

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE NOVE LJUBLJANSKE BANKE

Ljubljana, avgust 2009

NATALIJA ZAKŠEK

IZJAVA

Študentka **NATALIJA ZAKŠEK** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **dr. SERGEJE SLAPNIČAR**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1 METODE VREDNOTENJA.....	2
1.1 METODE SEDANJE VREDNOSTI DONOSOV	2
1.1.1 Dividendno diskontni model (DDM)	3
1.1.2 Metoda prostih denarnih tokov delničarjem (FCFE).....	3
1.2 METODA MULTIPLIKATORJEV	4
2 PREDSTAVITEV BANKE IN FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA	4
2.1 PREDSTAVITEV NOVE LJUBLJANSKE BANKE	4
2.2 ANALIZA PANOGE	6
2.2.1 Makroekonomski podatki	6
2.2.2 Bančni sistem	8
2.3 FINANČNI PREGLED PRETEKLEGA POSLOVANJA NLB	10
3 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE BANKE NLB.....	11
3.1 METODA PROSTIH DENARNIH TOKOV LASTNIŠKEMU KAPITALU.....	11
3.1.1 Določitev diskontne stopnje	12
3.1.2 Izračun vrednosti.....	13
3.2 DIVIDENDNI MODEL	15
3.3 METODA PRESEŽNE DONOSNOSTI.....	18
3.4 TRŽNI PRISTOP - METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ	20
4 KONČNA OCENA VREDNOSTI.....	21
SKLEP	22
LITERATURA IN VIRI	24
PRILOGE	

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Ključni kazalci poslovanja NLB Skupine v obdobju 2003–2008</i>	10
<i>Slika 2: Ocene vrednosti delnice NLB, pridobljene z vsemi uporabljenimi modeli vrednotenja na dan 31. 12. 2008</i>	22

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Opredelitev prostega denarnega toka navadnim delničarjem poslovne banke</i>	4
<i>Tabela 2: Največji delničarji NLB Skupine na dan 30. 11. 2008</i>	6
<i>Tabela 3: Pomembnejši makroekonomski kazalniki</i>	7
<i>Tabela 4: Bilančne vsote in tržni deleži bank</i>	9
<i>Tabela 5: Sedanja vrednost prostega denarnega toka izračunana za obdobje 2009-2013</i>	14
<i>Tabela 6: Sedanja vrednost lastniškega kapitala po modelu prostih denarnih tokov</i>	14
<i>Tabela 7: Ocenjena vrednost delnice po modelu prostih denarnih tokov</i>	15
<i>Tabela 8: Analiza občutljivosti</i>	15
<i>Tabela 9: Vrednosti deležev zadržanega dobička v obdobju 2006–2008</i>	16
<i>Tabela 10: Sedanja vrednost dividend za obdobje neenakomerne rasti</i>	16
<i>Tabela 11: Sedanja vrednost dividend za prehodno obdobje</i>	17
<i>Tabela 12: Vrednost delnic,e ocenjena z dividendnim modelom</i>	17
<i>Tabela 13: Sedanja vrednost presežne donosnosti</i>	18
<i>Tabela 14: Vrednost lastniškega kapitala po modelu presežne donosnosti</i>	19
<i>Tabela 15: Vrednost delnice, ocenjena z modelom presežne donosnosti</i>	19
<i>Tabela 16: Ocenjena vrednost delnice NLB z modelom primerljivih bank na dan 31. 12. 2008</i> .	20
<i>Tabela 17: Končna ocenjena vrednost delnice</i>	21

UVOD

Vrednotenje poslovnih bank je določanje vrednosti banke na določen dan vrednotenja na podlagi njenega preteklega poslovanja in napovedi prihodnjega poslovanja. Analitiki poskušajo na podlagi javno dostopnih podatkov oceniti, kakšno vrednost prostega denarnega toka bo v prihodnosti po vseh njenih obveznostih banka ustvarila. Vrednotenje je odvisno od količine podatkov, s katerimi analitik razpolaga, namena ter tudi od časa, ki ga ocenjevalec ima na razpolago priprave poročil. Ocena vrednosti banke je odvisna tudi od namena vrednotenja, ki pa so lahko prodaja ali nakup, dokapitalizacija, prevzem, računovodsko poročanje ... Poznamo tri načine metod vrednotenja bank, in sicer na donosu zasnovan način, na sredstvih zasnovan način in način tržnih primerjav. V diplomskem delu bomo uporabili vse tri načine s štirimi metodami. In sicer dve metodi po prvem načinu, to sta metodi prostih denarnih tokov delničarjem in dividendno diskontni model. Tretja metoda je po načinu sedanje vrednosti donosov, in to je metoda presežne donosnosti. Zadnja metoda, pristop tržnih kazalnikov primerljivih podjetij, je povzeta iz načina tržnih primerjav.

Namen diplomskega dela je s pomočjo metode deskripcije proučiti metode vrednotenja in kako se te uporabljajo pri vrednotenju poslovnih bank. Posledično bo uporabljena metoda preučevanja primerov za Novo Ljubljansko Banko, d. d., in metoda kvalitativne analize vsebine. Za omenjeno banko smo se odločili zaradi pomembnosti banke in njenih poslovnih rezultatov.

Cilj diplomske naloge je izračunati vrednost delnice izbrane banke s pomočjo več metod vrednotenja. Ker želimo preko analize preteklih poslovanj banke ugotoviti, ali je delnica banke primerna za nakup ali prodajo bodočemu investitorju oziroma imetniku, postavljamo hipotezo, da je nakup oziroma prodaja delnic banke Nove Ljubljanske Banke, d. d., za bodočega investitorja pogojno primerna.

Diplomska naloga je razdeljena v štiri poglavja. Začenja se s predstavitvijo metod vrednotenja in opredelitvijo pojmov na to vsebino. Sledila bo predstavitev podjetja in finančna analiza preteklega poslovanja. V tem poglavju bo zajeta predstavitev banke Nove Ljubljanske Banke, d. d., analiza panoge, v kateri bosta opisani trenutni situaciji v makroekonomskem okolju in stanje v bančnem sistemu, kot tudi spremembe pri poslovanju bank v letu 2008. Na kratko bo predstavljena tudi finančna analiza preteklega poslovanja. V tretjem poglavju bo poudarjeno bistvo diplomske naloge, in sicer bo prikazana uporaba metod vrednotenja na primeru banke. Na koncu diplomske naloge, v zadnjem četrtem poglavju poudarjamo bistvene ugotovitve, kjer bo definirana končna ocenjena vrednost delnice Nove Ljubljanske Banke, d. d.

Sledi sklep, v katerem je povzeta celotna misel in ideja diplomske naloge.

V delu smo pretežno uporabili omenjeno deskriptivno metodo dela. Koristili smo dostopno literaturo iz omenjenega področja, monografskih publikacij, učnega gradiva, svetovnega spleta, leksikonov, člankov, strokovnih revij itd.

1 METODE VREDNOTENJA

Različni avtorji priznavajo in opredeljujejo različne metode vrednotenja. Po Fernandezu je identificiranih kar šest skupin metod vrednotenja. 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). Metode vrednotenja bank so prirejene bankam, ker so same po sebi precej specifične. Poznamo več metod vrednotenja banke in ena od metod je metoda vrednotenja poslovne banke kot samostojne investicijske odločitve. Ta se deli na dve temeljni skupini: metoda sedanje vrednosti donosov in metode multiplikatorjev (Kleindienst, 1999, str. 19). Metode sedanje vrednosti donosov so za vrednotenje bolj priporočljive od metod relativnega vrednotenja (to je metoda multiplikatorjev). Slednje naj bi služile predvsem kot dopolnilo metod sedanje vrednosti. Damodaran (2001a, str. 9) kot eno izmed primernih metod vrednotenja navaja metodo presežne donosnosti, ki jo lahko uvrščamo v skupino metod sedanje vrednosti sredstev.

1.1 METODE SEDANJE VREDNOSTI DONOSOV

Metode sedanje vrednosti donosov (na donosu zasnovan način vrednotenja) so teoretično najprimernejše metode vrednotenja naložb. Ta metoda temelji 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 j:

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

Pri tej metodi obstajajo trije osnovni pristopi vrednotenja na osnovi diskontiranih denarnih tokov. Pri prvem pristopu se vrednoti samo lastniški kapital podjetja. Pri drugem pristopu se vrednoti celotno podjetje, kar pomeni poleg lastniškega kapitala tudi ostale dolžniške obveznosti do virov. Pri tretjem pristopu pa se vrednoti podjetje po delih (Damodaran, 2001e, str. 3). Podrobneje bomo posvetili prvemu pristopu, kjer se vrednoti kapital navadnim delničarjem. Metode znotraj tega pristopa se razlikujejo predvsem po tem, kaj nastopa v števcu enačbe ter po pričakovani stopnji rasti števca (Kleindienst, 1999, str. 20).

Metodi sedanje vrednosti donosov v analizi sta:

- dividendno diskontni model in
- metoda prostih denarnih tokov delničarjem.

1.1.1 Dividendno diskontni model (DDM)

Dividendno diskontni model (angl. *Dividend Discount Model - DDM*) za vrednotenje lastniškega kapitala je najenostavnejši način vrednotenja na osnovi denarnih tokov. Model predpostavlja, da delnico kupimo z namenom, da jo obdržimo za vedno in je vse, kar bomo prejeli na njeni osnovi, plačilo dividende. Tako je sedanja vrednost delnice enaka sedanji vrednosti dividend. V tem modelu v števcu zgoraj zapisane enačbe 1, nastopa pričakovana dividenda na delnico. Model zahteva dva osnovna podatka, in sicer pričakovane dividende v neskončnost in zahtevano stopnjo donosa na delnico, ki je različno določena z njeno tveganostjo.

Poznamo dve vrsti denarnih tokov, ki jih lahko delničar pričakuje iz naslova lastništva delnic, in sicer: dividende v času lastništva delnice in tržno ceno delnice ob prodaji delnice. Vrednost delnice se lahko izrazi kot sedanja vrednost pričakovanih dividend do neskončnosti (Damodaran, 2001, str. 1).

