.806
Stroški kapitala (poglej spodaj)	-25.538	-28.162	-32.192	-36.631	-40.550
Presežna donosnost kapitala	18.634	19.919	20.154	20.284	21.255
Zahtevan donos	1,09	1,19	1,30	1,42	1,55
Sedanja vrednost	17.046	16.753	15.505	14.249	13.746
Ocena letnih stroškov kapitala					
Začetna KV kapitala (poglej spodaj)	274.039	311.561	352.405	396.871	445.218
Stroški kapitala	9,32%	9,04%	9,14%	9,23%	9,11%
Absolutni stroški kapitala	25.538	28.162	32.192	36.631	40.550
Ocena knjigovodske vrednosti kapitala					
Donos na kapital	16,12%	15,43%	14,85%	14,34%	13,88%
Čisti dobiček	44.172	48.081	52.346	56.915	61.806
Delež čistega dobička izplačan v obliki dividend	15,05%	15,05%	15,05%	15,05%	15,05%
Izplačilo dividend	6.649	7.238	7.880	8.567	9.304
Zadržani dobiček	37.523	40.843	44.466	48.347	52.502

Vir: Lastni izračuni

Po preteku petih let pričakujemo, da bo čisti dobiček rasel 2,9 % na leto. S tem lahko izračunamo knjigovodsko vrednost kapitala na začetku leta 2013.

$$NI_{2013} = NI_{2012} * (1 + g_n)$$

$$NI_{2013} = 61.806.000 * (1 + 2,9\%) = 63.598.000 \text{ €}$$

Čisti dobiček v letu 2013 znaša 63.598 tisoč EUR. S tem podatkom se lahko dobi knjigovodsko vrednost kapitala na začetku leta 2013, katere izračun je viden spodaj.

$$BV_{2013} = NI_{2013} / ROE_{2012}$$

kjer je:

BV_{2013}	knjigovodska vrednost kapitala v letu 2013 (angl. <i>Book Value</i>);
NI_{2013}	čisti dobiček v letu 2013 (angl. <i>Net Income</i>)
ROE_{2012}	donos na lastniški kapital v letu 2012 (angl. <i>Return on Equity</i>).

$$BV_{2013} = 63.598.000 / 13,88\% = 458.129.750 \text{ €}$$

Izračunana knjigovodska vrednost kapitala v letu 2013 znaša 458.130 tisoč EUR. Za izračun potrebujemo donosnost na lastniški kapital v prejšnjem letu, ki ga izračunamo tako, da vrednost čistega dobička delimo s knjigovodsko vrednostjo kapitala. Preostalo vrednost presežne donosnosti lahko izračunamo kot:

$$TV = \frac{NI_{2013} - k_{e2013} \times BV_{2013}}{k_e - g_n} \quad (8)$$

Spodaj prikazujem izračun preostale vrednosti, ki jo je potrebno diskontirati na sedanjo vrednost.

$$TV = \frac{63.598.000 - 0,0919 \times 458.129.750}{0,0919 - 0,029} = 341.366.260$$

Vrednost kapitala je vsota treh komponent: knjigovodske vrednosti kapitala investiranega danes, sedanje vrednosti presežne donosnosti za naslednjih pet let in sedanje vrednosti preostale vrednosti kapitala (Damodaran, 2001a, str. 30). Ta izračun je prikazan v spodnji preglednici.

Tabela 13: Vrednost lastniškega kapitala po modelu presežne donosnosti

	v 000 EUR
Knjigovodska vrednost investiranega kapitala	274.039
Sedanja vrednost presežne donosnosti	77.299
Sedanja vrednost preostale vrednosti	201.396
Vrednost lastniškega kapitala	552.734

Vir: Lastni izračuni

Za oceno vrednosti delnice je potrebno dobljeno vrednost lastniškega kapitala deliti s številom vseh delnic brez lastnih delnic. Tako dobimo vrednost lastniškega kapitala na delnico in posledično ocenjeno vrednost delnice. Izračun ocene vrednosti delnice je viden v spodnji preglednici.

