

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**VREDNOTENJA FINANČNIH INSTITUCIJ S Poudarkom
NA POSEBNOSTIH VREDNOTENJA POSLOVNIH BANK**

LJUBLJANA, OKTOBER 2006

PETER BEZLAJ

IZJAVA

Študent PETER BEZLAJ izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc.dr. MARKA KOŠAKA in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

1	UVOD	1
1.1	OPREDELITEV PROBLEMA, NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA	1
1.2	NAMEN MAGISTRSKEGA DELA	5
1.3	CILJ MAGISTRSKEGA DELA	5
1.4	METODE PREUČEVANJA IN ZASNOVA DELA	6
2	FINANČNE INSTITUCIJE	7
2.1	OPREDELITEV FINANČNIH INSTITUCIJ	7
2.2	ZNAČILNOSTI FINANČNIH INSTITUCIJ	8
2.2.1	Depozitne finančne institucije	8
2.2.2	Nedepozitne finančne institucije	8
3	OSNOVE VREDNOTENJA	9
3.1	STANDARDI VREDNOSTI	10
3.1.1	Poštena tržna vrednost	11
3.1.2	Investicijska vrednost	12
3.1.3	Notranja ali osnovna, temeljna vrednost	13
3.1.4	Poštena vrednost	14
3.2	PREDPOSTAVKE VREDNOSTI	14
3.3	OSNOVNE SPREMENLJIVKE, KI VPLIVAJO NA KONČNO VREDNOST	15
3.4	KVANTITATIVNI DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA KONČNO VREDNOST	16
3.4.1	Kontrolni in manjšinski delež	17
3.4.2	Likvidnost in tržnost	20
3.4.3	Razlika med pomanjkanjem tržnosti in pomanjkanjem kontrole	23
3.4.4	Ostali kvalitativni dejavniki, ki vplivajo na vrednost	24
4	METODE VREDNOTENJA	25
4.1	METODE SEDANJE VREDNOSTI DONOSOV	27
4.1.1	Dividendno diskontni model	28
4.1.1.1	Model enakomerne rasti dividend	28
4.1.1.2	Večstopenjski dividendno diskontni model	29
4.1.2	Model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu	30
4.1.3	Model prostih denarnih tokov podjetju	32
4.1.3.1	Diskontni faktor	34
4.1.3.2	Ocenjevanje končne vrednosti	38
4.1.3.3	Izračun vrednosti lastniškega kapitala	39
4.2	TRŽNI PRISTOP	40
4.2.1.1	Pristop tržnih kazalnikov primerljivih javnih podjetij	41
4.2.1.2	Pristop, ki temelji na kazalnikih transakcij s primerljivimi podjetji	42
4.3	METODE SEDANJE VREDNOSTI SREDSTEV	44
5	POSEBNOSTI FINANČNIH INSTITUCIJ	45
5.1	RAZLIKE MED FINANČNIMI IN NEFINANČNIMI DRUŽBAMI	45
5.1.1	Opredelitev dolga	45
5.1.2	Regulativni nadzor finančnih institucij	45
5.1.3	Reinvestiranje pri finančnih institucijah	48
5.2	TEMELJNE RAZLIKE MED POSLOVNIMI BANKAMI IN NEFINANČNIMI PODJETJI	48

5.2.1	Stopnja finančnega vzvoda	48
5.2.2	Stopnja likvidnosti premoženjske aktive	49
6	PRILAGODITVE METOD VREDNOTENJA ZA POTREBE VREDNOTENJA FINANČNIH INSTITUCIJ S Poudarkom NA POSLOVNIH BANKAH	50
6.1	PRIHODKOVNE METODE	50
6.1.1	Dividendno diskontni model	50
6.1.2	Model prostih denarnih tokov podjetju	51
6.1.3	Model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu	52
6.2	TRŽNE METODE	54
6.2.1	Multiplikator čistega poslovnega izida	55
6.2.2	Multiplikator knjigovodske vrednosti	56
6.3	METODA NETO AKTIVE	58
7	PRIMER VREDNOTENJA BANKE CELJE D.D. PO KLASIČNIH METODAH VREDNOTENJA IN METODI PROSTIH DENARNIH TOKOV	59
7.1	PREDSTAVITEV BANKE CELJE D.D.	59
7.2	PROBLEMATIKA BANKE	60
7.3	METODOLOGIJE VREDNOTENJA	60
7.3.1	Ocena vrednosti prednostnih delnic	62
7.3.1.1	Tržna metoda – primerljive transakcije	63
7.3.1.2	Tržna metoda – delnice primerljivih podjetij, s katerimi se organizirano trguje	63
7.3.1.3	Metoda prostih denarnih tokov - dividendno diskontni model	64
7.3.1.4	Ponderirana ocena vrednosti prednostnega lastniškega kapitala	66
7.3.2	Tržni pristop - metoda primerljivih podjetij, s katerih delnicami se organizirano trguje	66
7.3.3	Tržni pristop – transakcijska metoda	67
7.3.4	Metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu	70
7.3.4.1	Metodologija ocene prostih denarnih tokov	70
7.3.4.2	Prilagoditev izkaza poslovnega izida	72
7.3.4.3	Potrebne predpostavke pri napovedi čistega poslovnega izida	73
7.3.4.4	Preostala vrednost banke	75
7.3.4.5	Ocena prostih denarnih tokov za obdobje eksplicitne napovedi	75
7.3.4.6	Ocena prostih denarnih tokov za obdobje po eksplicitne napovedi	80
7.3.4.7	Normalna stopnja rasti prostega denarnega toka	81
7.3.4.8	Zahtevana donosnost navadnega lastniškega kapitala	81
7.3.4.9	Ocenjena vrednost navadnega lastniškega kapitala banke	83
7.3.5	Povzetek vrednotenj	85
8	SKLEP	87
	LITERATURA	91
	VIRI	95
	SLOVAR TUJIH IZRAZOV	
	PRILOGE	

1 UVOD

1.1 OPREDELITEV PROBLEMA, NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Za današnje hiper konkurenčno okolje finančnih storitev velja, da se morajo podjetja, zato da bi bila oziroma ostala uspešna, neprestano lotevati procesov, ki prinašajo obsežne spremembe. Kar pa pogosto pomeni razvoj novih strategij in dejavnosti, ki bodo tudi v prihodnje omogočale zadovoljitev novih potreb strank in presegla pričakovanja investitorjev.

Poročila o stanju v panogi finančnih storitev se v zadnjem času začenjajo z mislijo, da je konkurenca močnejša kot kdajkoli prej in da je tokrat drugače kot v preteklosti, saj je vrsta sprememb povzročila, da se finančna podjetja srečujejo z bolj spremenljivim konkurenčnim okoljem kot v zadnjih desetletjih. Glavni strateški izzivi, s katerimi so se srečevale finančne institucije na začetku 21. stoletja, so (Tirabasso, 2001, str. 4):

1. povečana konkurenca,
2. vpliv interneta,
3. bolj sofisticirane, zahtevne stranke,
4. nazadovanje rasti s pomočjo združitvev in prevzemov.