V praksi je natančno napovedovanje dividend na delnico za vsako obdobje v prihodnosti nemogoča naloga in prav to natančno napovedovanje dividend za vsako razdobje v neskončnost je pomanjkljivost te enačbe 1. Razvite so bile različne verzije dividendnega modela, ki temeljijo na različnih predpostavkah glede prihodnje rasti dividend (Kleindienst, 1999, str. 21). Tako poznamo:

- *model enakomerne rasti dividend*, v strokovni literaturi poznan kot *Gordonov model*, temelji na predpostavki o konstantni stopnji rasti dividend in izplačevanju dividend v prihodnosti, ki bodo rasle z določeno konstantno stopnjo;
- *dvostopenjski dividendno diskontni model*, ki temelji na dveh obdobjih rasti dividend, in sicer na obdobju neenakomerne rasti, ki je lahko nadpovprečna ali podpovprečna in na obdobju stabilne rasti.

1.1.2 Metoda prostih denarnih tokov delničarjem (FCFE)

Ta metoda je ena iz med metod, ki je največkrat uporabljena za vrednotenje. Nekateri avtorji, kot so Copeland, Koller in Murrin (Copeland et al., 2000, str. 428), menijo, da je vrednotenje poslovnih bank po metodi denarnih tokov lastniškemu kapitalu (angl. *Free Cash Flow to Equity - FCFE*) lažje, saj banke ustvarjajo vrednost tudi na pasivni strani bilance. V tabeli 1 je prikazana definicija prostega denarnega toka navadnim delničarjem banke (Copeland et al., 2000, str. 430).

Čeprav oblikovanje rezervacij za slaba posojila v tekočem letu tako kot amortizacija ni denarni tok (obe kategoriji vplivata na denarni tok le preko davčnih učinkov), je iz praktičnih razlogov priporočljivo, da se oblikovanj takšnih rezerv pri izračunu denarnega toka iz poslovanja čistemu dobičku ne doda nazaj in se smatra kot dejanski denarni odtok. Ti dejanski denarni odtoki, ki so posledica neodplačila posojil, niso javno dostopni (Bizej, 2006, str. 53). Prosti denarni tok navadnim delničarjem je torej »čisti dobiček plus nedenarni stroški minus denarni tok, potreben za rast bilance stanja« (Copeland et al., 2000, str. 429).

Tabela 1: Opredelitev prostega denarnega toka navadnim delničarjem poslovne banke

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA	BILANCA STANJA	
	Viri	Uporaba
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.

Denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE) predpostavlja denarni tok, ki ostane po izpolnitvi vseh finančnih obveznosti, tudi odplačila glavnice kreditov, po pokritju kapitalskih izdatkov in potrebo po dodatnem obratnem kapitalu (Bizej, 2006, str. 30).

1.2 METODA MULTIPLIKATORJEV

Metoda multiplikatorjev (način tržnih primerjav) se vrednost banke ocenjuje na podlagi primerjave določenega multiplikatorja banke z vrednostjo multiplikatorja sorodnih bank. V števcu multiplikatorja se uporabi tekoča tržna cena delnice, v imenovalcu pa različni podatki, ki jih hočemo primerjati s primerljivimi bankami. Vrednost banke ocenimo tako, da množimo multiplikator sorodnih bank s pričakovano vrednostjo imenovalca multiplikatorja za banko v naslednjem obdobju (Kleindinst, 1999, str. 39).

2 PREDSTAVITEV BANKE IN FINANČNA ANALIZA PRETEKLEGA POSLOVANJA

2.1 PREDSTAVITEV NOVE LJUBLJANSKE BANKE

Nova Ljubljanska Banka, d. d. Ljubljana, je slovenska delniška družba, ki opravlja univerzalne bančne posle tako na domačem kot tudi na mednarodnem trgu. Nova Ljubljanska Banka, d. d. (v nadaljevanju NLB Skupina), je bila ustanovljena leta 27. julija 1994, ob ustanovitvi je prevzela del premoženja in poslovanja Ljubljanske banke, d. d. Ljubljana, katere začetki segajo v 19. stoletje, ko je bila leta 1889 ustanovljena Mestna hranilnica ljubljanska (Revidirani konsolidirani računovodski izkazi NLB Skupne za leto 2008, 2009, str. 76).

NLB Skupina je največja slovensko mednarodnofinančna skupina, saj ima 1.500 korespondenčnih povezav v 140 državah. NLB Skupino v 17 državah oziroma na 18 trgih sestavlja 12 članic in 1 podružnica v tujini v bančništvu, 11 članic v dejavnosti lizinga, 11 članic v dejavnosti faktoringa in forfeiranja, 5 članic v dejavnosti zavarovalništva, 1 članica v dejavnosti upravljanja premoženja ter 15 članic v drugih dejavnostih. Na dan 31. 12. 2008 je bilo v NLB Skupini 8.461 zaposlenih. V mednarodnem okolju veliko pozornost namenja nadaljnji širitvi poslovanja na trgih jugovzhodne Evrope. Do sedaj ima v Srbiji in Črni gori preko več kot 170 poslovalnic, v Bosni in Hercegovini okoli 100 ter v Makedoniji okoli 20 enot.

Bančništvo ima največji prispevek k bilančni vsoti NLB Skupine, in sicer znaša 91,8 %. Preostale dejavnosti, ki si prispevajo k bilančni vsoti so faktoring in forfeiranje (4,0 %), lizing (3,9 %) ter ostale dejavnosti (0,3 %).

Nova Ljubljanska Banka, d. d. (v nadaljevanju NLB), je obvladujoča banka NLB Skupine. V zadnjih letih spada NLB med najboljše ocenjene banke v srednji in vzhodni Evropi s strani mednarodnih rating agencij. V letu 2008 je prejela več nagrad in priznanj strokovne in splošne javnosti, kot tudi poslovnih ter trženjskih. Dolgoročne bonitetne ocene (investment grade risk) NLB banke so: Moody's Aa3, FITCH A-, Capital Intelligence A+ (Revidirani konsolidirani računovodski izkazi NLB Skupine za leto 2008, 2009, str. 11).

V letih 2007 in 2008 je prišlo v NLB Skupini do sprememb, ki so vplivale na konsolidirane računovodske izkaze, te so: nakupi novih bank, dokupi deležev v obstoječih bankah, pripojitve ter ostale spremembe (Revidirani konsolidirani računovodski izkazi, marec 2009, str. 86). Najpomembnejša sprememba na področju kapitala NLB Skupine v letu 2008 je bila dokapitalizacija. Z uporabo instituta odobrenega kapitala je NLB Skupina povečala osnovni kapital za 7.497 tisoč evrov z izdajo 898.204 novih delnic, kar predstavlja 11,22 % povečanje osnovnega kapitala (Revidirani konsolidirani računovodski izkazi NLB Skupine za leto 2008, 2009, str. 113).

Delnice¹ NLB Skupine ne kotirajo na organiziranem trgu kapitala. Največji delničar NLB Skupine je država, Republika Slovenija, ki ima v lasti 33,10 % delnic. Drugi njen največji delničar je KBC Bank N. V., Bruselj, kateri ima v lasti 30,57 % (Revidirani konsolidirani računovodski izkazi NLB Skupine za leto 2008, str. 76). V delniško knjigo NLB Skupine je bilo na dan 31. 12. 2008 vpisanih 1.976 imetnikov delnic, od tega je bilo 261 pravnih oseb, 1.698 fizičnih oseb in 17 tujih oseb. Konec leta 2008 je bilo 1.118 več delničarjev kot pa konec leta 2007. V letu 2008 se je na podlagi sklepa skupščine obračunala dividenda za leto 2007, in sicer v višini 5,33 evrov na delnico oziroma v skupni vrednosti 47.469 tisoč evrov (Revidirani konsolidirani računovodski izkazi NLB Skupine za leto 2008, str. 113).

Tabela 2 prikazuje strukturo največjih delničarjev NLB Skupine na dan 30. 11. 2008.

¹ Vse delnice so navadne, imenske in istega razreda.

Tabela 2: Največji delničarji NLB Skupine na dan 30. 11. 2008

Naziv	Število delnic	Delež (v %)
Republika Slovenija	2.947.758	33,1
KBC Bank NV	2.947.758	30,57
Poteza Naložbe, d. o. o.	588.060	6,6
Slovenska odškodninska družba, d. d.	449.949	5,05
Kapitalska družba, d. d.	445.749	5,01
Zavarovalnica Triglav, d. d.	280.312	3,15
NFD 1 Delniški investicijski sklad, d. d.	176.466	1,98
Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I	108.333	1,22
UniCredit Banka Slovenija, d. d.	93.081	1,05
Sava Invest, d. o. o.	76.455	0,86
Skupaj največjih deset delničarjev	7.888.797	88,58
Drugi delničarji	1.017.155	11,42
Skupaj vsi delničarji	8.905.952	100

Vir: NLB, leto 2009.

2.2 ANALIZA PANOGE

2.2.1 Makroekonomski podatki

Posledica vedno močnejših gospodarskih vplivov mednarodne finančne in gospodarske krize je privedla do pričakovanega realnega padca bruto domačega proizvoda v Sloveniji za leto 2009. Upad gospodarske aktivnosti je bil silovit. Že v zadnjem četrtletju 2008 je bilo zaslediti upad gospodarske aktivnosti zaradi naglega upada izvoza in investicij. Na znižanje gospodarske aktivnosti v prvih mesecih leta 2009 so vplivale poslabšane gospodarske razmere v mednarodnem okolju in upadu tujega povpraševanja ter prav tako povečana negotovost in težave s financiranjem (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009, str. 3).

Gospodarska rast v Sloveniji za leto 2008 se je po visoki rasti v letu 2007 (6,8 %) občutno upočasnila in se ustavila na 3,5-odstotni aktivnosti. Razlogi za znižanje gospodarske aktivnosti so nižja rast izvoza in investicijske dejavnosti, znatno nižja rast končne domače potrošnje², padec naročil in manjša razpoložljivost kreditov, poslabšanje kazalcev zaupanja podjetij in potrošnikov. Leta 2010 se naj bi po napovedi UMAR-ja ob predpostavki umirjanja recesije v mednarodnem okolju gospodarstva zabeležilo rahlo pozitivno realno rast v višini 1,0 %³ (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009, str. 3).