Tabela 14: Vrednost delnice ocenjena z modelom presežne donosnosti

	v 000 EUR
Vrednost lastniškega kapitala	552.734
Manj: Diskont za pomanjkanje tržnosti (9 %)	49.746
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	502.988
Število delnic	5.488.130
Vrednost delnice	91,7

Vir: Lastni izračuni

Ocenjena vrednost delnice z metodo presežnih donosnosti na dan 31.12.2007 zmanjšana za diskont za pomanjkanje tržnosti znaša 92 €.

4.4 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ

S to metodo se ocenjuje vrednost delnice na podlagi izbranih večkratnikov. Tržna vrednost lastniškega kapitala (TVK) / Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala (KV) ali drugače poznana kot večkratnik P/B¹⁵ je eden izmed najpogosteje uporabljenih večkratnikov za vrednotenje bank. Tržna vrednost lastniškega kapitala / Celotna sredstva, Tržna vrednost lastniškega kapitala / Depoziti strank, Tržna vrednost lastniškega kapitala / Krediti strankam, te trije večkratniki so specifični za banke. Pomembni so zato, ker je to osnovna dejavnost banke. Uporablja se še večkratnik Tržna vrednost lastniškega kapitala / Čisti dobiček pred davki, ki je boljše poznan kot večkratnik P/E¹⁶. Zaradi primerjave med različnimi državami, ki imajo različne davčne sisteme, se namesto dobička uporablja dobiček pred davki. Srednja vrednost teh večkratnikov je izračunana iz vzorca primerljivih bank, z delnicami katerih se trguje na organiziranem trgu kapitala (Bezljaj, 2006, str. 66).

V vzorec sta izbrani dve banki iz Slovenije (Nova kreditna banka Maribor, Nova ljubljanska banka), tri banke iz Srbije (Agrobanka, Metals banka, AIK banka) in po ena banka iz Hrvaške (Zagrebačka banka) ter Bosne in Hercegovine (ABS banka). Z vsemi delnicami se trguje na organiziranem trgu, edino Nova ljubljanska banka še ne trguje na borzi. Zato sem za ceno njene delnice upošteval vrednost s katero se bo dokapitalizirala. Izbrane banke so primerne za primerjavo z Abanko, ker delujejo na primerljivem geografskem območju in so svetovno gledano vse bolj majhne banke. Vsi izračuni finančnih kazalnikov temeljijo na javno dostopnih podatkih za leto 2007, ki sem jih primerjal z vrednostmi teh kazalnikov za Abanko (priloga B).

Tabela 15: Ocenjena vrednost delnice z modelom primerljivih podjetij

	<i>v 000 EUR</i>				
	KV ¹⁷	Celotna sredstva	Depoziti strank	Krediti strankam	Čisti dobiček pred davki
Abanka Vipava d.d.	353.182	3.517.074	1.801.051	2.620.990	47.712
					TVK/Čisti dobiček pred davki
Večkratnik tržne vrednosti kapitala	TVK¹⁸/KV	TVK/Celotna sredstva	TVK/Depoziti strank	TVK/Krediti strankam	dobiček pred davki
Multiplikator ¹⁹	2,37	0,44	0,71	0,79	14,55
Vrednost lastniškega kapitala na tržni osnovi	837.178	1.560.093	1.287.235	2.073.396	694.315
Manj: Diskont za pomanjkanje tržnosti (9 %)	75.346	140.408	115.851	186.606	62.488
Ocena vrednosti lastniškega kapitala na tržni osnovi	761.832	1.419.684	1.171.383	1.886.791	631.827
Število delnic	5.488.130	5.488.130	5.488.130	5.488.130	5.488.130
Vrednost delnice	138,8	258,7	213,4	343,8	115,1

Vir: Lastni izračuni

¹⁵ P/B je kratica za cena delnice / knjigovodska vrednost delnice (angl. *Price to book*).

¹⁶ P/E je kratica za cena delnice/ dobiček na delnico (angl. *Price over earnings*).

¹⁷ KV je kratica za knjigovodska vrednost kapitala.

¹⁸ TV je kratica za tržna vrednost kapitala.

¹⁹ Glej prilogo B.

V zgornji preglednici je prikazana ocenjena vrednost na delnico z metodo primerljivih podjetij, ki temelji na podlagi finančnih kazalcev. Na koncu je zmanjšana še za diskont za pomanjkanje tržnosti v višini 9 %.