Povečana konkurenca med finančnimi institucijami se pojavlja v povsem novi obliki, saj med produkti, ki jih ponujajo banke in nedepozitne institucije danes ni več jasne razmejitev, tako da si vsi konkurirajo med seboj. Največji ponudniki finančnih storitev si konkurirajo globalno, in sicer predvsem na področju upravljanja premoženja in pri storitvah, povezanih z vrednostnimi papirji. S finančnimi produkti pa se na trgu pojavljajo tudi netradicionalni konkurenti, kot so proizvodna in trgovska podjetja.

Vpliv konkurence preko interneta oziroma nudenje storitev elektronskega bančništva se kaže v bolj preglednih cenah, po drugi strani pa je internet zvišal stroške pridobitve sredstev strank in povečal pritisk na znižanje marž.

Zaradi razpoložljivost finančnih informacij, ki jih je mogoče dobiti preko interneta, in tradicionalnejših medijev obveščanja, so stranke danes bolj informirane in pri sprejemanju odločitev glede posameznih finančnih produktov dosti bolj »oborožene« z razpoložljivimi informacijami. Poleg tega stranke pričakujejo tudi 24 urni dostop do svojih finančnih sredstev in možnost poslovanja tekom celega dne in to vse dni v tednu.

V devetdesetih letih prejšnjega stoletja je veliko podjetij iz finančne panoge zasledovalo strategijo rasti s pomočjo združitvev in prevzemov. Vendar pa, razen pri redkih izjemah, večina teh transakcij ni prinesla pričakovane stroškovne učinkovitosti in pričakovane rasti prihodkov, kar se je posledično odrazilo v občutnih padcih delnic podjetij iz te panoge. Na splošno je postal tudi trg bolj skeptičen do združitvev, kar se je odražalo v takojšnjem zniževanju tečajev delnic bank, ko so te objavile namero za združitvev, kot tudi v kasnejših padcih tečajev delnic bank, katere niso bile uspešne pri doseganju planiranih združitvenih sinergij in z njimi povezanih poslovnih ciljev. Poleg tega pa je rast z združitvami in prevzemi danes težje izvedljiva, saj je veliko zanimivih tarč že izginilo.

Trenutno obstajajo na trgu manjše možnosti za rast s prevzemi, investitorji pa zahtevajo višjo učinkovitost, zaradi česar so se podjetja prisiljena preusmeriti od običajnih projektov, ki dajejo v najboljšem primeru izboljšanje obstoječega poslovanja, k vrsti skrbno planiranih preoblikovanj, ki omogočajo temeljit premik v samem poslovanju. Podjetja, ki so postala

specialisti za prevzeme, se morajo sedaj naučiti, kako rasti organsko, s pridobivanjem strank na račun ponudbe boljših storitev in višje dodane vrednosti storitev za stranke. Kar posledično pomeni, da morajo podjetja ponovno prevetriti ponudbo svojih storitev, svojih poslovnih procesov in ključnih konkurenčnih prednosti.

Prihodnja obdobja prinašajo vodstvom v globalni bančni panogi izzive, ki so povezani s pričakovanimi ugodnimi ekonomskimi razmerami v večini držav. Večina bank bo iskala rast prihodkov s kombinacijo organske rasti in ciljnih prevzemov in združitvev, hkrati pa čemer bodo poskušale nadaljevati z dvigovanjem operativne učinkovitosti na višjo raven. Združitve ostajajo pomembno orodje, vendar banke pristopajo k prevzemom z dosti več razsodnosti, z namenom, da bi uspele ustvariti boljše strateško ravnovesje med svojimi proizvodi, strankami in geografskimi področji, kot da bi poskušale rasti sebi na ljubo. Težnja k povečevanju učinkovitosti se bo nadaljevala, pri čemer bodo banke pripravljene opravljati storitve v tistih državah, kjer bo najboljše razmerje med visoko kvaliteto in nizkimi stroški. V svojih naporih, da bi izboljšali svoje modele delovanja, se veliko bank ukvarja z vprašanjem, kako prestrukturirati funkcijo financiranja, da bi se izboljšalo oboje: učinkovitost in uspešnost. Poleg tega bodo vodstva bank morala posvečati večjo pozornost upravljanju s tveganji, ki so prisotna v bančništvu in se podrejata vse večjim zahtevam regulatorjev.

Kljub temu da se vodstva bank trenutno lahko veselijo pozitivnega ekonomskega okolja, pa se na obzorju zbirajo potencialni črni oblaki, na katere je prav tako potrebno biti pozoren. Rekordne zadolžitve potrošnikov in bankroti posameznikov namreč povzročajo zaskrbljenost glede kvalitete kreditov v vse več državah. Vse višje cene nepremičnin so dvignile možnosti za nepremičninski balon, ki bi prav tako lahko počil. Rastoče obrestne mere in vse višje cene nafte pa lahko oslabijo potrošnjo in ekonomsko rast. Obvladovanje teh in drugih tveganj bo ena glavnih nalog za banke v prihodnjem obdobju. Zato bodo morale banke izpopolniti svoje zmožnosti upravljanja s tveganji, da bodo zadovoljile delničarje in da bodo izpolnile regulatorne zahteve, ki jih prinaša nov baselski kapitalski sporazum (t. i. Basel II).

Da bi se banke lahko soočile s temi izzivi, se morajo osredotočiti na sledeča področja (Deloitte, 2005, str. 1):

1. Konsolidacija - doseganje strateškega ravnotežja – združitve in prevzemi ostajajo kritično konkurenčno orodje, pri čemer pa se vse več bank poslužuje teh pristopov pri pokrivanju lukenj v svoji paleti produktov in geografskem pokritju, manj pa zaradi ustvarjanja ekonomije obsega. Bančna industrija bo pozorna tudi na možno zmanjšanje odpora do združitvev in prevzemov, ki presega države v Evropi (npr. v Italiji).
2. Povezanost s strankami – poslovanje s fizičnimi osebami je ponovno v vzponu, saj banke širijo svoje mreže s franšizami in odpiranjem novih poslovalnic. Če želijo uspeti, se morajo zgledovati po vodilnih trgovcih na drobno, pri zagotavljanju visoko kvalitetnih storitev in povečevanju zadovoljstva strank.
3. Razvoj zaposlenih – zahtevana strokovna znanja zaposlenih na vseh nivojih v bančništvu se hitro spreminjajo. Da bi banke sledile tem trendom, bodo morale biti uspešnejše pri identifikaciji in razvoju najbolj talentiranih zaposlenih.
4. Odločitev glede širitve v tujino – nekatere banke so z navdušenjem sprejele idejo o širitvi v tujino s ciljem znižanja stroškov, medtem ko so pri drugih bankah ostali skeptični. Vsaka banka bo morala natančno pretehtati med potencialnimi prihranki pri stroških in med povečanim tveganjem ter zahtevnostjo vodenja, ki se pojavi pri različnih operativnih filozofijah in pri kulturnih razlikah.
5. Transformacija funkcije financiranja – še nikoli se ni pojavljalo toliko zahtev glede funkcije financiranja. Od zadovoljitve vse bolj obširnih zakonodajnih in regulativnih zahtev do glavne vloge, ki jo ima financiranje pri izpeljavi prevzemov in združitvev. Da bi

banke lahko zadovoljile vse te rastoče zahteve po sprejemljivih stroških, morajo prestrukturirati funkcijo financiranja od poslovnih procesov do kadrovanja, da bi se hkrati izboljšali kvaliteta in učinkovitost.