Povprečna letna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je v letu 2008 znašala 5,5 %. Medletna inflacija je bila na začetku leta na visoki ravni zaradi rasti cen življenjskih dobrin ter vplivov cenovnih šokov na svetovnih trgih surovin. V drugi polovici leta se je pričela medletna inflacija umirjati, prav tako tudi povprečna inflacija. Po napovedi Banke Slovenije za leto 2009 je za 3,1-odstotne točke navzdol popravljena ocena povprečne letne rasti cen HICP, ki naj bi znašala 0,4 %, nato pa naj bi se zvišala na 1,8 % v letu

² Skromnejša rast zasebne potrošnje – varčevanje gospodinjstev, medtem ko je bila višnja rast državne potrošnje.

³ Postopno povišana rast agregatov potrošnje, krepitev rasti dodane vrednosti v dejavnostih.

2010 in 2,3 % v letu 2011 (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009, str. 3). Na umiritev inflacijskih pritiskov od leta 2008 naj bi poleg nizke rasti cen surovin vplivala močno upočasnjena gospodarska aktivnost tako doma kot v tujini ter zmanjšanje kupne moči prebivalstva. Zaradi globalne gospodarske krize ostajajo negotovosti glede prihodnjih makroekonomskih gibanj neobičajno visoke (Poročilo o cenovni stabilnosti, 2009, str. 64).

V spodnji tabeli 3 so prikazani pomembnejši makroekonomski kazalniki, ki prikazujejo gospodarska gibanja v letu 2008 in napoved le-teh za naslednja tri leta.

Tabela 3: Pomembnejši makroekonomski kazalniki

	2008	2009*	2010*	2011*
RAST BDP (V %)	3,5	-4	1	2,7
BDP V mio EUR (tekoče cene in tekoči tečaj)	37.126	36.598	37.427	39.266
INFLACIJA - konec leta (v %)	2,1	1,4	2,2	3
INFLACIJA – povprečje leta (v %)	5,7	0,4	1,6	2,6
STOPNJA BREZPOSELNOSTI po ILO (v %)	4,4	6	7	7
ZASEBNA POTROŠNJA	2,2	-0,6	1	2

Legenda: * Napoved.

Vir: Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009, str. 5.

Na padec zasebne potrošnje bodo vplivala zaostrena gibanja na trgu dela. Rast bruto plače v zasebnem sektorju se bo izrazito upočasnila in tudi izredna izplačila ob koncu leta se bodo omejila. Bruto plača na zaposlenega v javnem sektorju bo višja od produktivnosti dela ter prav tako bruto plače v zasebnem sektorju⁴. Zaradi finančnih negotovosti bo precej povečala nagnjenost gospodinjstev k varčevanju in odlaganju večjih nakupov, zlasti trajnih dobrin (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009, str. 3).

Rast dodane vrednosti tržnih storitev se je proti koncu leta 2008 upočasnila ob pospešenem krčenju industrijske proizvodnje ter manj intenzivni gradbeni dejavnosti. Med drugim pa se je rast dodane vrednosti leta 2008 v finančnem posredništvu ohranila, in to predvsem zaradi visokih medbančnih obrestnih mer (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009, str. 11).

Investicijska aktivnost v zasebnem sektorju se bo močno omejila zaradi izrazitega poslabševanja razmer v mednarodnem okolju in še naprej zaostrenih posojilnih pogojev na finančnih trgih. V povezavi s težjim dostopom do financiranja se bodo zaloge v vseh gospodarskih dejavnostih zmanjšale zaradi znižanja tujega povpraševanja, manjšega povpraševanja po stanovanjih in skromnejšem trošenju gospodinjstev za trajne dobrine (Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009, 2009, str. 19).

⁴ Po napovedi UMAR-ja se bo v letu 2009 obseg potrošnje gospodinjstev realno zmanjšal v primerjavi s predhodnim letom.

Kreditna aktivnost bank v Sloveniji se že umirja zaradi zaostrenih pogojev financiranja in nižjega povpraševanja. Ovire pri obnavljanju bančnih virov iz tujine ter zmanjševanje razdolževanja, oziroma finančnega vzvoda, ki bi brez ustrezne dokapitalizacije povzročilo krčenje bilanc bank, bi lahko pospešile kreditno stiskanje, to pa bi zaviralno vplivalo na trošenje in investiranje (Poročilo o cenovni stabilnosti, 2009, str. 67).

Ankete »Bank Lending Survey«, v katero je zajetih nekaj bank evroobmočja in 5 slovenskih bank, analiza primerjav ni povsem ustrezna, kažejo, da se je v zadnjem četrtletju 2008 povpraševanje podjetij po kreditih le malenkostno povečalo, povpraševanje po potrošniških in stanovanjskih pa bistveno zmanjšalo. Kreditni standardi in posojilni pogoji so se v zadnjem polletju 2008 za podjetja ter potrošniške in stanovanjske kredite zaostri najbolj izrazito do sedaj (Poročilo o cenovni stabilnosti, 2009, str. 57).

2.2.2 Bančni sistem

Ob koncu leta 2008 so imele banke 99,3-odstotni tržni delež, merjen z bilančno vsoto in je v primerjavi z letom 2007 manj za 0,1 odstotne točke. Preostali del trga pa so si delile hranilnice (Letno poročilo Banke Slovenije 2008, 2009, str. 40).

Na dan 31. 12. 2008 je v Sloveniji delovalo 18 bank, od tega osem hčerinskih. Poleg njih so poslovale tudi 3 hranilnice in 3 podružnice tujih bank, avstrijske in francoske. V letu 2008, se je glede na leto 2007 kreditnih institucij zmanjšalo za 3, ker so se NLB Koroška banka, NLB Banka Zasavje in NLB Banka Domžale maja 2008 pripojile k Novi Ljubljanski banki. 2. marca 2009 je kot novoustanovljena banka začela poslovati KD banka (Letno poročilo Banke Slovenije 2008, 2009, str. 40). V tabeli 4 (glej stran 9) so vidne bilančne vsote in tržni deleži bank v Sloveniji.

Upočasnitev gospodarske rasti bi bilo skladno s tem pričakovati tudi upočasnjevanje bančnega kreditiranja zasebnega sektorja. Banka Slovenije napoveduje od 0 do 5 %-no povprečno letno rast kreditov (Poročilo o cenovni stabilnosti, 2009, str. 56).

Tržni delež največje banke, Nova LB, d. d. Ljubljana, se je kljub priključitvi treh hčerinskih bank znižal za 0,7 odstotnih točk na 30,2 %. Zniževanje tržnih deležev je značilno tudi za večino drugih bank v večinski domači lasti, izjemi sta SID banka in Factor banka. Medtem ko so se bankam v pretežni tuji lasti tržni deleži okrepili (Letno poročilo Banke Slovenije – leto 2008, 2009, str. 42).

Tabela 4: Bilančne vsote in tržni deleži bank

Banka	Bilančna vsota (v tisoč EUR)		Rast (v %)		Tržni delež (v %)	
	31.12.2007	31.12.2008	2007/2006	2008/2007	31. 12. 2007	31.12.2008
	Nova LB d. d. Ljubljana	13.093.567	14.346.977	25,71	1,28	30,9
Nova KB d. d. Maribor	4.218.792	4.564.756	14,98	8,2	10	9,6
Abanka Vipa d. d. Ljubljana	3.439.008	3.823.337	20,17	11,18	8,1	8
UniCredit Banka d. d. Ljubljana	2.132.695	2.891.241	-2,5	35,57	5	6,1
SKB banka d. d. Ljubljana	2.295.677	2.600.224	10,08	13,27	5,4	5,5
Banka Koper d. d. Koper	2.239.211	2.501.864	20,09	11,73	5,3	5,3
Banka Celje d. d. Celje	2.305.449	2.413.474	17,64	4,69	5,4	5,1
Hypo Alpe-Adria-bank d. d. Ljubljana	1.906.206	2.268.317	68,3	19	4,5	4,8
SID banka d. d. Ljubljana	1.248.711	2.087.717		67,19	2,9	4,4
Gorenjska banka d. d. Kranj	1.732.976	1.825.836	16,14	5,36	4,1	3,8
Raiffeisen Banka d. d. Maribor	1.259.559	1.339.651	31,51	6,36	3	2,8
Probanka d. d. Maribor	1.041.857	1.192.228	29,47	14,43	2,5	2,5
Banka Sparkasse d. d. Ljubljana	886.628	1.182.444	23,39	33,36	2,1	2,5
Factor banka d. d. Ljubljana	630,76	877,407	20,01	39,1	1,5	1,8
Banka Volksbank d. d. Ljubljana	618,324	866,175	27,55	40,08	1,5	1,8
Deželna banka Slovenije d. d. Ljubljana	756,905	839,183	24,12	10,87	1,8	1,8
Poštna banka Slovenije d. d. Maribor	626,309	702,559	10,85	12,17	1,5	1,5
BAWAG d. d. Ljubljana	596,297	701,469	54,92	17,64	1,4	1,5
BKS Bank AG Ban. podružnica Ljubljana	196,194	404,701	100,37	106,28	0,5	0,9
Zveza Bank podružnica Ljubljana	22,776	44,987	94,17	97,52	0,1	0,1
RCI Banque Societe anonime, ban.podr.Lj	22,709	23,902		5,25	0,1	0,1
NLB Banka Domžale d. d.	451,177		4,59		1,1	
NLB Koroška banka d. d.	364,453		3,19		0,9	
NLB Banka Zasavje d. d.	257,012		1		0,6	
Vse banke in podružnice skupaj	42.343.252	47.498.449	25,02	12,17	100	100

Vir: Letno poročilo 2008, 2009, str. 43.