Potrebno je narediti še povprečno oceno vrednosti delnice na podlagi teh kazalcev. Zaradi velikega odstopanja ocenjene vrednosti pri treh večkratnikih, je za končni izračun narejeno povprečje med večkratnikoma TKV/KV in TKV/čisti dobiček pred davki.

$$\text{Povprečno vrednost delnice} = (138,8 + 115,1) / 2 = 127 \text{ €}$$

Z uporabo metode primerljivih podjetij je na dan 31.12.2007 dobljena vrednost delnice v višini 127 €.

5 KONČNA OCENA VREDNOSTI DELNICE

V teoriji so za vrednotenje bank metode sedanje vrednosti bolj priporočljive od metod primerjalnega vrednotenja. Te naj bi služile predvsem kot dopolnilo metod sedanje vrednosti, ne pa kot njihov nadomestek. Zaradi pomanjkljivosti vseh metod vrednotenja se v praksi priporoča narediti končno oceno na podlagi več metod vrednotenja.

Tako je končna ocena vrednosti delnice Abanke enaka ponderiranem povprečju ocen z vsemi metodami vrednotenja, ki sem jih uporabil v diplomski nalogi. Vsaki ocenjeni vrednosti, pridobljeni z različnimi metodami vrednotenja, se pripiše določeno utež. To določimo glede na primernost posamezne metode za vrednotenje banke. Iz tega sledi izračun končne vrednosti delnice Abanke, ki je prikazan v spodnji preglednici.

Tabela 16: Končna ocenjena vrednost delnice

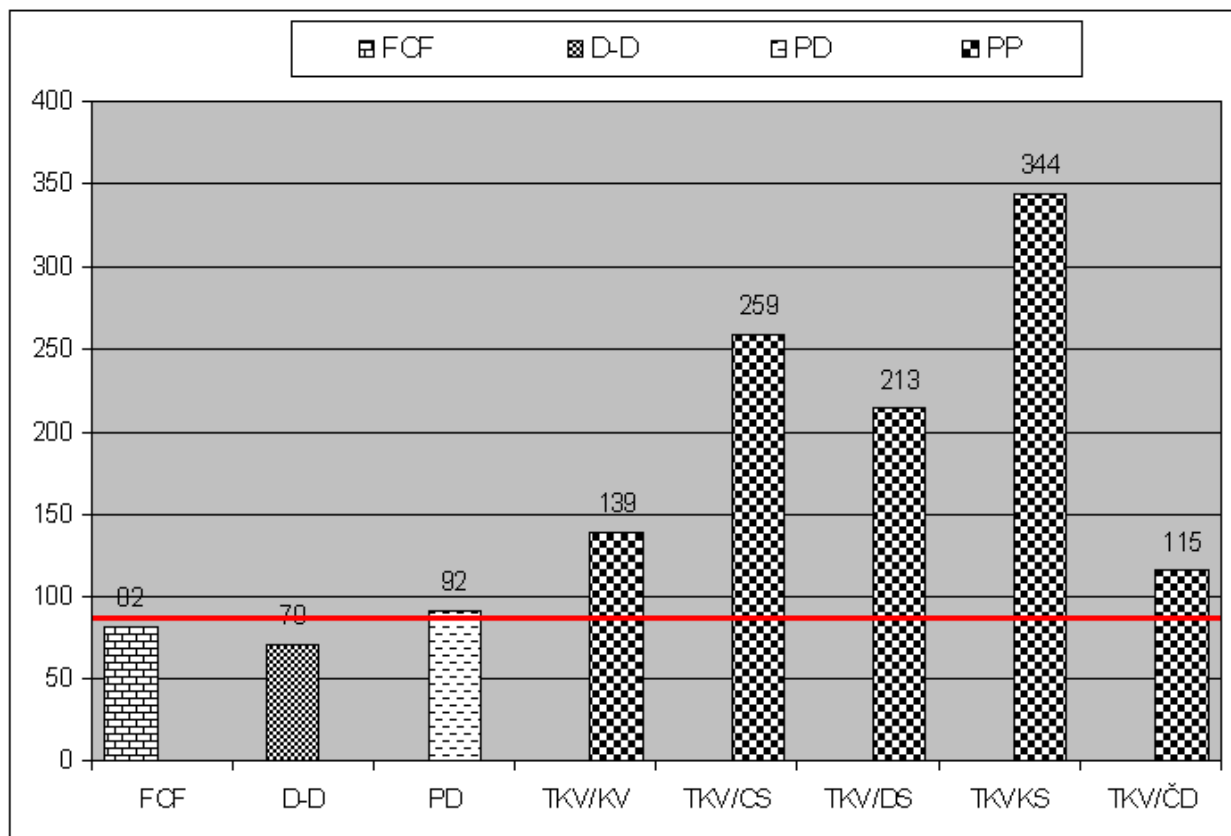
	Utež	Cena delnice
Ocena na podlagi primerljivih podjetij	0,1	127,0
Ocena z dividendnim modelom	0,2	70,1
Ocena z metodo presežne donosnosti	0,2	91,7
Ocena z metodo prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu	0,5	82,0
Ponderirana ocena vrednosti delnice		86,1