6. Nadzor kvalitete kreditnega portfelja – povečana stopnja zadolženosti in bankrotov so povzročile zaskrbljenost, da je kreditno tveganje v vzponu. Vodilne banke se odzivajo na to z uporabo sofisticiranih analitičnih tehnik, kot so na primer kvantitativne metode (ang. predictive modeling), kot tudi z zavarovanji svoje izpostavljenosti s kreditnimi derivativi.
7. Doseganje vsestranskega nadzora upravljanja s tveganji – upravljanje s tveganji je bolj kompleksno kot kdajkoli prej, kar je v veliki meri posledica novih zahtev, kot na primer Zakon o postritvi pogojev delovanja v ZDA (t. i. Sarbanes-Oxley Act) in novih kapitalskih zahtev (t. i. Basel II) po svetu. Funkcija upravljanja s tveganji se je povzdignila na nivo uprav bank, katere so upravljavska struktura, ki lahko bolje integrira različne postopke upravljanja s tveganji na vseh nivojih organizacije.
8. Basel II: Priprava na obsežne spremembe – V okviru priprav na Basel II v zadnjih nekaj letih so vodilne banke poskušale izboljšati upravljanje kreditnega in operativnega tveganja in sedaj uporabljajo Baselske zahteve kot katalizator za doseg konkurenčne prednosti s poviševanjem kvalitete na področju zagotavljanja informacij in odločanja.
9. Vladanje v podjetjih – povečana pozornost regulatorjev, medijev in investorjev glede vladanja v bankah je naložila nove zahteve na banke in njihove uprave. Doseganje teh povišanih pričakovanj bo zahtevalo učinkovito dodatno usposabljanje uprav o tem, kako izpolniti njihove razširjene obveznosti.
10. Implementacija Mednarodnega računovodskega standarda 39 (IAS 39) - V letu 2004 je Svet za Mednarodne računovodske standarde (ang. International Accounting Standards Board) pripravil končne dopolnitve k Mednarodnim računovodskim standardom, ki so jih v letu 2005 prevzele banke v Evropi in nekaterih drugih državah. Banke se zaradi MRS 39, ki zahteva širšo uporabo poštene vrednosti za večino finančnih instrumentov, tudi za izpeljane instrumente, soočajo z več pomembnimi posledicami, ki bodo imele vpliv tudi na poslovne sisteme in strategijo.

V razvitih tržnih gospodarstvih sodobne finančne koncepte vrednotenja uporablja vse več podjetij, in sicer na vseh ravneh odločanja, od najvišjega do najnižje ravni vodenja. Z aplikacijo koncepta vrednosti se osredotočajo na to, kako podjetje uporablja investirani kapital tako za najpomembnejše strateške kot za vsakodnevne operativne odločitve. Poleg tega, vrednotenje v podjetju omogoča izboljšave sistema odločanja na vseh ravneh. Vsem, ki v podjetju sprejemajo odločitve, dajejo informacije in jih usmerjajo k sprejemanju odločitev, ki prispevajo k večanju vrednosti podjetja. Na najvišjih ravneh upravljanja podjetja omogočajo vrednotenje različnih strateških usmeritev, na najnižjih pa omogočajo, skladno s sprejeto strategijo podjetja, postavitev operativnih ciljev in sodil za doseganja teh ciljev.

Vrednotenje ima več področij uporabnosti, pri čemer lahko govorimo o različnih vlogah, ki jih ima vrednotenje na področjih (Damodaran, 2001b, str. 8):

1. upravljanja portfelja oziroma investiranja,
2. prevzemov in združitvev,
3. podjetniških financ.

Vloga, ki jo vrednotenje igra pri upravljanju portfelja, je v veliki meri odvisna od investicijske strategije upravljavca ali investitorja. Vrednotenje ima minimalno vlogo pri pasivni strategiji upravljanja, medtem ko ima večjo vlogo pri aktivni strategiji upravljanja, pa tudi tu obstajajo razlike, ki so odvisne od investicijske filozofije.

V primeru prevzemov ali združitvev naj bi vrednotenje igralo zelo pomembno, če že ne osrednjo vlogo. Prevzemnik mora namreč določiti pošteno vrednost za ciljno podjetje, preden se odloči za ponudbo, oziroma določi ciljno ceno, do katere je še pripravljen izpeljati prevzem. Na drugi strani mora tudi uprava ciljnega podjetja poznati vrednost, po kateri naj bi bil prevzem sprejemljiv tudi zanjo in v interesu obstoječih delničarjev, preden se bo odločilo, ali bo sprejelo oziroma podprlo ponudbo ali jo bo zavrnilo.

Pri vrednotenju v primeru združitvev in prevzemov je potrebno upoštevati specifične dejavnike. Tako je pred sprejetjem odločitev glede ponudbe smiselno določiti oziroma oceniti tudi učinek sinergij na skupno vrednost obeh podjetij. Poleg tega je potrebno upoštevati pri določitvi poštene cene tudi morebitno spremembo managementa in prestrukturiranje ciljnega podjetja, kar je posebej pomembno v primerih sovražnih prevzemov.

Velik problem v primeru prevzemov je prevelika pristranskost pri vrednotenju. Ciljno podjetje je lahko preveč optimistično pri določanju vrednosti, posebej kadar gre za sovražni prevzem in poskuša vodstvo ciljnega podjetja prepričati svoje delničarje, da je ponujena cena prenizka. Poleg tega lahko prevzemno podjetje vrši v primeru, ko se je odločilo izpeljati prevzem ali združitev iz strateških razlogov, velik pritisk na analitika, da z oceno vrednosti podpre ta prevzem ali združitev.

V razvitih tržnih gospodarstvih je prevladalo mnenje, da mora biti podlaga za poslovno odločanje maksimizacija vrednosti za lastnika podjetja (ang. shareholders value), ki je povezana z maksimizacijo vrednosti podjetja in ne izključuje dejstva, da je potrebno pri poslovnem odločanju upoštevati tudi interese ostalih interesnih skupin (ang. stakeholders), ki sodelujejo v poslovanju podjetja. Gledanje, ki ne bi upoštevalo tudi njihovih interesov, naj bi bilo namreč preveč kratkovidno. Po drugi strani pa so podjetja zaradi tako opredeljenega cilja prepogosto zmedena (zasledovanje preveč različnih ciljev), zaradi česar je na koncu pred podjetjem, katerega lastniki so delničarji, lahko samo en cilj: maksimiranje vrednosti podjetja. To spoznanje je prevladalo verjetno tudi zato, ker naj bi praksa dokazovala, da obstaja minimalen konflikt med učinkovitostjo podjetja in koristmi vseh zainteresiranih skupin v poslovanju podjetja. Dobičkonosna podjetja imajo namreč v večini primerov zadovoljne kupce-stranke in lojalne zaposlene, nasprotno pa so z nedonosnimi podjetji nezadovoljni tako kupci-stranke kot njihovi zaposleni (Brealey et al., 2000, str. 27). Vendar je mnenj, zakaj je prišlo do takšnega spoznanja, verjetno več, Damodaran (1998, str. 3) postavlja v ospredje strah pred sovražnimi prevzemi, frustracije menedžerjev ob neuspešnem izvajanju korporacijskih strategij in deloma tudi njihov interes za povečevanje lastniških deležev v podjetjih, ki jih upravljajo.