2.2.2.1 Spremembe pri poslovanju bank v letu 2008

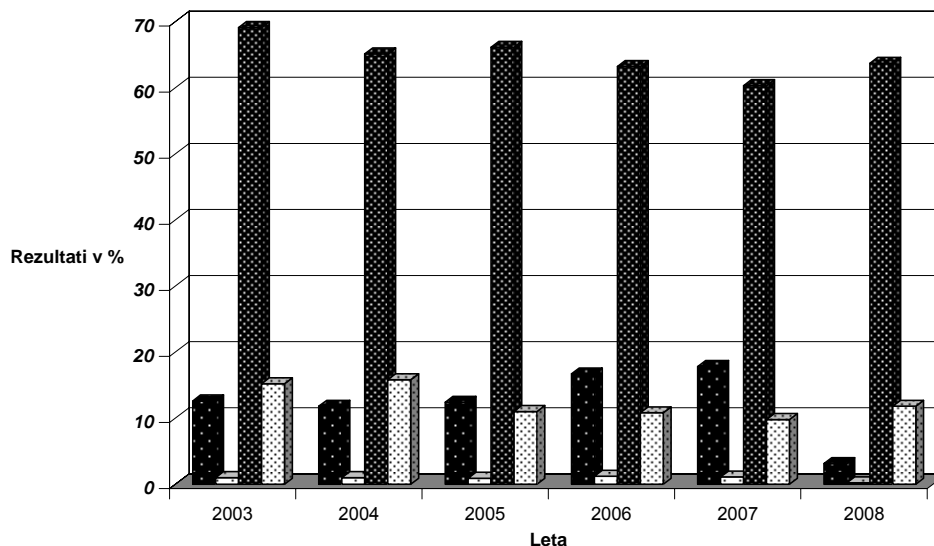
Leto 2008 so zaznamovale izredno zaostrene razmere na mednarodnih finančnih in kapitalskih trgih. Posledično so se od bank zahtevale spremembe v načinu poslovanja. Prioritetno merilo poslovnih odločitev je v letu 2008 postala likvidnost. Zaradi oteženega dostopa do bančnih virov se je banka intenzivneje usmerila k povečanju virov nebančnega sektorja, naložbeno dejavnost pa je sproti prilagajala obsegu razpoložljivih virov financiranja. Po obdobju zelo visokih stopenj rasti, predvsem pri kreditiranju, so zato leto 2008 značilni nižja rast obsega poslovanja, zniževanje marže in vse hujša konkurenca na vseh trgih ter padanje tečajev vrednosti papirjev (Poslovno poročilo za 2007, 2008, str. 27).

2.3 FINANČNI PREGLED PRETEKLEGA POSLOVANJA NLB

Finančna analiza preteklega poslovanja proučevane banke se nanaša na obdobje 2006–2008. Analiza temelji na revidiranih konsolidiranih računovodskih izkazih NLB, d. d., pri čemer je bilo s strani revizorjev za vsako leto posebej izdano pozitivno revizijsko mnenje. V letu 2008 je prišlo do pripojitev bank, zato se podatki v Letnih poročilih 2008 razlikujejo v primerjavi z Letnim poročilom 2007.

V preteklih letih je bilo za slovenske banke značilno obdobje visoke donosnosti. V tem obdobju je bilo zelo veliko investicij in banke so nudile kredite po ugodnih obrestnih merah. Tudi NLB, d. d., je vse od leta 2002 dosegala konstantno rast in v letu 2007 dosegla najvišjo rast ter tako uresničila najvišjo donosnost na kapital pred davki (glej Slika 1). V prvi polovici leta 2008 še je dosegala dobre rezultate in poskušala zadrževati rast prejšnjih let. V drugi polovici leta 2008 je finančno-gospodarska kriza zajela velik del slovenskega gospodarstva ter posledično tudi NLB. V poslovanju bank se je pojavila visoka tveganost.

Slika 1: Ključni kazalci poslovanja NLB Skupine v obdobju 2003–2008



	2003	2004	2005	2006	2007	2008
■ ROE	12,6	11,8	12,4	16,7	17,8	3,1
□ ROA	1	1	0,9	1,2	1,1	0,2
▨ CIR	69,1	65,1	66,1	63,2	60,3	63,7
▩ Kapitalska ustreznost	15,2	15,8	11	10,8	9,8	11,8

Legenda:

ROE	Donos na povprečni kapital pred davki
ROA	Donos na povprečno aktivo pred davki
CIR	Delež stroškov v netu prihodku
Kapitalska ustreznost	Kapitalska ustreznost

Vir: NLB, leto 2009.

3 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE BANKE NLB

V tem delu diplomskega dela bo predstavljena uporaba modelov vrednotenja banke na primeru NLB. Namen vrednotenja poslovne banke je oceniti vrednost NLB na dan 31. 12. 2008. Na podlagi revidiranih skupinskih računovodskih podatkov smo naredili napoved vrednosti delnice. NLB ne kotira na borzi, zato smo pri ocenjevanju delnice upoštevali odbitek za pomanjkanje tržnosti. Kadar gre za delnico, ki ne kotira na borzi, se težje proda v primerjavi z delnico, ki kotira. Za delnico, ki kotira na organiziranem trgu, se proda z višjimi stroški in v daljšem časovnem obdobju. Avtorji Pratt, Reilly in Schweihs (2000, str. 403) so izvedli študijo delnic z omejeno prenosljivostjo. Iz te študije je povzet odbitek za pomanjkanje tržnosti. Avtorji navajajo, da je višina odbitka za pomanjkanje tržnosti med 0 % in 30 % z mediano 9 %. Uporabljen je odbitek za pomanjkanje tržnosti v višini mediane 9 %, saj se z delnicami obravnavane banke opravlja več različnih poslov.

3.1 METODA PROSTIH DENARNIH TOKOV LASTNIŠKEMU KAPITALU

Denarni tok navadnim delničarjem je po Jensenu opredeljen kot »presežek nad denarnim tokom, ki je potreben, da se financira vse projekte, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost (Jensen, 1989, str. 13) in sicer ob predpostavki, da je obstoječa sestava financiranja podjetja enaka ciljni. Vrednost lastniškega kapitala banke je tako enaka sedanji vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov navadnim delničarjem (Damodaran, 2001, str. 3):

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

kjer je:

V vrednost kapitala
FCFE_t pričakovani prosti denarni tok navadnim delničarjem v obdobju t,
k_e zahtevana stopnja donosa (strošek) lastniškega kapitala.

Prav tako je pomembna preostala vrednost (angl. *Terminal Value – TV*), ki je vrednost prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu po eksplicitnem obdobju napovedovanja. V praksi imamo razvito preprosto formulo za izračun končne vrednosti, ki olajša napovedovanje denarnih tokov v zelo oddaljeni prihodnosti podjetja in izhaja iz modela enakomerne rasti dividend (Damodaran, 2001d, 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.

3.1.1 Določitev diskontne stopnje

Pričakovani denarni tokovi morajo biti diskontirani z diskontnim faktorjem, ki predstavlja celoten strošek financiranja sredstev oziroma je praviloma enak zahtevani stopnji donosa kapitala in naj bi odražal oportunitetne stroške vseh virov kapitala, tehtane z relativnim deležem v celotnem kapitalu podjetja (Bizej, 2006, str. 34). Pri vrednotenju smo uporabili metodo prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu in zato potrebujemo za diskontni faktor samo strošek lastniškega kapitala.

V praksi se za izračun stroške lastniškega kapitala uporablja enofaktorski model CAPM (angl. *Capital Asset Pricing Model*) in se izračuna:

$$k_e = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta \quad (4)$$

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: 3,987 %

Donos netvegane investicije je hipotetično donos na vrednostni papir ali portfelj vrednostnih papirjev, nimajo tveganja neizpolnitve obveznosti in nimajo popolnoma nobene korelacije z nobeni drugimi donosi v ekonomiji (Bizej, 2006, str. 36). Za določitev netvegane mere donosa se ponavadi uporabi donosnost državnih obveznic z dospeljem okoli deset let. Zaradi pesimističnih napovedi gospodarske rasti, ki so zaradi recesije, so netvegane mere donosa državnih obveznic izvzete. Ocena netvegane mere donosa temelji na prihodnjih obrestnih merah za euro.

Koeficient beta: 1,10 %

Koeficient beta nam predstavlja sistematično tveganje⁵ in je definirana v modelu CAPM kot dodatno tveganje, ki ga delnica doprinese k portfelju. Pri netržnih delnicah se koeficienta ne da izračunati, zato se kot približek uporabi povprečje v panogi. Pri izračunu smo uporabili beto z vrednostjo 1,10, ki izhaja iz povprečne bete 477 bank po podatkih Damodarana⁶ za ameriški trg.

Tržna premija za tveganje: 3,77 %

Tržna premija za tveganje je opredeljena kot razlika med zgodovinsko donosnostjo, doseženo na kapitalskem trgu, in netvegano stopnjo donosa. Ocene na podlagi dosedanjih gibanj donosnosti netveganih naložb in delnic na Ljubljanski borzi so nezanesljive. Zato smo pri izračunu uporabili tržno premijo za tveganje iz geometrijskega povprečja dolgoročne tržne premije za tveganje 40

⁵ Predstavlja preostalo tveganje, ki je odvisno od ostalih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti.

⁶ Podatek je pridobljen iz dokumenta Total Beta by Industry Sector [Damodaran On-Line].

letnega obdobja po podatkih Damodarana⁷ za ameriški trg. Tržna premija za tveganje razvitega kapitalnega trga znaša 3,77 %.

Pribitek za deželno tveganje: 1,50 %

Slovenija je država v razvoju, ki izvozi četrtno skupnega izvoza v države nekdanje Jugoslavije. Za te trgovinske partnerice Slovenije je značilno zelo visoko tveganje. Posledično zaradi večjega tveganja v Sloveniji, je k diskontnemu faktorju prištet pribitek za deželno tveganje v višini 1,50 %. Višina pribitka izhaja iz podatkov Damodaran⁸ za Slovenijo.

Zgoraj opisani parametri lahko po CAPM modelu omogočajo izračun stroška navadnega kapitala. Strošku navadnemu kapitalu prištejemo še pribitek za deželno tveganje. Izračuni so vidni spodaj.

$$k_e = 3,987 \% + 3,77 \% * 1,10 \% = 8,13 \%$$

$$k_e = 8,57 \% + 1,50 \% = 9,63 \%$$

Strošek lastniškega kapitala za NLB z upoštevanjem pribitka za deželno tveganje je tako enak 9,63 %.