Vir: Lastni izračuni

Na podlagi vseh štirih metod vrednotenja se pride do končne ocene vrednosti delnice Abanke, ki na dan 31.12.2007 znaša 86 EUR in je zmanjšana za diskont za netržnost, ki je podrobneje razložen na strani 9. Največja utež je dana metodi prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu, saj je v primeru Abanke najprimernejša za vrednotenje in v teoriji poleg dividendnega modela najbolj priporočljiva. Dividendni model ima nižjo utež zato, ker je zaradi nizkega deleža dobička namenjenega za izplačilo dividend ocenjena vrednost občutno nižja. Metodi primerljivih podjetij je dodeljena najnižja utež, zaradi pomanjkanja primerljivih podjetij. V spodnji sliki je poleg ocenjenih vrednosti delnice, ki so zmanjšane za diskont za netržnost, predstavljena tudi

ponderirana ocena vrednosti delnice. Tako se dobi primerjavo med končno oceno in oceno pridobljeno s posameznimi metodami vrednotenja.

Slika 2: Ocene delnice pridobljene z vsemi uporabljenimi modeli vrednotenja



Legenda:

- FCF Vrednotenje z metodo prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu;
- D-D Vrednotenje z dividendnim modelom;
- PD Vrednotenje z metodo presežne donosnosti;
- PP Vrednotenje z metodo primerljivih podjetij;
- TVK/KV Tržna vrednost kapitala / knjigovodska vrednost;
- TVK/CS Tržna vrednost kapitala / Celotna sredstva;
- TVK/DS Tržna vrednost kapitala / Depoziti strank;
- TVK/KS Tržna vrednost kapitala / Krediti strankam;
- TVK/ČD Tržna vrednost kapitala / Čisti dobiček.

Vir: Lastni izračuni

SKLEP

V diplomski nalogi sem ocenil vrednost delnice Abanke Vipe d.d. Za vrednotenje so med vsemi metodami vrednotenja, ki obstajajo v literaturi, uporabljene štiri metode vrednotenja. Te metode so: metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu, dividendni model, metoda presežne donosnosti in metoda primerljivih podjetij. Med vsemi metodami je v primeru vrednotenja Abanke metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu najprimernejša, saj ima glede na ostale metode najmanj pomanjkljivosti. To pa ne pomeni da je brez pomanjkljivosti. Zato so v vrednotenju uporabljene tudi druge metode. Dividendni model je tako kot metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu metoda vrednotenja lastniškega kapitala. Zato je tudi primeren za vrednotenje bank. Toda njegova največja pomanjkljivost je to, da o višini dividend odločajo delničarji na skupščini, na kar se ne da vplivati. Zaradi teh razlogov je višino prihodnjih dividend zelo težko napovedati. V praksi se za vrednotenje bank uporabljajo tržne metode, pod katere spada metoda primerljivih podjetij. S to metodo je dobljena ocenjena vrednost veliko višja, kot ocenjena vrednost dobljena z metodo prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu in glede na dokapitalizacijsko vrednost delnice v višini 60 EUR, več kot dvakrat višja. Največja pomanjkljivost te metode je pomanjkanje primerljivih bank, ki kotirajo na organiziranem trgu pri nas, saj je Nova kreditna banka Maribor edina banka, s katero se trguje na organiziranem trgu. Zaradi teh pomanjkljivosti je potrebno primerne banke iskati v tujini, ki pa zaradi različnih dejavnikov niso vedno dobra primerjava. Končna ocena vrednosti delnice zmanjšana za diskont za netržnost je enaka 86 EUR in je gledano na višino vrednosti delnice v dokapitalizaciji podcenjena.