Če je cilj podjetniških financ maksimizacija vrednosti podjetja, potem mora biti povezava med finančnimi odločitvami, strategijo podjetja in vrednostjo podjetja jasno začrtana. Vrednost podjetja je lahko direktno povezana z odločitvami, ki jih sprejeme vodstvo podjetja in se nanašajo na to, katere projekte bo izpeljalo, kako jih bo financiralo, kakšna bo dividendna politika. Poznavanje teh povezav je ključ za sprejemanje odločitev, ki zvišujejo vrednost podjetja in so podlaga za morebitna finančna prestrukturiranja.

Kot je razvidno, imajo vrednotenja za različne namene pomembno vlogo na vseh nivojih upravljanja in sicer tako pri nefinančnih kot pri finančnih institucijah. Cilji in izbira metode vrednotenja pa sta so odvisni predvsem od tega, za katero interesno skupino se opravlja vrednotenje. Na podlagi podatkov, ki so na razpolago, je možno ločiti vrednotenje za notranje potrebe (poslovodstvo) in za zunanje potrebe (manjšinski investitorji, združitve in prevzemi, centralna banka, bančni upniki). V primeru notranjega vrednotenja ima ocenjevalec vrednosti

neomejen dostop do informacij o preteklem poslovanju in do planov za prihodnost, ki so tesno povezani z uresničevanjem strategije, kar omogoča vrednotenje na podlagi metod, ki zahtevajo podrobne informacije. Kar pa ne velja za vrednotenja za zunanje potrebe, kjer se mora ocenjevalec pogosto zadovoljiti samo z javno dostopnimi informacijami. Tako je na primer vrednotenje bank konceptualno posebej zahtevno za zunanjega opazovalca, če mora ta oceniti kvaliteto portfelja posojil in izmeriti obseg računovodskega dobička, ki izhaja iz razlik med pasivnimi in aktivnimi obrestnimi merami.

Finančne institucije imajo veliko skupnega z nefinančnimi družbami. Tudi finančne institucije poskušajo biti čim bolj dobičkonosne, morajo paziti kaj dela konkurenca in želijo čim hitreje rasti in se razvijati. Če so finančne institucije javne družbe, se jih sodi, prav tako kot ostala podjetja, glede na to, koliko dobička ustvarijo za svoje lastnike. Vendar pa vrednotenje finančnih institucij predstavlja poseben izziv zaradi vsaj dveh razlogov. Prvi razlog je narava njihovega poslovanja, ki je jasno odražena v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida, katera se močno razlikujeta od bilance stanja in izkaza poslovnega izida tipičnega nefinančnega podjetja, kar otežuje določitev njihovega dolga in ponovnih investicij in s tem določitev denarnega toka. Drugi razlog pa je, da so te institucije ponavadi občutno regulirane in zato je pri vrednotenju potrebno upoštevati tudi vpliv zahtev regulatorja na vrednost podjetja.

1.2 NAMEN MAGISTRSKEGA DELA

Namen magistrskega dela je s pomočjo tuje in domače literature proučiti klasične in sodobne finančne koncepte vrednotenja ter opredeliti dejavnike, ki vplivajo na metodo in pristop k vrednotenju. Na podlagi specifične vloge, ki jo imajo finančne institucije kot posredniki pri prenosu in preoblikovanju sredstev, bom poskušal opredeliti glavne posebnosti poslovanja finančnih institucij, posebej bank, zaradi katerih se te institucije razlikujejo od nefinančnih podjetij. Te posebnosti finančnih institucij se med drugim odražajo tudi v njihovih računovodskih izkazih, zato je potrebno pri vrednotenju teh institucij biti pozoren nanje. Zaradi teh posebnosti je namreč potrebno med metodami vrednotenja, ki se uporabljajo za ocenjevanje vrednosti nefinančnih podjetij ali lastniških deležev v teh podjetjih, določiti tiste, katere je sploh smiselno in možno uporabiti pri vrednotenju finančnih institucij ter jih po potrebi prilagoditi tako, da ustrezajo specifičnim lastnostim finančnih institucij.

1.3 CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Cilj magistrskega dela je v prvem delu opozoriti na posebnosti finančnih institucij, ki le-te ločujejo od nefinančnih podjetij in pripraviti kratek teoretičen pregled metod vrednotenja, ki se danes uporabljajo v svetu ter izpostaviti metode, ki so največkrat uporabljene.

S pomočjo spoznanj glede posebnosti finančnih institucij glede računovodskih izkazov in regulacije, ki izhaja iz funkcije, ki jo imajo te institucije v okolju, ter teoretičnih predpostavk različnih pristopov vrednotenja, bom določil metode vrednotenja, katere je sploh možno uporabiti za vrednotenje finančnih institucij. Na podlagi posebnosti finančnih institucij bi rad razkril in izpostavil glavne razlike v procesu vrednotenja nefinančnih in finančnih institucij, s poudarkom na razlikah med nefinančnimi institucijami in poslovnimi bankami. Vplive teh razlik je namreč potrebno upoštevati pri izbiri metode vrednotenja, poleg tega je potrebno po potrebi metode vrednotenja tudi prilagoditi, tako da so rezultati vrednotenja sploh smiselni in primerljivi. Poleg samih metod vrednotenja je pogosto potrebno prilagajati že same izhodiščne podatke, na podlagi katerih temelji vrednotenje in služijo kot osnova za končno oceno vrednosti. Spoznanja glede posebnosti in potrebnih prilagoditev pa bodo uporabljena tudi pri oceni vrednosti navadnega lastniškega kapitala Banke Celje, kar bo služilo kot primer,

na podlagi katerega so bo primerjalo izbrane metode vrednotenja z vidika njihovih prednosti, slabost in nevarnosti, ki v končni fazi vplivajo na uporabnost teh metod in seveda ustreznost dobljenih rezultatov.

1.4 METODE PREUČEVANJA IN ZASNOVA DELA

Magistrsko delo se opira na javno razpoložljivo tujo in domačo literaturo ter ostale dostopne vire, ki teoretično in praktično obravnavajo tematiko vrednotenja finančnih institucij na podlagi klasičnih in sodobnih finančnih konceptov. Vrednotenje navadnega lastniškega kapitala Banke Celje, ki je podrobneje predstavljeno v drugem delu naloge, temelji na javno dostopnih informacijah o aktivnostih in poslovanju, katere objavlja banka za informiranje različnih z njo povezanih interesnih skupin, ter na podlagi informacij, katere je mogoče dobiti na finančnem portalu Bloomberg.

Osnovno vodilo pri izdelavi magistrskega dela je prikaz sodobnih finančnih modelov za vrednotenje nefinančnih podjetij kot orodja, katera se lahko uporabi tudi za vrednotenje finančnih institucij. Posebno pozornost sem pri tem namenil omejitvam in posebnostim, ki se pojavljajo pri implementaciji modelov vrednotenja pri oceni vrednosti finančnih institucij. Teoretična spoznanja poskušam v končni fazi praktično uporabiti na primeru vrednotenja Banke Celje, pri čemer pa se ne spuščam v ocenjevanje kvalitete portfelja kreditorejmalcev.