3.1.2 Izračun vrednosti

Za izračun prostih denarnih tokov potrebujemo prihodnje vrednosti čistega dobička, amortizacije, oslabitev, rezervacij in spremembe v vlogah ter kreditih. Ti parametri so napovedani na podlagi gibanja v preteklih treh letih poslovanja banke in s korekcijo napovedi gospodarskih gibanj ter tržnega deleža banke. Pri napovedi čistega dobička poslovnega leta so bile uporabljene različne rasti, in sicer za leta 2009, 2010 in 2011 je bila uporabljena nižja stopnja rasti dobička kot pa za naslednji leti, ko je bila ta določena po višji stopnji. Napoved dobička za prva tri leta je nižja zaradi kreditnega krča in oteženega dražjega pridobivanja virov banke NLB. Tuje banke do teh virov pridejo hitreje in ceneje, zato so na slovenskem trgu konkurenčnejše slovenskim bankam. V teh kriznih letih je pričakovati, da bo NLB še za nekoliko izgubila tržni delež, ki ga je izgubila tudi v letu 2008, kljub pripojitvi treh slovenskih bank⁹. V letih 2012 in 2013 je dobiček napovedan po višji stopnji kot v letih poprej, ker se pričakuje oživljanje gospodarstva, to pomeni, da bo posledično več investicij in kreditne aktivnosti.

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

⁷ Podatek, pridobljen iz dokumenta Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States [Damodaran On-Line].

⁸ Podatek, pridobljen iz dokumenta Risk Premiums for Other Markets [Damodaran On-Line].

⁹ Maja 2008 so se k NLB pridružile NLB Banka Domžale, d. d. Domžale, NLB Banka Zasavje, d. d. Trbovlje, in NLB Koroška banka, d. d. Slovenj Gradec (Revidirani konsolidirani računovodski izkazi NLB Skupine za leto 2008, 2009, str. 159)

Tabela 5: Sedanja vrednost prostega denarnega toka izračunana za obdobje 2009-2013

<i>v tisočih evrih</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti dobiček poslovnega leta	19.527	27.717	32.817	56.214	78.657
Plus: Amortizacija	64.865	66.617	68.415	70.263	72.160
Plus: Oslabitve	199.061	179.155	161.239	145.115	130.604
Plus: Rezervacije	10.957	11.614	12.311	13.050	13.833
Plus: Sprememba obrestnih marž	-180.353	-59.960	-29.980	31.779	33.686
Manj: Sprememba kreditov komitentom	-198.807	-204.175	-209.688	-215.349	-221.163
Prosti denarni tok (FCFE)	-84.750	20.968	35.115	101.071	107.775
diskontni faktor	1,10	1,20	1,32	1,44	1,58
Sedanja vrednost prostih denarnih tokov	-77.305	17.446	26.651	69.970	68.057

Sedanja vrednost prostih denarnih tokov znaša 104.818 tisoč EUR, ki smo jo dobili tako, da smo sešteli vsoto vseh prostih denarnih tokov za naslednjih pet let, deljeno z diskontnim faktorjem. Tej vsoti prostih denarnih tokov petih let pa je potrebno prišteti še sedanjo vrednost preostale vrednosti. Stopnja rasti v neskončnost je v teoriji med 0 in 3 odstotki. Glede na trenutne razmere na trgu je težko napovedati stabilno rast v neskončnost. Stopnjo rasti denarnega toka po letu 2012, ki predstavlja t. i. normalno realno stopnjo rasti, je enaka stopnja rasti, ki se jo predvideva za rast slovenskega BDP in znaša 2,7 %.

Preostalo vrednost za NLB izračunamo po naslednji enačbi.

$$TV = \frac{104.818 * (1 + 0,027)}{(0,0963 - 0,027)} = 1.553.366 \text{ €}$$

Preostala vrednost znaša 1.553.366 tisoč EUR. To vrednost je potrebno diskontirati z diskontnim faktorjem v višini 1,73 in tako dobimo sedanjo vrednost preostale vrednosti v višini 897.898 tisoč EUR. Glede na narejene izračune je v spodnji preglednici prikazana ocenjena vrednost lastniškega kapitala.

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

<i>v tisočih evrih</i>	
Vsota sedanje vrednosti prostih denarnih tokov (FCFE)	104.818
Sedanja vrednost preostale vrednosti	1.553.366
Sedanja vrednost lastniškega kapitala	1.658.184

NLB ne trguje na organiziranem trgu in zato je potrebno od dobljene sedanje vrednosti lastniškega kapitala odšteti diskont za pomanjkanje tržnosti v višini 9 %. Dobljeno vrednost lastniškega kapitala, ki je popravljena za odbitek za pomanjkanje tržnosti, delimo s številom vseh delnic in tako dobimo ocenjeno vrednost delnice.

Tabela 7: Ocenjena vrednost delnice po modelu prostih denarnih tokov

v tisočih evrih	
Sedanja vrednost lastniškega kapitala	1.658.184
Manj: Diskont za pomanjkanje tržnosti (9 %)	149.237
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala, popravljena za odbitek za pomanjkanje tržnosti	1.508.947
Število delnic, ki se ocenjuje (brez LD)	8.871.028
Ocenjena vrednost delnice	170,10

Na dan 31. 12. 2008 je ocenjena vrednost delnice po modelu prostih denarnih tokov, zmanjšana za diskont za pomanjkanje tržnosti, znašala 170,10 €.

Pri tej metodi na rast prihodnjih denarnih tokov vplivata zahtevana donosnost lastniškega kapitala in stopnja rasti. Ker ju je težko oceniti, je narejena še analiza občutljivosti vrednosti delnice na ti dve spremenljivki. Rezultati analize občutljivosti so prikazani v spodnji tabeli.

Tabela 8: Analiza občutljivosti

k/g	2,20 %	2,70 %	3,40 %
8,60 %	178,93	189,54	204,08
9,60 %	165,51	170,1	181,46
10,60 %	146,27	153,04	162,97

Tabela 8 kaže občutljivost delnice ob majhni spremembi stopnje rasti ali pa stroške kapitala.

3.2 DIVIDENDNI MODEL

V letu 2008 je prišlo do poglobitve finančne krize. Krizo banka NLB občuti predvsem v oteženem pridobivanju virov sredstev na finančnih trgih, ki so posledica nezaupanja med bankami in ostalimi vlagatelji. Kriza se odraža v kreditni aktivnosti NLB-ja in deloma na kakovosti njenega portfelja, saj se v gospodarstvu likvidnostne razmere zaostrujejo (Revidirani računovodski izkazi NLB, d. d., 2008, str. 195). Zaradi kreditnega krča se trenutno banka nahaja v obdobju neenakomerne rasti in pričakovati je mogoče, da se bo nahajala do leta 2012. Po preteku štirih let je mogoče pričakovati izboljšanje gospodarske aktivnosti in posledično rasti kreditiranja. Za vrednotenje banke NLB, ki se trenutno nahaja v fazi nestabilne rasti, smo uporabili dvostopenjski dividendni model.

Vrednost navadne delnice po takšnem modelu se lahko oceni z naslednjo formulo (Damodaran, 2001d, str. 8):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,hg})} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})}, \text{ kjer } P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)} \quad (5)$$

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

$$g_n = 0,22 \% * 50,76 \% = 0,16 \%$$

Za izračun pričakovane stopnje rasti smo uporabili donos na kapital v letu 2008 in delež zadržanega dobička. Spodaj je viden izračun deleža zadržanega dobička.

$$\text{Delež zadržanega dobička} = (\text{Čisti dobiček} - \text{Dividende}) / \text{Čisti dobiček}$$

Spodnja tabela 9 prikazuje deleže zadržanega dobička za obdobje 2006–2008. Zaradi velikega odstopanja med letom 2008 in leti poprej, smo se odločili, da bomo izračunali povprečno stopnjo deleža zadržanega dobička. Povprečna vrednost deleža zadržanega dobička znaša 50,76 % in to vrednost uporabimo v zgoraj navedeni enačbi pričakovani stopnji rasti. Vrednost 50,76 % nam pove, da toliko odstotkov čistega dobička banka ne bo naslednjih letih namenila za izplačilo dividend oziroma da bo 49,24 % čistega dobička banka namenila za izplačilo dividend.

Tabela 9: Vrednosti deležev zadržanega dobička v obdobju 2006–2008

	2006	2007	2008
Delež zadržanega dobička	75,4 %	73,4 %	3,5 %

Sedanjo 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. Te dividende na delnico še diskontiramo na sedanjo vrednost, in sicer z diskontnim faktorjem, ki je strošek kapitala.

V spodnji preglednici so prikazane sedanje vrednosti dividend za obdobje neenakomerne rasti.

Tabela 10: Sedanja vrednost dividend za obdobje neenakomerne rasti

	2009	2010	2011	2012
Pričakovana stopnja rasti (glej spodaj)	0,93 %	1,32 %	1,56 %	1,91 %
Čisti dobiček na delnico	2,19	3,11	3,68	4,51
Delež čistega dobička, izplačan v obliki dividend	49 %	49 %	49 %	49 %
Dividenda na delnico	1,08	1,53	1,81	2,22
Diskontni faktor	1,10	1,20	1,32	1,44
Sedanja vrednost dividend	0,98	1,28	1,37	1,54
Donos na kapital (ROE)	1,83 %	2,59 %	3,07 %	3,76 %
Delež zadržanega dobička	51 %	51 %	51 %	51 %
Pričakovana stopnja rasti	0,93 %	1,32 %	1,56 %	1,91 %

Leto 2013 naj bi bilo prelomno obdobje, ker po tem letu bo za banko značilno prehodno obdobje rasti. Za prehodno obdobje bodo značilne višje stopnje rasti in tudi višje dividende na delnico. Takšne stopnje rasti smo ocenili zato, ker se po obdobju neenakomerne rasti pričakuje oživljanje gospodarske aktivnosti. Lahko povezujemo, da se bo gospodarska rast povečevala zaradi povečanih investicij in posledično se bodo izboljševali poslovni rezultati bank. V takšni situaciji bo lahko banka spet izboljšala svoj tržni delež. Po štirih letih prehodnega obdobja se naj bi za banko pričakovala enakomerna letna rast, v višini 5,20 %. V spodnji preglednici je prikazan izračun sedanje vrednosti dividend za leta, ki so v predhodnem obdobju.