Nasvet glede nakupa oziroma prodaje delnice Abanke je glede na vrednotenje po različnih metodah sledeč. Svetujem nakup delnice, ker je po moje dosti podcenjena že sedaj. Uvrstitev delnic v borzno kotacijo je eden izmed strateških ciljev banke. Zgodila naj bi se najkasneje do leta 2010. Ko pa bo delnica Abanke začela kotirati na borzi, se bo vrednost delnice verjetno še povišala. To se je zgodilo v primeru Nove kreditne banke Maribor. Vendar ne smemo pozabiti, da je vsaka banka specifična in da ni nujno, da se bo z vstopom delnic v borzno kotacijo, njena vrednost povišala.

Zelo pomembna stvar pri investiranju denarja v delnice je tudi tveganje, ki ga ne smemo zanemariti. Banka ima glede na ostala podjetja večji nadzor in s tem posledično manjše tveganje. Banka Slovenije nastopa kot regulator in postavlja visoka merila glede tveganosti. Na dolgi rok ocenjujem, da bo vrednost delnice Abanke rasla, saj je glede na ostale banke podcenjena. Dokapitalizirala se je pod knjigovodsko vrednostjo delnice. Svetujem držanje dolge pozicije, vsaj dokler ne gredo delnice v borzno kotacijo.

LITERATURA IN VIRI

1. Bezljaj, P. (2006) *Vrednotenja finančnih institucij s poudarkom na posebnostih vrednotenja poslovnih bank*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
2. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. (3rd ed.). New York: Wiley Press.
3. Damodaran, A. (2001a). *Valuing Financial Service Firms*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm.pdf>.
4. Damodaran, A. (2001b). *Approaches to valuation*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch2.pdf>.
5. Damodaran, A. (2001c). *Free cash flow to equity discount models*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>.
6. Damodaran, A. (2001d). *Dividend discount models*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch13.pdf>.
7. *Dividend Policy Trade off Variables by Industry* [Damodaran On-Line]. (2008). Najdeno 9. julija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/divfund.xls>.
8. *European Union Profile* [U.S. Department of State]. (2008). Najdeno 9. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.state.gov/p/eur/rls/fs/104648.htm>.
9. Fernandez, P. (2004). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. Madrid :IESE Business School.
10. *Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States* [Damodaran On-Line]. (2008). Najdeno 5. junija 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>.
11. *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2007*. (2007). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. Najdeno 9. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/jesen07/jn_07.pdf.
12. Kleindienst, R. (1999). *Vrednotenje poslovnih bank*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
13. *Letna rast indeksa SBI20* [Ljubljanska borza]. (2008). Najdeno 9. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si>.
14. *Letno poročilo - leto 2007* [Banka Slovenije]. (2008). Najdeno 5. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.bsi.si/iskalniki/letna_porocila.asp?MapaId=709.
15. Mramor, D. (1991). *Finančna politika podjetja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
16. *Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalnem trgu* [Banka Slovenije]. (2007). Najdeno 5. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=1057>.
17. Pratt, P. S., Reilly, F. R. & Schweihs, P. R. *Valuating a Business - The*

Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. (4th ed.). New York: McGraw-Hill.

18. Raiffeisen Research.(2007). *CEE Banking Sector Report*. Najdeno 9. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/1026359884948-1026359885014_1026067974202_1027874455325_1027874650133-340710535099119323-1-NA-EN.pdf.
19. *Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d. za leto 2005*. (2006). Ljubljana: Abanka Vipa d.d.
20. *Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d. za leto 2006*. (2007). Ljubljana: Abanka Vipa d.d.
21. *Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d. za leto 2007*. (2008). Ljubljana: Abanka Vipa d.d.
22. *Risk Premiums for Other Markets* [Damodaran On-Line]. (2008). Najdeno 5. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>.
23. *Total Beta by Industry Sector* [Damodaran On-Line]. (2008). Najdeno 5. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbeta.xls>.
24. *Yield Curves* [Reuters]. (2008). Najdeno 14. maja 2008 na spletnem naslovu <https://portal.hpd.global.reuters.com/site/applist.aspx>.