Magistrsko delo je razdeljeno na šest poglavij. V prvem delu so na kratko opredeljene finančne institucije in znotraj njih še posebej banke kot depozitne institucije in njihove glavne značilnosti, kar služi pri kasnejšem opredeljevanju posebnosti, na katere je potrebno biti pozoren pri različnih pristopih k vrednotenju. V drugem poglavju so predstavljene sami procesi vrednotenja, opredeljeni posamezni standardi vrednosti, ki so primerni pri vrednotenjih za različne namene, ter posamezne predpostavke vrednosti, na katere je potrebno biti pozoren pred samim začetkom procesa vrednotenja. Znotraj tega poglavja so opredeljene tudi osnovne spremenljivke, ki vplivajo na končno vrednost, in kvantitativni dejavniki, ki lahko zvišajo ali znižajo osnovno vrednost, ki je bila ugotovljena na podlagi vrednotenja. V tretjem poglavju so predstavljene osnovne značilnosti posameznih metod vrednotenja, pri čemer je ključna delitev na tradicionalne in sodobne metode vrednotenja. V naslednjem poglavju so predstavljene posebnosti finančnih institucij s poudarkom na posebnostih bank, katere imajo ključni vpliv na izbiro metode vrednotenja oziroma na prilagoditve obstoječih metod vrednotenja. V zadnjem poglavju pa so predstavljene razlike oziroma prilagoditve metod vrednotenja nefinančnih institucij za potrebe vrednotenja finančnih institucij, konkretnije bank, poleg tega pa sem poskušal spoznanja iz preteklih poglavij uporabiti na praktičnem primeru vrednotenja Banke Celje.

2 FINANČNE INSTITUCIJE

2.1 OPREDELITEV FINANČNIH INSTITUCIJ

Finančni sistemi razvitih držav tržnega gospodarstva so dandanes sestavljeni iz različnih finančnih posrednikov in drugih finančnih institucij, finančnih instrumentov ter finančnih trgov, ki s svojim delovanjem omogočajo prenos finančnih prihrankov od gospodarskih celic s finančnimi presežki h gospodarskim celicam s finančnimi primanjkljaji (Prohaska, 1999, str. 4). Podobo ugotavlja tudi Saunders (2005, str. 2), ko navaja, da imajo finančne institucije pomembno funkcijo pri zagotavljanju pretoka sredstev od tistih s presežkom sredstev (dobavitelji sredstev) k tistim s pomanjkanjem sredstev (uporabniki sredstev). Pri čemer se sredstva prenašajo na tak način, da se prerazporedi ali prenese tveganje med tistimi, ki iščejo sredstva, in tistimi, ki zagotavljajo sredstva (Sinkey, 1998, str. 15). Ribnikar (1996, str. 43) pa opredeljuje finančne institucije kot podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu. Prodajajo (in še prej seveda proizvajajo) finančne oblike in/ali storitve. Posredniška vloga finančnih institucij na finančnem področju se odraža v njihovi premoženjski bilanci, kjer imajo med aktivo predvsem finančno premoženje in med pasivo zlasti dolgove (Ribnikar, 1993, str. 70). To je tudi bistvena značilnost, po kateri se finančne institucije razlikujejo od nefinančnih podjetij.

Načeloma je prenos finančnih prihrankov lahko neposreden, kjer končni varčevalci sami neposredno prenašajo finančne presežke na končne investitorje. Druga možnost pa je posreden prenos finančnih prihrankov, kjer končni varčevalci prenašajo finančne presežke na končne investitorje posredno s pomočjo finančnih institucij, ki jih imenujemo **finančni posredniki**. Ti finančni posredniki se vrivajo med končne posojilodajalce in končne posojilojemalce, med katerimi se ustvari posredno finančno razmerje in pri tem opravljajo dve funkciji, in sicer klasično posredništvo in kot preoblikovalec sredstev. Zaradi njihovega posredništva se finančnimi posrednikom poveča njihova premoženjska bilanca. Preko premoženjske bilance pa se sredstva tudi preoblikujejo, saj dajejo svojim upnikom drugačno, njim želeno finančno aktivo (Ribnikar, 1996, str. 43). Ta se razlikuje od finančne aktive, ki jo kupujejo sami. Finančni posredniki se torej vrivajo med končne varčevalce in končne kreditojemalce in posredujejo med tistimi, ki zagotavljajo, in tistimi, ki uporabljajo finančni kapital (Greenbaum, 1995, str. 9). V primeru, ko finančnih posrednikov v narodnem gospodarstvu sploh ne bi bilo, bi to pomenilo manjši obseg varčevanja, manjši obseg finančnih prihrankov in manj racionalno alokacijo denarne akumulacije. Prek finančnih posrednikov, torej preko njihove premoženjske bilance, gredo sredstva od končnih posojilodajalcev h končnim posojilojemalcem.

Posebnost vseh finančnih institucij je, da imajo v lasti sredstva, ki so potencialno izpostavljena tveganju neizpolnitve obveznosti (ang. default risk) ter kreditnemu tveganju (ang. credit risk) in poskušajo v večji ali manjši meri zagotoviti neujemanje zapadlosti sredstev in obveznosti v bilanci stanja, kar jih izpostavlja obrestnem tveganju (Saunders, 2005, str. 2). Vsi finančni posredniki so izpostavljeni tudi določeni stopnji tveganja zmanjšanja obveznosti ali likvidnostnem tveganju, odvisno od vrste terjatev, ki so jih prodali lastnikom terjatev. Poleg tega je večina finančnih posrednikov izpostavljena tudi neke vrste tveganju zaveze odkupa (ang. underwriting), ali zaradi prodaje vrednostnih papirjev ali zaradi izdaje različnih vrst kreditnih garancij, ki se prikazujejo v ali izven bilance stanja. Končno so vsi finančni posredniki izpostavljeni tudi operativnemu tveganju, saj izvajanje finančnih storitev zahteva uporabo realnih resursov in back-office podpornih sistemov (združena delovna sila in tehnologija za zagotavljanje storitev). Zaradi vseh teh tveganj in posebne

vloge, ki jo imajo finančne institucije v finančnem sistemu, so te institucije tudi pod posebnim nadzorom regulatorjev.

2.2 ZNAČILNOSTI FINANČNIH INSTITUCIJ

2.2.1 Depozitne finančne institucije

Po **funkcionalnem načelu** delimo finančne posrednike na depozitne in nedepozitne finančne posrednike. Skupna značilnost depozitnih finančnih institucij je zbiranje finančnih prihrankov varčevalcev na osnovi vlog oz. depozitov z različnim rokom zapadlosti (vloge na vpogled, vezane vloge). Vloge pri depozitnih finančnih institucijah se običajno smatrajo za likvidne finančne oblike, ki med drugim zagotavljajo nominalno trdno vrednost v prihodnosti ob praviloma vnaprej znani obrestni meri, zato je vnaprej znana tudi njihova nominalna donosnost (Prohaska, 1999, str.7). Depozitne finančne institucije največkrat prenašajo zbrana sredstva varčevalcev na deficitne gospodarske celice z odobravanjem posojil, delno pa tudi z nakupom njihovih vrednostnih papirjev.