V spodnji preglednici so prikazane sedanje vrednosti dividend za stabilno

Tabela 11: Sedanja vrednost dividend za prehodno obdobje

	2013	2014	2015	2016
Pričakovana stopnja rasti	5,13 %	6,51 %	7,88 %	6,51 %
Čisti dobiček na delnico	7,04	9,50	12,58	15,40
Delež čistega dobička izplačan v obliki dividend	49,24 %	49,24 %	49,24 %	49,24 %
Dividenda na delnico	3,47	4,68	6,19	7,58
Stroški kapitala	1,58	1,73	1,90	2,08
Sedanja vrednost dividend	2,19	2,70	3,26	3,64

Za oceno preostale vrednosti moramo prihodnje dividende diskontirati s stroški kapitala (Damodaran, 2001a, str. 20). Rast dividend v neskončnost ne more biti večja od gospodarske rasti, zato smo za rast dividend vzeli stopnjo rasti, ki je napovedana za leto 2011.

$$P_n = \frac{7,58 * (1 + 0,027)}{(0,0963 - 0,027)} = 112,3\text{€}$$

Preostala vrednost, pridobljena v zgornjem izračunu, znaša 112,3 € na delnico, to vrednost je potrebno diskontirati z diskontnim faktorjem v višini 2,08, da dobimo sedanjo vrednost preostale vrednosti, ki znaša 53,0 €.

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

Tabela 12: Vrednost delnic,e ocenjena z dividendnim modelom

Sedanja vrednost v obdobju neenakomerne rasti	5,18
Sedanja vrednost v obdobju enakomerne rasti	11,80
Preostala vrednost	112,30
Vrednost delnice	70,97
Manj: Odbitek za pomanjkanje tržnosti (9 %)	6,39
Vrednost delnice	64,58

Vrednost delnice ocenjena z dividendnim modelom na dan 31. 12. 2008, zmanjšana za diskont za pomanjkanje tržnosti, znaša 64,6 €.

3.3 METODA PRESEŽNE DONOSNOSTI

Po tej metodi vrednost podjetja izračunamo tako, da seštejemo trenutno investiran kapital v podjetju in sedanje vrednosti presežne donosnosti, ki jo podjetje pričakuje v prihodnosti (Damodaran, 2001a, str. 26). Trenutno investiran kapital v podjetju pomeni knjigovodska vrednost kapitala na dan vrednotenja. Sedanja vrednost presežnih donosov pa je izračunana v spodnji preglednici.

Za izračun presežne donosnosti moramo napovedati čisti dobiček, od katerega odštejemo stroške kapitala v absolutnem znesku. Stroške kapitala smo dobili tako, da začetno knjigovodsko vrednost kapitala pomnožimo z relativnimi stroški kapitala, ki so izračunani po CAPM-modelu (izračun je prikazan na str. 12). Začetno knjigovodsko vrednost kapitala smo odčitali iz bilance stanja. Za knjigovodske vrednosti kapitala v naslednjih letih je potrebno vrednosti iz prejšnjega leta prišteti zadržani dobiček. Zadržani dobiček smo dobili tako, da smo od napovedanega čistega dobička odšteli znesek namenjen za izplačilo dividend, ki je izračunan po upoštevanju enega deleža čistega dobička, namenjenega za izplačilo dividend, kot v letu 2008.

Tabela 13: Sedanja vrednost presežne donosnosti

V tisočih EUR	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti dobiček poslovnega leta	19.527	27.717	32.817	56.214	78.657
Stroški kapitala	-122.760	-126.075	-129.479	-132.974	-136.565
Presežna donosnost kapitala	-103.233	-98.358	-96.662	-76.760	-57.908
Zahtevan donos	1,1	1,2	1,32	1,44	1,58
Sedanja vrednost	-93.848	-81.965	-73.228	-53.306	-36.651
Ocena letnih stroškov kapitala					
Začetna KV kapitala	1.274.767	1.309.185	1.344.533	1.380.836	1.418.118
Stroški kapitala	9,63 %	9,63 %	9,63%	9,63 %	9,63 %
Absolutni stroški kapitala	122.760	126.075	129.479	132.974	136.565
Ocena knjigovodske vrednosti kapitala					
Donos na kapital	0,22 %	1,32 %	2,67 %	3,73 %	5,13 %
Čisti dobiček	19.527	27.717	32.817	56.214	78.657
Delež čistega dobička izplačan v obliki dividend	49,24 %	49,24 %	49,24 %	49,24 %	49,24 %
Izplačilo dividend	9615	13648	16159	27680	38731
Zadržani dobiček	9.912	14.069	16.658	28.534	39.926

Za izračun vrednosti lastniškega kapitala po metodi presežne donosnosti je potrebno poznati tudi preostalo vrednost presežne donosnosti, ki pa jo lahko izračunamo po naslednji enačbi:

$$TV = \frac{NI_{2014} - k_{e2014} * BV_{2014}}{k_e - g_n} \quad (6)$$

Čisti dobiček za leto 2014 znaša 84.606 €, ki pa smo ga izračunali iz napovedi rasti v dividendnem modelu (glej str. 16). Knjigovodska vrednost za 2014 je izračunana tako, da smo dobiček za leto 2014 delili s pričakovano donosnostjo na kapital v letu 2013, ki smo ga povečali

za vrednost 2,7 %¹⁰, ker se bodo gospodarske razmere na trgu začele izboljševati. Knjigovodska vrednost kapitala v letu 2014 znaša 1.538.291 tisoč EUR. Izračuni so vidni spodaj.

$$BV_{2014} = NI_{2014} / ROE_{2013} \quad (7)$$

Kjer je,

BV_{2014} knjigovodska vrednost kapitala v letu 2014 (angl. *Book Value*)

NI_{2014} čisti dobiček v letu 2014 (angl. *Net Income*)

ROE_{2013} donos na lastniški kapital v letu 2013 (angl. *Return on Equity*)

$$BV_{2013} = 84.604 / 5,13 \% (1+2,7 \%) = 1.080.536 \text{ €}$$

Iz zgornje enačbe je viden izračun preostale vrednosti iz enačbe, ki jo je potrebno diskontirati z diskontom v višini 1,73 na sedanjo vrednost.

$$TV = \frac{84.606 - 0,0963 * 1.080.536}{0,0963 - 0,027} = -280.659 \text{ €}$$

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).

Tabela 14: Vrednost lastniškega kapitala po modelu presežne donosnosti

Knjigovodska vrednost investiranega kapitala	1.274.767
Sedanja vrednost presežne donosnosti	-338.998
Sedanja vrednost preostale vrednosti	-280.659
Vrednost lastniškega kapitala	655.110

Za izračun vrednosti delnice po tej metodi je potrebno dobljeno vrednost lastniškega kapitala zmanjšati z diskontom za pomanjkanje tržnosti ter deliti s številom vseh delnic brez lastnih delnic. Tako dobimo vrednost lastniškega kapitala na delnico. V spodnji preglednici je viden izračun ocene vrednosti delnice.

Tabela 15: Vrednost delnice, ocenjena z modelom presežne donosnosti

Vrednost lastniškega kapitala	655.110
Manj: diskont za pomanjkanje tržnosti (9 %)	58960
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	596.150
Število delnic	8.871.028
Vrednost delnice	67,20

Ocenjena vrednost delnice z metodo presežnih donosnosti na dan 31. 12. 2008, zmanjšana za diskont za pomanjkanje tržnosti, znaša 67,20 €.

¹⁰ Podatek je pridobljen iz Pomladanske napovedi gospodarskih gibanj 2009.

3.4 TRŽNI PRISTOP - METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ

V tem poglavju bomo izračunane multuplikatorje konkurentov banke NLB uporabili za vrednotenje njene delnice. S to metodo se ocenjuje vrednost navadnega lastniškega kapitala na podlagi izbranih večkratnikov. Najpogosteje uporabljeni večkratnik za vrednotenje banke je Tržna vrednost lastniškega kapitala (TVK) / Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala (KV) ali kot drugače poznan pod oznako P/B. Poznamo tri značilne večkratnike, ki so specifični za banke, to so: Tržna vrednost lastniškega kapitala/Celotna sredstva, Tržna vrednost lastniškega kapitala/Depoziti stran ter Tržna vrednost lastniškega kapitala/Kreditni strankam. Pomembni so zato, ker je to osnovna dejavnost banke.

Na podlagi borznih tečajev delnic izbranih bank na 31. 12. 2008 in njihovih finančnih izkazov za leto 2008 so bili izračunani izbrani večkratniki tržne vrednosti lastniškega kapitala za vzorec bank, katerih vrednosti so prikazane v prilogi A. V vzorec sta izbrani dve slovenski banki iz Slovenije (Nova kreditna banka Maribor, Abanka Vipava), dve banki iz Avstrije (Raiffeisen Bank, Hypo Alpe Adria Bank) in banka iz Hrvaške (Zagrebačka banka). Z vsemi delnicami se trguje na organiziranem trgu. Primerljive banke so bile izbrane zaradi geografskega vidika ter okvirno tudi po tržnem deležu.

Tabela 16: Ocenjena vrednost delnice NLB z modelom primerljivih bank na dan 31. 12. 2008

	KV	TA	Depoziti strank	Kreditni strankam	Čisti dobiček pred davki
NLB	1.274.767	18.918.184	9.464.809	12.916.930	38.193
					TVK/Čisti dobiček pred davki
Večkratnik tržne vrednosti kapitala	TVK/KV	TVK/Celotna sredstva	TVK/Depoziti strank	TVK/Kreditni strankam	dobiček pred davki
Multiplikator	0,72	0,04	0,11	0,09	7,43
Vrednost lastniškega kapitala na tržni osnovi	917.832	756.727	1.041.129	1.162.524	283.774
Manj: Diskont za pomanjkanje tržnosti	82.605	68.105	93.702	104.627	25.540
Ocena vrednosti lastniškega kapitala na tržni osnovi	835.227	688.622	947.427	1.057.897	258.234
Število delnic	8.871.028	8.871.028	8.871.028	8.871.028	8.871.028
Vrednost delnice	94,2	77,6	106,8	119,3	29,1

Iz zgornje preglednice je prikazan izračun vrednosti delnice NLB z metodo primerljivih podjetij, ki je zmanjšana za diskont za pomanjkanje tržnosti v višini 9 %.