PRILOGE

PRILOGA A: Pomembnejši podatki in kazalci poslovanja za obdobje 2005-2007 za Abanko Vipo d.d.

PRILOGA B: Izbrani večkratniki tržne vrednosti kapitala za vzorec primerljivih bank v Sloveniji in JV Evropi s katerimi se trguje na organiziranem trgu na dan 31.12.2007

PRILOGA C: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2008-2012

PRILOGA D: Konsolidiran *izkaz* poslovnega izida Abanke Vipe d.d. za leto 2007

PRILOGA E: Konsolidirana bilanca stanja Abanke Vipe d.d. za leto 2007

PRILOGA A: Pomembnejši podatki in kazalci poslovanja za obdobje 2005-2007 za Abanko Vipo d.d.

	2005	2006	2007
Bilančna vsota (v tisoč EUR)	2.484.806	2.861.880	3.439.007
Število zaposlenih	843	867	871
DELNICE			
Število delničarjev	1.246	1.132	1.053
Število delnic	5.500.000	5.500.000	5.500.000
Knjigovodska vrednost delnice (v EUR)			
KAZALCI			
Kapitalska ustreznost	9,60%	8,80%	10,50%
kapital banke (v tisoč EUR)	183.037	206.066	315.001
Kvaliteta aktive (v %)			
Oslabitve finančnih sredstev, merjenih po odplačni vrednosti, in rezervacije za prevzete obveznosti / razvrščene aktivne bilančne in zunajbilančne postavke	5,15	4,76	4,03
Profitabilnost (v %)			
obrestna marža	2,18	1,97	2,12
marža finančnega posredništva	4,39	3,81	3,54
donos na aktivo pred obdavčitvijo	0,73	1,30	1,36
donos na kapital pred obdavčitvijo	9,62	17,72	20,25
donos na kapital po obdavčitvi	9,05	13,02	15,62
Stroški poslovanja (v %)			
operativni stroški / povprečna aktiva	2,24	1,88	1,69
Likvidnost (v %)			
likvidna sredstva / kratkoročne vloge do nebančnega sektorja	10,33	9,93	7,01
likvidna sredstva / povprečna aktiva	5,46	5,09	3,23

Vir: Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d za leto 2007, 2008, str. 6.

PRILOGA B: Izbrani večkratniki tržne vrednosti kapitala za vzorec primerljivih bank v Sloveniji in JV Evropi s katerimi se trguje na organiziranem trgu na dan 31.12.2007

	Tržna vrednost (v 000 EUR)	TVK / KV	TVK / celotna sredstva	TVK / depoziti strank	TVK / krediti strankam	TVK / Poslovni izid pred davki
Nova kreditna banka						
Maribor	978.933	2,64	0,19	0,31	0,28	13,71
Ljubljanska banka	2.662.923	2,37	0,15	0,17	0,20	14,55
Agrobanka	195.234	1,05	0,44	0,79	0,80	7,39
Metals banka	178.819	1,90	0,77	1,33	1,41	20,74
Zagrebačka banka	5.313.284	3,38	0,49	0,71	0,79	27,87
AIK banka	869.748	2,36	0,88	1,46	1,24	13,61
ABS banka	74.446	3,47	0,43	0,60	0,69	80,62
Povprečna vrednost	1.467.627	2,45	0,48	0,77	0,77	25,50
Srednja vrednost	869.748	2,37	0,44	0,71	0,79	14,55