V primeru, da depozitne institucije ne bi obstajale, bi vsaka suficitna celica morala sama najti deficitno enoto, ki si želi izposoditi točno določen znesek posojila za določeno časovno obdobje, v katerem so ti prihranki na voljo. Vsaka suficitna celica bi morala tudi sama oceniti kreditno sposobnost deficitne celice in se izpostaviti tveganju nepravilnega ravnanja. Pod temi pogoji bi večina suficitnih celic raje obdržala svoje prihranke, kot pa jih razdelila deficitnim celicam. S tem bi bil tok prihrankov od suficitnih do deficitnih celic moten. K depozitnim finančnim posrednikom sodijo (Saunders, 2005, str. 27-56):

- **Komercialne banke** so najpogostejša oblika finančnih institucij. Zbirajo prihranke v obliki vlog in dajejo posojila predvsem gospodarstvu.
- **Hranilno-kreditna združenja** zbirajo prihranke prebivalstva in dajejo posojila prebivalstvu ter nalagajo svoja sredstva v druge finančne institucije ali v različne finančne oblike (državne obveznice). Specializirajo se na stanovanjska hipotekarna posojila, medtem ko se komercialne banke specializirajo na komercialna posojila. Hranilno-kreditna združenja so lahko delniške družbe, vendar pa so večinoma organizirana kot vzajemne družbe (lastniki so vlagatelji). **Hranilnice** so podobne hranilno-kreditnim združenjem, razlika se kaže v bolj diverzificirani uporabi sredstev. Podobno kot pri hranilno-kreditnih združenjih je tudi večina hranilnic vzajemnih.
- **Kreditne zveze** se razlikujejo od komercialnih bank in hranilnic: so neprofitne, omejuje se le na poslovanje s člani kreditne zveze. Zaradi te splošne značilnosti je večina kreditnih zvez majhnih, svoja sredstva pa koristijo za dajanje posojil svojim članom.

Značilnost depozitnih finančnih institucij je, da imajo na pasivni strani svoje premoženjske bilance različne vloge, tako denarne, vezane, hranilne, potrdila o vlogi, vloge za sredstva, ki jih je banka naložila v instrumente denarnega toka, obrestovani tekoči računi ...

2.2.2 Nedepozitne finančne institucije

Vse druge finančne posrednike uvrščamo med nedepozitne. Imenujejo se tudi institucionalni investitorji ali investicijske finančne institucije. Njihova skupna značilnost je predvsem usmerjenost v nakup dolgoročnih vrednostnih papirjev podjetij oz. države. Mishkin (1997, str. 38) jih deli v dve podskupini, in sicer v pogodbene finančne institucije in investicijska podjetja oz. investicijske sklade.

Pri pogodbenih finančnih posrednikih imajo ljudje naloženo svoje finančno premoženje. Ob tem jim pogodba, ki jo sklenejo, zagotavlja različne vrste izplačil denarnih zneskov v prihodnje. Na pasivni strani premoženjske bilance imajo obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih zavarovalnih ali pokojninskih pogodb, na aktivni pa so različni vrednostni papirji. Njihova primarna naloga je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, vzporedna pa opravljanje finančnega posredništva. V to skupino spadajo zavarovalniške družbe in pokojninski skladi. Ti nudijo pokojninske načrte zaposlenim, kjer delodajalci, delojemalci ali oboji periodično prispevajo sredstva v pokojninske sklade. Tako pridobljena sredstva se investirajo v vrednostne papirje, dokler sredstev iz teh vrednostnih papirjev ob upokojitvi ne koristijo zaposleni. Druga podskupina nedepozitnih finančnih posrednikov so investicijski skladi, ki jih upravljajo investicijska podjetja. Preko njih lahko posamezniki naložijo svoje finančno premoženje posredno tudi v sicer tvegane vrednostne papirje, na primer v delnice in izvedene vrednostne papirje, česar verjetno ne bi naredili, če bi morali ta denar naložiti neposredno. Varčevalcem nudijo strokovno upravljanje njihovih prihrankov in jim z diverzifikacijo portfelja omogočajo zmanjševanje tveganja. Ti finančni posredniki imajo na pasivi svoje premoženjske bilance delnice, če gre za zaprte investicijske sklade, v primeru vzajemnih skladov pa investicijske kupone. Na aktivni imajo različne portfelje vrednostnih papirjev, skladno s poslovno politiko posameznega sklada.

Iz tega splošnih pregleda finančnih posrednikov izhaja, da ima celotna finančna industrija svoje posebnosti, kar pomeni, da je potrebno tem posebnostim ustrezno prilagoditi tudi metode vrednotenja. Poleg teh skupnih posebnosti pa veljajo za vsako podskupino finančnih posrednikov še dodatne zakonitosti, katere bomo v nadaljevanju obravnavali za poslovne banke in temu ustrezno prilagodili tudi metode vrednotenja teh institucij.

3 OSNOVE VREDNOTENJA

Ena izmed osnovnih predpostavk uspešnega investiranja je, da vlagatelj ne plača več za sredstvo, kot je to sredstvo vredno (Damodaran, 2001b, str. 1). To splošno in logično pravilo se na novo potrjuje iz generacije v generacijo. Obstajajo tudi takšni, ki trdijo, da je vrednost odvisna od opazovalca in da se da ceno vsakega sredstva prilagoditi, če le obstajajo investitorji, kateri so pripravljeni to ceno plačati. Vendar pa se investitorji pri nakupu večine sredstev ne bi smeli prepustiti svojim čustvom ali okusu, saj se finančna sredstva pridobiva zaradi pričakovanega denarnega toka, ki se ga bo ustvarilo s temi sredstvi. Zato je potrebno zaznavanje vrednosti podpreti z realnostjo, kar pomeni, da naj bi cena za sredstvo odražala pričakovani denarni tok tega sredstva.

Obstaja veliko področij pri vrednotenju, kjer je lahko obstajajo različna stališča, med drugim tudi, kako določiti pošteno vrednost in kako dolgo bo trajalo, da se bo cena prilagodila tej pošteni vrednosti. Obstaja pa dejstvo, s katerim se je potrebno strinjati, in sicer, da se cena sredstva se ne more prilagoditi samo na podlagi stališča, da se bodo v prihodnosti našli drugi investitorji, ki bodo pripravljeni plačati višjo ceno (Damodaran, 2001b, str. 2).

Odločitve o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na trgu vrednostnih papirjev načeloma temeljijo na oceni bodoče uspešnosti poslovanja podjetij, se pravi pričakovanj glede prihodkov, tržnega deleža in ostalih ekonomskih spremenljivk, ki se ponavadi odraža tudi v gibanju tečajev vrednostnih papirjev. Pri čemer je zaradi razpoložljivosti podatkov težje vrednotiti zasebna podjetja kot podjetja, s katerih lastniškimi vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu.

Ne glede na to, ali gre za investitorja na kratek ali dolgi rok, je ocena o bodočem gibanju cen prvi in najpomembnejši korak pri investicijski odločitvi. Da bi prišli do prave ocene, si lahko pomagamo z dvema med seboj različnima, a vseeno povezanimi analizama, ki vsaka na svoj način poskušata odgovoriti na omenjeno vprašanje. Na eni strani gre za temeljno oziroma fundamentalno analizo, na drugi strani pa za tehnično oziroma tržno analizo vrednostnih papirjev.