Kadar pride do velikih odstopanj med temi večkratniki, je najbolje narediti povprečno oceno vrednosti delnice iz teh izračunov. Za končni izračun še naredimo povprečje med vsemi večkratniki, da dobimo povprečno vrednost delnice NLB z modelom primerljivih bank.

$$\text{Povprečna vrednost delnice} = (94,2 + 77,7 + 106,8 + 119,3 + 29,1) / 5 = 85,42 \text{ €}$$

Izračunana končna vrednost delnice NLB na dan 31. 12. 2008 po metodi primerljivih podjetij znaša 85,4 €, ki je aritmetična povprečna vrednost vseh petih izbranih večkratnikov.

4 KONČNA OCENA VREDNOSTI

Pri izračunu vrednosti delnice NLB je bil upoštevan odbitek za pomanjkanje tržnosti v višini 9 %. Ta odbitek smo upoštevali v izračunih pri vseh metodah, ker delnica banke ne kotira na borzi. Rezultati vrednotenja delnice z uporabljenimi metodami so različni. Na te metode vplivajo različni parametri, zato pride do odstopanj pri vrednostih delnice. Zaradi odstopanj in pomanjkljivosti vseh metod vrednotenja se v praksi priporoča, da se končna ocena naredi na podlagi več metod vrednotenja.

Pri določanju končne ocene vrednosti banke smo izračunali ponderirano povprečje ocen z vsemi metodami vrednotenja, ki so bile uporabljene v diplomski nalogi. Tako smo torej vsaki ocenjeni vrednosti, pridobljeni z različnimi metodami vrednotenja, pripisali določeno utež. Velikost uteži se določi glede na primernost posamezne metode za vrednotenje banke. Ker so v teoriji za vrednotenje banke metode sedanje vrednosti bolj priporočljive od metode primerjalnega vrednotenja, smo ocenjeni vrednosti delnice na podlagi prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu dodelili največjo vrednost uteži. Dividendnemu modelu dodeljena večja utež, ker prav tako temelji na prostih denarnih tokovih. Metodi primerljivih podjetij je dodeljena nižja utež, in to zaradi razmer na kapitalskem trgu. Metoda presežne donosnosti ima najnižjo utež, ker ima negativno sedanjo vrednost in zaradi največjega odstopanja pri cenah delnice.

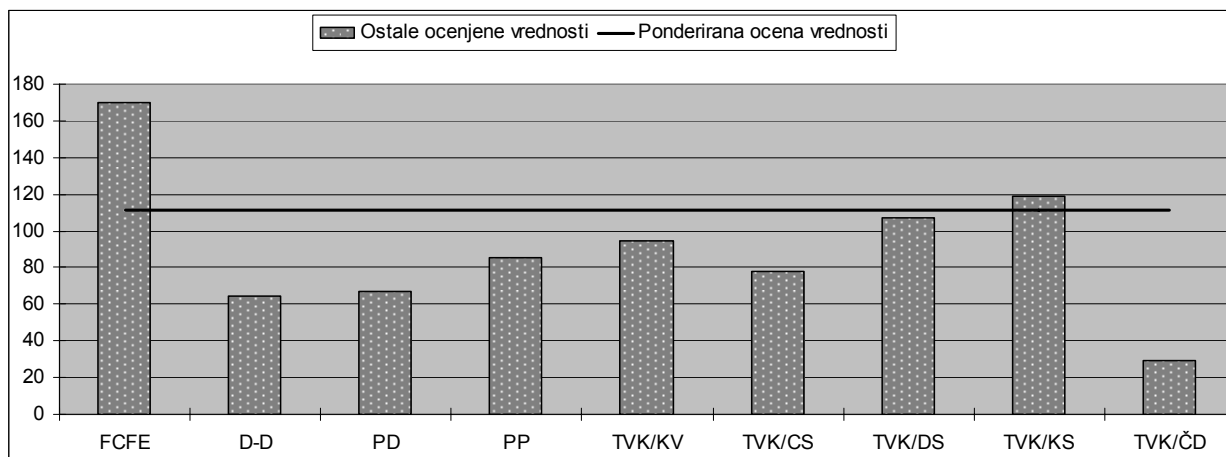
V spodnji preglednici je prikazan izračun končne vrednosti delnice NLB.

Tabela 17: Končna ocenjena vrednost delnice

	Utež	Cena delnice
Ocena z metodo presežne donosnosti	0,1	67,2
Ocena na podlagi primerljivih podjetij	0,2	85,42
Ocena z dividendnim modelom	0,3	64,6
Ocena z metodo prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu	0,4	170,1
Ponderirana ocena vrednosti delnice		111,2

Na dan 31. 12. 2008 je ponderirana vrednost delnice NLB, z upoštevanim diskontom za netržnost, znašala 111,2 €. Za lažjo primerjavo vseh ocenjenih vrednosti delnic, je spodaj priložena slika, ki predstavlja vse ocene vrednosti delnice, zmanjšane za diskont za netržnost. Iz spodnje slike je razvidno, da je pri vrednotenju delnice po različnih metodah prišlo do odstopanj. Ponderirana ocena vrednosti je aritmetična sredina vrednosti delnice, ki je izračunana na podlagi štirih metod.

Slika 2: Ocene vrednosti delnice NLB, pridobljene z vsemi uporabljenimi modeli vrednotenja na dan 31. 12. 2008



Legenda:

FCFE	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.

SKLEP

Vrednotenje bank je izredno zahtevno in kompleksno, od finančnega analitika zahteva veliko znanja iz različnih področij. Analitiki si pri vrednotenju pomagajo z različnimi metodami vrednotenja, in sicer najbolj uporabljeni sta metoda diskontiranja denarnih tokov in metoda multiplikatorjev. Metode, ki smo jih uporabili pri ocenjevanju delnice NLB, so: metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu, dividendni model, metoda presežne donosnosti in metoda primerljivih podjetij. Namen diplomskega dela je bil uporabiti metode vrednotenja delnice banke za potencialnega investitorja oziroma interesenta za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev.

Pri metodi prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu smo napovedali prihodnje vrednosti vseh parametrov v izračunu prostega denarnega toka. Ti parametri so napovedani glede na gibanje v preteklih treh letih in prilagojeni na razmere na trgu. Nekatere projekcije so precej subjektivne narave. Glede na trenutne razmere na trgu je napoved bolj pesimistična, ker se razmere na kapitalnem trgu še niso umirile oziroma ustalile.

Pri bankah, ki kotirajo na borzah, se cena oziroma vrednost oceni glede na tržno ponudbo in povpraševanje. NLB ne kotira na organiziranem trgu, zato je bilo težje določiti tržno ceno delnice. Tržna cena je določena glede na tržne razmere in poslovne rezultate. Na dan 31. 12. 2008 je tržna cena delnice banke znašala 202,5 € na sivem trgu, knjigovodska vrednost pa 143,70 €, kar pomeni, da je delnica banke precenjena. Kot zanimivost dodajamo, da se je v sredini leta 2008 v banki izvajala dokapitalizacija. NLB je delnice prodajala po enotni ceni 334 €

in se tako v zadnjem krogu dokapitalizacije dokapitalizirala v višini 300 milijonov €. Nekateri analitiki so bili mnenja, da je bila cena dokapitalizirane delnice predraga.

Če povzamemo smisel diplomskega dela in pri tem delu izpostavimo odgovor na ključno vprašanje, lahko podamo dva odgovora. Prvi odgovor na vprašanje, ali je za bodočega investitorja nakup delnice NLB smiseln, lahko odgovorimo, da je. Nakup je smiseln, kadar ima investitor namen delnico obdržati za daljše obdobje, in sicer tako dolgo, da si bo kapitalski trg opomogel in bodo prisotni kapitalski presežki, ter v primeru, da banka v prihodnosti dobre investicijske načrte. Na drugi strani pa lahko odgovorimo, da nakup ni smiseln za tiste investitorje, ki želijo delnico kmalu po nakupu prodati in si s tem ustvariti hitre donose. Prav tako nakup tudi ni smiseln, ker se kljub pripojitvam bank banki NLB in dokapitalizaciji tržni delež manjša. Na trenutno situacijo kapitalskega trga in oteženem dostopu bank do virov nakup ni smiseln. Odgovor imetnikom delnice pa lahko pojasnimo, da trenutno delnice ni smiselno prodati, kajti tržne cene delnic so precej padle, posledično tudi obravnavane banke. Od vsakega posameznika je odvisno, kako se bo odločil in ali bo delnico kupil ali pa jo prodal, pod pogojem, da jo že ima v lasti.

LITERATURA IN VIRI

1. Bezljaj, P. (2006). *Vrednotenje 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 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm.pdf>.
4. Damodaran, A. (2001b). *Approaches to valuation*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch2.pdf>.
5. Damodaran, A. (2001c). *Free cash flow to equity discount models*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>.
6. Damodaran, A. (2001d). *Dividend discount models*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch13.pdf>.
7. Euro Area Yield Curve [European Central Bank]. (2009). Najdeno 30. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/money/yc/html/index.en.html>.
8. Historical Returns on Stocks, BOnds and Bills – United States [Damodaran On-Line]. (2009). Najdeno 30. junija 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
9. *Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2009*. (2009). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj. Najdeno 30. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.umar.gov.si/publikacije/single/publikacija/zapisi/pomladanska_napoved_gospodarskih_gibanj_2009/.
10. Kleindienst, R. (1999). *Vrednotenje poslovnih bank* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. *Letno poročilo – leto 2008* [Banka Slovenije]. (2009). Najdeno 18. junija na spletnem naslovu http://www.bsi.si/iskalniki/letna_porocila.asp?MapaId=709.
12. *Poročilo o cenovni stabilnosti* [Banka Slovenije]. (2009). Najdeno 18. junija na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=284>.