Vir: Lastni izračuni

PRILOGA C: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2008-2012

	v 000 EUR				
	2008	2009	2010	2011	2012
Prihodki iz obresti	196.661	213.377	231.514	251.192	272.544
Odhodki iz obresti	-114.703	-124.650	-135.508	-147.355	-160.342
Čiste obresti	81.958	88.727	96.006	103.837	112.202
Prihodki iz dividend	1.784	1.935	2.100	2.278	2.472
Prihodki iz odpravnin (provizije)	40.761	41.855	42.979	44.133	45.317
Odhodki za odpravnine (provizije)	-6.359	-6.463	-6.568	-6.675	-6.784
Čiste odpravnine (provizije)	34.402	35.392	36.411	37.457	38.533
Realizirani dobički/izgube iz finančnih sredstev in obveznosti, ki niso merjeni po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	7.469	8.104	8.793	9.540	10.351
Čisti dobički/izgube iz finančnih sredstev in obveznosti, namenjenih trgovanju	90	98	106	115	125
Dobički/izgube iz finančnih sredstev in obveznosti), pripoznanih po pošteni vrednosti	-260	-260	-260	-260	-260
Čisti dobički/izgube iz tečajnih razlik	3.075	3.336	3.620	3.928	4.261
Čisti dobički/izgube iz odprave pripoznanja sredstev brez nekratkoročnih sredstev za prodajo	17	-2	13	14	16
Drugi čist poslovni dobički/izgube	5.150	5.588	6.063	6.579	7.138
Administrativni stroški	-52.660	-54.822	-57.073	-59.415	-61.854
Amortizacija	-7.225	-7.839	-8.505	-9.228	-10.013
Rezervacije	-1.000	-1.085	-1.177	-1.277	-1.386
Oslabitve	-12.073	-13.099	-14.212	-15.420	-16.731
Pripadajoči dobički/izgube iz naložb v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb, obračunanih po kapitalski metodi	-61	-61	-61	-61	-61
Čisti dobički/izgube iz nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo in z njimi povezanimi obveznostmi	14	31	72	79	87
DOBIČEK/IZGUBA IZ REDNEGA POSLOVANJA	58.896	64.108	69.794	75.886	82.408
Davek iz dohodka pravnih oseb iz rednega poslovanja	-14.724	-16.027	-17.449	-18.972	-20.602
ČISTI DOBIČEK/IZGUBA IZ REDNEGA POSLOVANJA	44.172	48.081	52.346	56.915	61.806
ČISTI DOBIČEK/IZGUBA POSLOVNEGA LETA	44.172	48.081	52.346	56.915	61.806

Vir: Lastni izračuni

PRILOGA D: Konsolidiran izkaz poslovnega izida Abanke Vipe d.d. za leto 2007

Zap. šte.	VSEBINA	POJASNILO	ZNESEK	
			1.1. -31. 12. 2007	1.1. -31. 12. 2006
1	2		3	4
1	Prihodki iz obresti in podobni prihodki	5	159.638	123.754
2	Odhodki za obresti in podobni odhodki	5	(92.456)	(68.490)
3	Čiste obresti (1 - 2)		67.182	55.264
4	Prihodki iz dividend	6	1.644	2.020
5	Prihodki iz opravnin (provizij)	7	39.695	38.412
6	Odhodki za opravnine (provizije)	7	(6.257)	(5.627)
7	Čiste opravnine (provizije) (5 - 6)		33.438	32.785
8	Realizirani dobički/izgube iz finančnih sredstev in obveznosti, ki niso merjeni po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	8	6.884	2.069
9	Čisti dobički/izgube iz finančnih sredstev in obveznosti, namenjenih trgovanju	9	83	15.470
10	Dobički/izgube iz finančnih sredstev in (obveznosti), priznanih po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	10	(260)	-
11	Čisti dobički/izgube iz tečajnih razlik		2.834	(1.226)
12	Čisti dobički/izgube iz odprave priznanja sredstev brez nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo		(122)	393
13	Drugi čisti poslovni dobički/izgube	11	4.747	2.292
14	Administrativni stroški	12	(50.584)	(46.091)
15	Amortizacija	13	(6.659)	(8.296)
16	Rezervacije	14	(293)	1.406
17	Oslabitve	15	(11.127)	(18.995)
18	Pripadajoči dobički/izgube iz naložb v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb, obračunanih po kapitalski metodi		(61)	-
19	Čisti dobički/izgube iz nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo in z njimi povezanimi obveznostmi		6	488
20	DOBIČEK/IZGUBA IZ REDNEGA POSLOVANJA (3 + 4 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13 - 14 - 15 - 16 - 17 + 18 + 19)		47.712	37.579
21	Davek iz dohodka pravnih oseb iz rednega poslovanja	16	(10.902)	(9.963)
22	ČISTI DOBIČEK/IZGUBA IZ REDNEGA POSLOVANJA (20 - 21)		36.810	27.616
23	ČISTI DOBIČEK/IZGUBA POSLOVNEGA LETA (22)		36.810	27.616
	a) Večinskih delničarjev		36.799	27.612
	b) Manjšinskih delničarjev		11	4
24	Osnovni čisti dobiček na delnico	17	5,68	5,03
25	Popravljeni čisti dobiček na delnico	17	5,68	5,03