Teoretična vrednost se strokovno določa s temeljno ali tehnično analizo, vendar zaradi špekuliranja subjektov na trgu tržne cene odstopajo od teoretične vrednosti. V primeru popolnoma učinkovitega trga vrednostnih papirjev razlik med tržno in notranjo vrednostjo ne bi bilo več. Na ta način bi izginili tudi vsi potencialni zaslužki, ki bi nastali na podlagi izkoriščanja zgoraj omenjenih razlik.

Temeljna analiza vrednostnih papirjev je ena izmed metod za odločanje, ki se uporablja pri naložbah v vrednostne papirje. Analiza temelji na informacijah o finančni moči podjetja, podatkih o preteklih izplačilih dividend, stopnji rasti celotnega prihodka v preteklosti, tržnih možnostih v prihodnosti, značilnosti panoge, v kateri posluje podjetje, značilnosti njegove konkurence in splošnih ekonomskih ter političnih razmer v državi in svetu (Mramor, 1993, str. 140).

Cilj temeljne analize je priti do tako imenovane notranje vrednosti (angl. intrinsic value) vrednostnega papirja. Primerjava te vrednosti s tržno ceno vrednostnega papirja lahko pokaže na podcenjenost oziroma precenjenost določenega vrednostnega papirja na trgu. Kot je bilo že omenjeno, je mogoče o pre/podcenjenosti vrednostnega papirja govoriti le ob predpostavki, da trg vrednostnih papirjev ni popolnoma učinkovit. V primeru, ko bi bil trg vrednostnih papirjev popolnoma učinkovit, kot to zagovarja teorija učinkovitega trga kapitala, bi bilo nesmiselno iskati neravnotežja na trgu, saj bi jih trg sproti odpravljal.¹ Na primer, če se pokaže, da je nek vrednostni papir na trgu precenjen, bo mehanizem trga omogočil, da se bo njegova cena spustila na raven prave vrednosti vrednostnega papirja. Sposobnost odkriti takšno neravnotežje na trgu pred drugimi omogoča realizacijo nadpovprečnih zaslužkov.

3.1 STANDARDI VREDNOSTI

Beseda vrednost ima za različne ljudi različen pomen. Celo istemu človeku pomeni vrednost različno stvar v različnih kontekstih. Brez natančne definicije termina vrednosti se lahko zgodi, da ne bodo imeli zaključki vrednotenja nobenega pomena.

Vrednost kot pojem nam predstavlja lastnost nečesa, da se lahko zamenja za drugo blago ali za denar. Lahko bi rekli, da je vrednost menjalno razmerje, iz česar izhaja t.i. menjalna vrednost. Da pa ima blago menjalno vrednost, mora zadostiti dvema kriterijema: prvi je relativna redkost blaga, drugi je uporabnost blaga oz. njegova uporabna vrednost. Če blago ne bi imelo uporabne vrednosti, tudi ne bi imelo menjalne vrednosti. Torej je uporabna vrednost nujen pogoj za menjalno vrednost (Norčič, 1994, str. 65).

Kljub temu se zastavlja vprašanje, kateri koncept vrednosti je pravi z vidika vrednotenja delnic, ali objektivistični ali subjektivistični koncept. **Objektivistični koncept** opredeljuje

¹ Če je finančni trg učinkovit, ostaja investitorju relativno malo (ali nič) časa, da kupi podcenjen in proda precenjen vrednostni papir. Torej, čim bolj je finančni trg neučinkovit, in slovenski finančni trg je neučinkovit, več je časa in večja je možna podcenjenost ali precenjenost vrednostnih papirjev. Kljub neučinkovitosti pa na dolgi rok cene vrednostnih papirjev ne morejo odstopati od notranjih vrednosti.

vrednost kot lastnost stvari, ki jo ima stvar sama po sebi, ne glede na odnos do drugih stvari. V osnovi je takšno pojmovanje povezano z delovno teorijo vrednosti oz. gradi na stroškovni vrednosti. Pri **subjektivističnem konceptu** pa subjekt sam pripisuje vrednost določeni stvari. To pojmovanje je povezano z različnostjo potreb posameznika, z zaznavanjem posameznika glede koristnosti stvari, z vprašanji morale, etike ter s socialnimi in drugimi vrednotami. V ta koncept pa sodi tudi znano načelo o padajočih donosih, kjer vsaka nadaljnja enota dobrine predstavlja manjšo koristnost (Škof, 1994, str. 24).

V vsakodnevni praksi je prevladal subjektivistični koncept, saj obstaja več razlogov, ki govorijo njemu v prid. Če bi upoštevali zgolj objektivistični (stroškovni) koncept, bi namreč lahko prišli do absurdne situacije, ko bi bila velika, a popolnoma zgrešena in nedonosna naložba, ki ne daje nikakršnih koristi, zelo veliko vredna. Preprosto zato, ker smo zanjo porabili veliko časa in denarja. Lahko bi bilo tudi obratno, kjer majhna naložba, ki bi dajala velike koristi, ne bi bila vredna skoraj nič. Ravno zaradi tega, je koristnost stvari ključnega pomena za njeno vrednost. Iz tega zaključimo, da je vrednost v splošnem definirana kot sedanja vrednost prihodnjih koristi.

Vrsta vrednosti, ki so jo išče pri vrednotenju, je definirana kot **standard vrednosti**. Za mnogo primerov je standard vrednosti pravno določen ali z zakonom ali s pogodbami. Z drugimi besedami povedano, gre za funkcijo želja vpletenih strani. Standard vrednosti ponavadi odraža predvidevanje glede tega, kdo bo kupec in kdo prodajalec v hipotetični ali resnični transakciji, ki se nanaša na sredstva, lastnino ali poslovne interese. Definira oziroma specificira strani, ki bodo sodelovale v resnični ali hipotetični transakciji. Z drugimi besedami, standard vrednosti postavlja vprašanje: »vrednost za koga?« in »pod katerimi pogoji?« Standard vrednosti določa direktno ali posredno, katere metode vrednotenja so primerne in katere dejavnike je potrebno oziroma ni potrebno upoštevati.

Glede na različne vrste subjektov in glede na različne transakcije so se razvile tudi različne vrste standardov vrednosti. Poznamo štiri glavne vrste standardov vrednosti, in sicer pošteno tržno vrednost, investicijsko, notranjo in pošteno vrednost (Pratt et al., 2000, str. 28-32), medtem ko so druge oblike vrednosti, kot na primer likvidacijska, nadomestitvena, knjižna, zavarovalna itd. le izvedbe osnovnih oblik. Saj sta tako neprekinjeno poslovanje kot likvidacija že koncepta, ki presegata standard vrednosti in predstavljata predpostavko vrednosti. Pri **predpostavki vrednosti** pa gre za predpostavlanje glede dejanskih in hipotetičnih okoliščin primernih za predmet vrednotenja (to je nadaljnje poslovanje ali likvidacijo).

V nadaljevanju sledita opredelitev in opis glavnih vrst standardov vrednosti, kateri je povzet po Pratt et al. (2000, str. 28-32), če ni navedeno drugače.