13. Pratt, P.S., Reilly, F. R. & Schweichs, P.R. *Valuing a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. (4th ed.). New York: McGraw-Hill.
14. *Revidirano letno poročilo Nove Ljubljanske Banke, d. d., za leto 2006*. (2007). Ljubljana: Nova Ljubljanska Banka, d. d.
15. *Revidirano letno poročilo Nove Ljubljanske Banke, d. d., za leto 2007*. (2008). Ljubljana: Nova Ljubljanska Banka d. d.
16. *Revidirano letno poročilo Nove Ljubljanske Banke, d. d., za leto 2008*. (2009). Ljubljana: Nova Ljubljanska Banka, d. d.
17. Risk Premiums for Other Markets [Damodaran On-Line]. (2009). Najdeno 20. junija 2009 na spletni strani <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
18. Total Beta by Industry Sector [Damodaran On-Line]. (2009). Najdeno 20. junija 2009 na spletni strani <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

PRILOGE

PRILOGA A: Izbrani večkratniki tržne vrednosti kapitala za vzorec primerljivih bank iz Slovenije, Avstrije in Hrvaške

PRILOGA B: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2009-2013

PRILOGA C: Revidiran konsolidiran izkaz poslovnega izida NLB Skupine za leto 2008

PRILOGA D: Revidirana konsolidirana bilanca stanja NLB Skupine za leto 2008

PRILOGA A: Izbrani večkratniki tržne vrednosti kapitala za vzorec primerljivih bank iz Slovenije, Avstrije in Hrvaške

	TVK (v tisočih €)	TVK/KV	TVK/celotna sredstva	TVK/depoziti strank	TVK/kreditni strankam	TVK/Poslovni izid pred davki
NKBM	247.779	0,74	0,05	0,09	0,08	17,27
Abanka Vip	451.945	1,17	0,12	0,24	0,16	17,35
Zagebačka banka	1.567.359	0,89	0,13	0,22	0,20	6,63
Hypo bank	1.557.402	0,62	0,04	0,05	0,05	-3,30
Raifeissen	3.093.350	0,47	0,04	0,07	0,05	2,16
Povprečna vrednost	1.383.567	0,78	0,07	0,13	0,11	8,02
Srednja vrednost	826.964	0,72	0,04	0,11	0,09	7,43

PRILOGA B: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2009-2013

<i>v tisoč evrih</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Prihodki iz obresti	1.235.038	1.284.440	1.335.818	1.415.967	1.500.925
Odhodki iz obresti	-761.312	-814.604	-871.627	-932.641	-997.925
<i>Čiste obresti</i>	473.726	469.836	464.191	483.326	502.999
<i>Prihodki iz dividend</i>	3.043	3.165	3.291	3.423	3.560
Prihodki iz opravnin (provizij)	207.151	211.294	215.520	219.830	224.227
Odhodki za opravnine (provizije)	-37.697	-38.640	-39.606	-40.596	-41.611
<i>Čiste opravnine (provizije)</i>	169.453	172.654	175.914	179.234	182.616
<i>Realizirani dobički iz finančnih sredstev in obveznosti, ki niso merjeni po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida</i>	17.100	18.126	19.213	20.366	21.588
<i>Čisti dobiček/izguba iz finančnih sredstev in obveznosti, namenjenih trgovanju</i>	-64.021	-64.021	-64.021	-64.021	-64.021
<i>Dobički iz finančnih sredstev in obveznosti, pripoznanih po pošteni vrednosti</i>	-42	-42	-42	-42	-42
<i>Spremembe poštene vrednosti pri obračunavanju varovanj pred tveganji</i>	914	914	914	914	914
<i>Čisti dobički/izgube iz tečajnih razlik</i>	35.359	35.359	35.359	35.359	35.359
<i>Čisti dobički/izgube iz odprave pripoznanja sredstev brez nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo</i>	-4.080	-4.080	-4.080	-4.080	-4.080
<i>Drugi poslovni prihodki</i>	44.804	47.044	49.396	51.866	54.459
<i>Drugi poslovni odhodki</i>	-7.652	-7.652	-7.652	-7.652	-7.652
<i>Administrativni stroški</i>	-369.781	-379.765	-390.018	-400.549	-411.364
<i>Amortizacija</i>	-64.865	-66.617	-68.415	-70.263	-72.160
<i>Rezervacije</i>	-10.957	-11.614	-12.311	-13.050	-13.833
<i>Oslabitve</i>	-199.061	-179.155	-161.239	-145.115	-130.604
<i>Čiste izgube/dobički iz nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo in z njimi povezanimi obveznostmi</i>	427	453	480	509	539
DOBIČEK/IZGUBA IZ REDNEGA POSLOVANJA	24.409	34.646	41.021	70.267	98.321
Davek iz dohodka	-4.882	-6.929	-8.204	-14.053	-19.664
ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA	19.527	27.717	32.817	56.214	78.657

PRILOGA C: Revidiran konsolidiran izkaz poslovnega izida NLB Skupine za leto 2008

<i>v tisoč evrih</i>	<i>Pojasnila</i>	2008	2007
Prihodki iz obresti in podobni prihodki	5.1.	1.187,537	936,208
Odhodki za obresti in podobni odhodki	5.1.	-711,507	507,333
Čiste obresti		476,030	428,875
Prihodki iz dividend	5.2.	2,926	4,253
Prihodki iz opravnin (provizij)	5.3.	203,089	199,449
Odhodki za opravnine (provizije)	5.3.	-36,778	-39,105
Čiste opravnine (provizije)		166,311	160,344
Realizirani dobički iz finančnih sredstev in obveznosti, ki niso merjeni po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	5.4.	16,132	5,668
Čiste (izgube)/dobički iz finančnih sredstev in obveznosti, namenjenih trgovanju (Izgube)/dobički iz finančnih sredstev, pripoznanih po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	5.5.	-64,021	45,482
		-42	188
Spremembe poštene vrednosti pri obračunavanju varovanj pred tveganji	6.5.	914	-70
Čisti dobički/(izgube) iz tečajnih razlik		35,359	-10,099
Čiste (izgube)/dobički iz odprave pripoznanja sredstev brez nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo		-4,210	14,393
Drugi poslovni prihodki	5.6.	42,670	45,935
Drugi poslovni odhodki	5.7.	-7,652	-9,955
			-
Administrativni stroški	5.8.	-360,059	353,480
Amortizacija	5.9.	-63,160	-58,678
Rezervacije	5.10.	7,610	-21,847
Oslabitve	5.11.	-219,061	-79,635
Pripadajoči dobički iz naložb v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb, obračunanih po kapitalski metodi	6.13.	8,019	13,418
Čisti dobički/(izgube) iz nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo in z njimi povezanimi obveznostmi		427	-1,801
DOBIČEK IZ REDNEGA POSLOVANJA		38,193	182,991
Davek iz dohodka	5.12.	-15,358	-43,204
ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA		22,835	139,787
Dobiček večinskih lastnikov		20,519	131,340
Dobiček manjšinskih lastnikov		2,316	8,447
		22,835	139,787
Osnovni in popravljene dobiček na delnico (izražen v evrih na delnico)	5.13.	2	17

Vir: Revidirano letno poročilo NLB Skupine 2008, 2009, str. 70.

PRILOGA D: Revidirana konsolidirana bilanca stanja NLB Skupine za leto 2008

<i>v tisoč evrih</i>	<i>Pojasnila</i>	31.12.2008	31.12.2007
Denar v blagajni in stanje na računih pri centralnih bankah	6.1.	830,892	866,463
Finančna sredstva, namenjena trgovanju	6.2.	475,342	616,284
Finančna sredstva, pripoznana po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	6.3.	2,473	1,019
Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo	6.4.	1.762.425	2.053.272
Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju	6.5.	8,095	833
Kreditni bankam	6.6.	1.096.961	1.325.454
Kreditni strankam, ki niso banke	6.7.	12.916.930	11.943.321
Finančne naložbe v posesti do zapadlosti	6.8.	590,662	479,211
Nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo	6.9.	13,76	7,88
Zastavljena sredstva	6.4.b)	400,682	170,135
Opredmetena osnovna sredstva	6.10.	396,163	380,517
Naložbene nepremičnine	6.11.	22,241	21,46
Neopredmetena sredstva	6.12.	189,974	202,631
Dolgoročne naložbe v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb	6.13.	105,279	104,549
Terjatve za davek iz dohodka		5,206	5,803
Terjatve za odloženi davek	6.20.	27,058	16,215
Druga sredstva	6.14.	74,041	113,088
SKUPAJ SREDSTVA		18.918.184	18.308.135
Finančne obveznosti do centralnih bank	6.17.e)	201,314	110
Finančne obveznosti, namenjene trgovanju	6.16.	68,224	30,311
Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju	6.5.	10,048	909
Depoziti bank	6.17.a)	564,111	1.349.673
Kreditni bank	6.17.b)	5.166.226	4.951.550
Depoziti strank, ki niso banke	6.17.a)	9.464.809	9.169.309
Kreditni strank, ki niso banke	6.17.b)	82,311	41,709
Izdani vrednostni papirji	6.17.d)	493,651	403,753
Podrejene obveznosti	6.18.	886,658	883,718
Finančne obveznosti, vezane na finančna sredstva, ki ne izpolnjujejo pogojev za odpravo pripoznanja	6.17.c)	400,518	39,886
Rezervacije	6.19.	92,439	107,229
Obveznosti za davek iz dohodka		15,702	16,047
Obveznosti za odloženi davek	6.20.	2,658	7,903
Druge obveznosti	6.21.	133,142	182,615
SKUPAJ OBVEZNOSTI		17.581.811	17.184.722
DELNIŠKI KAPITAL			
Osnovni kapital	6.22.	74,328	66,831
Kapitalske rezerve	6.23.	495,595	203,236
Presežek iz prevrednotenja		-28,793	13,542
Rezerve iz dobička		579,164	565,303
Zadržani dobiček		135,808	132,324
Lastni deleži		-2,048	-2,048
Čisti dobiček poslovnega leta		20,519	62,26
		1.274.573	1.041.448
Kapital manjšinskih delničarjev		61,8	81,965
SKUPAJ DELNIŠKI KAPITAL		1.336.373	1.123.413
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL		18.918.184	18.308.135

Vir: Revidirano letno poročilo NLB Skupine 2008, 2009, str. 71.