Vir: Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d za leto 2007, 2008, str. 175.

PRILOGA E: Konsolidirana bilanca stanja Abanke Vipe d.d. za leto 2007

Zap. št.	VSEBINA	POJASNILO	ZNESEK	
			31. 12. 2007	31. 12. 2006
1	2		3	4
1	Denar v blagajni in stanje na računih pri centralni banki	18	60.456	117.817
2	Finančna sredstva, namenjena trgovanju	19	183.543	165.495
3	Finančna sredstva, pripoznana po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	20	25.063	-
4	Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo	21	486.117	498.233
5	Kreditni		2.620.990	2.008.450
	- krediti bankam	22	236.202	179.398
	- krediti strankam, ki niso banke	23	2.384.788	1.829.052
6	Finančna sredstva v posesti do zapadlosti	24	13.308	13.958
7	Nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo in ustavljeno poslovanje	25	1.427	544
8	Opredmetena osnovna sredstva	25	51.845	49.711
9	Naložbene nepremičnine	25	144	368
10	Neopredmetena sredstva	25	4.535	5.056
11	Dolgoročne naložbe v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb	26	1.001	8
12	Terjatve za davek od dohodkov pravnih oseb		3.304	3.431
	- terjatve za davek		53	80
	- odložene terjatve za davek	35	3.251	3.351
13	Druga sredstva	27	65.341	33.875
14	SKUPAJ SREDSTVA (od 1 do 13)		3.517.074	2.896.946
15	Finančne obveznosti do centralne banke		26	-
16	Finančne obveznosti, namenjene trgovanju	19	8.077	413
17	Finančne obveznosti, pripoznane po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	28	8.386	-
18	Finančne obveznosti, merjene po odplačni vrednosti		2.945.161	2.612.651
	- vloge bank	29	76.692	108.178
	- vloge strank, ki niso banke	29	1.724.359	1.524.326
	- krediti bank	30	955.247	584.922
	- krediti strank, ki niso banke	30	330	176.918
	- dolžniški vrednostni papirji	31	134.772	152.813
	- podrejene obveznosti	32	53.761	65.494
19	Finančne obveznosti, vezane na finančna sredstva, ki ne izpolnjujejo pogojev za odpravo pripoznanja	33	123.887	-
20	Rezervacije	34	23.752	24.342
21	Obveznosti za davek od dohodkov pravnih oseb		5.507	7.888
	- obveznosti za davek		1.238	3.120
	- odložene obveznosti za davek	35	4.269	4.768
22	Druge obveznosti	36	49.096	39.597
23	SKUPAJ OBVEZNOSTI (od 15 do 22)		3.163.892	2.684.891
24	Osnovni kapital	37	22.951	22.951
25	Kapitalske rezerve	37	58.062	57.994
26	Kapital v zvezi s sestavljenimi finančnimi instrumenti	38	117.539	-
27	Presežek iz prevrednotenja	39	7.260	7.747
28	Rezerve iz dobička (vključno z zadržanim dobičkom)	39	121.001	99.032
29	Lastni deleži	37	(254)	(267)
30	Čisti dobiček/izguba poslovnega leta	39	26.586	24.548
31	KAPITAL VEČINSKIH DELNIČARJEV (od 24 do 30)		353.145	212.005
32	Kapital manjšinskih delničarjev	47	37	50
33	SKUPAJ KAPITAL (31 + 32)		353.182	212.055
34	SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL (23 + 33)		3.517.074	2.896.946

Vir: Revidirano letno poročilo Abanke Vipe d.d za leto 2007, 2008, str. 176.