3.1.1 Poštena tržna vrednost

Najbolj razširjen in priznan standard vrednosti, katerega se najpogosteje uporablja pri poslovnih vrednotenjih, je poštena tržna vrednost (ang. fair market value). Kar se tiče poslovnih vrednotenj, je to standard, katerega se uporablja v skoraj vseh davčnih zadevah v ZDA.

Pojma tržna vrednost in gotovinska vrednost sta pogosto uporabljene izmenično s pojmom poštena tržna vrednost. Na uporabo teh sinonimov standardov vrednosti pogosto vpliva tip sredstva, lastnine, poslovnega deleža, ki se vrednoti.

Davčna uprava v ZDA (ang. Internal Revenue Service) in ameriško društvo cenilcev (ang. American Society of Appraisers) definirata pošteno tržno vrednost kot znesek, po katerem se lahko zamenja lastništvo med voljnim prodajalcem in voljnim kupcem, v primeru, da nobeden od njiju ne deluje pod pritiskom in oba ustrezno poznata vsa pomembna dejstva.

Obstaja splošen dogovor, na katerega nakazuje definicija, in sicer, da imata obe strani zmožnost in pripravljenost za nakup oziroma prodajo. Kot trg pa se lahko smatra v tej definiciji vse potencialne kupce in prodajalce takšnih lastniških deležev. Koncept poštene tržne vrednosti pa predvideva tudi prevladujoče ekonomske in tržne razmere na dan določenega vrednotenja.

V večini interpretacij poštene tržne vrednosti sta voljni prodajalec in voljni kupec samo hipotetični osebi in ne točno določni kupec in prodajalec. Z drugimi besedami, cena ne bi ustrezala pošteni tržni vrednosti, če bi nanjo vplivali posebni motivi tipičnega prodajalca ali kupca. Izhajajoč iz tega lahko zaključimo, da je cena, ki jo v končni fazi plača kupec, bližje definiciji investicijske vrednosti, kar bomo videli tudi v nadaljevanju.

3.1.2 Investicijska vrednost

Investicijska vrednost (ang. investment value) je definirana kot »specifična vrednost investicije za določenega investitorja ali skupino investitorjev, ki temelji na individualnih investicijskih zahtevah. Razlikuje se od tržne vrednosti, katera je neosebna in neodvisna«.

O tej vrednosti se ponavadi razmišlja kot o vrednosti prihodnjih koristih lastništva določenega premoženja za določenega kupca. Investicijska vrednost je koncept, katerega se da ponavadi enostavneje razumeti, ker gre za vrednost določenega premoženja za specifičnega kupca.

Investicijska vrednost se lahko razlikuje občutno od kupca do kupca, zaradi vrste razlogov. Med razlogi, ki lahko vplivajo na oceno investicijske vrednosti podjetja za posameznega kupca, velja omeniti (Miller, 1995, str. 6):

- sinergije in možnosti za ustvarjanje vrednosti,
- željo po vstopu na nov trg,
- zaznavanje tveganosti in / ali volatilnosti sredstva pri ustvarjanja prihodkov,
- davčni status kupca,
- optimizem kupca.

Investicijska vrednost se lahko ujema s pošteno tržno vrednostjo, obstaja pa več tehtnih razlogov, zakaj se investicijska vrednosti določenega lastnika ali bodočega lastnika razlikuje od poštene tržne vrednosti. Glavni razlogi so:

- razlike v pričakovanjih glede možnosti ustvarjanja prihodkov v prihodnosti,
- razlike v dojemanju stopnje tveganja in zahtevane stopnje donosa,
- razlike v stroških financiranja in davčnem statusu,
- sinergije z drugimi dejavnostmi v lasti ali pod kontrolo lastnika ali bodočega lastnika.

Za določanje investicijske vrednosti se lahko uporablja metoda vrednotenja na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov. Če pa vrednost, določena s to metodo, predstavlja tudi pošteno tržno vrednost, pa je odvisno od tega, ali bi bile uporabljene predpostavke soglasno sprejete s strani udeležencev na trgu.

Če ustrežna finančna analiza pripelje do utemeljenega zaključka, da investicijska vrednost za obstoječega lastnika v določenem trenutku presega tržno vrednost, je racionalna ekonomska odločitev za lastnika v tistem trenutku, da naložbe ne proda, dokler ne najde investitorja, ki je za naložbo pripravljen plačati investicijsko vrednost, ki je višja od splošno veljavne vrednosti med potencialnimi kupci.

Seveda pa koncept investicijske vrednosti ni povsem ločen od koncepta poštene tržne vrednosti, saj pravkar opisana dejanja več investitorjev v končni fazi pripeljejo do uravnoteženja ponudbe in povpraševanja preko ravnotežne tržne cene, ki predstavlja splošno veljavno vrednost med zbranimi investitorji.

3.1.3 Notranja ali osnovna, temeljna vrednost

Notranja vrednost (ang. intrinsic value) pridemo preko podrobne analize oziroma vrednotenja investicije se razlikuje od investicijske vrednosti po tem, da predstavlja analitično oceno vrednosti, ki temelji na tolmačenju lastnosti, ki so jih opazili analitiki in ne upošteva lastnosti, katere so svojske posameznemu investitorju. Drugače povedano, notranja vrednost podjetja ni ne poštena tržna vrednost, ker ni odvisna od trga, ne investicijska vrednost, ker ni pogojena s konkretnimi interesi posameznega lastnika. Notranja vrednost podjetja naj bi zanimala predvsem portfeljske investitorje, kajti le-ti nimajo osebnih interesov v konkretnem podjetju, temveč iščejo koristi predvsem v razliki med notranjo in tržno vrednostjo investicije.

Pri analizi delnic se kot notranjo vrednost smatra ustrežna cena za delnico na podlagi mnenja analitika, ki je izpeljal fundamentalno analizo sredstev podjetja, zmožnosti ustvarjanja prihodkov in ostalih faktorjev.

Notranja vrednost je znesek, za katerega investitor smatra na podlagi razpoložljivih dejstev, da je »resnična« oziroma »realna« vrednost predmeta, ponavadi lastniškega vrednostnega papirja. Vrednost, ki bo postala tržna vrednost, ko pridejo do tega spoznanja tudi ostali investitorji. Pri določanju notranje vrednosti so na razpolago različni pristopi, ki temeljijo na pričakovanih diskontiranih denarnih tokov.

Fundamentalna analiza je pristop k analizi vrednostnih papirjev, ki predvideva, da ima vrednostni papir notranjo vrednost, ki se jo da določiti z natančno določitvijo ustreznih spremenljivk. Poleg pričakovanih prihodkov so ponavadi pomembne spremenljivke v teh analizah še dividende, kapitalska struktura, kvaliteta managementa... Ocena notranje vrednosti vrednostnega papirja, ki jo pripravi analitik na podlagi fundamentalnih spremenljivk, in primerjava te vrednosti s trenutno tržno ceno je osnova za investicijsko odločitev.

Namen analize vrednostnih papirjev je odkriti razlike med vrednostjo papirja, ki velja na trgu, in notranjo vrednostjo vrednostnega papirja, to je vrednostjo, ki bi jo papir moral imeti in jo bo imel, ko bodo ostali investitorji imeli enak vpogled in znanja kot analitik.

Če je tržna vrednost pod vrednostjo, katero oceni analitik kot notranjo vrednost, potem analitika oceni delnico kot primerno za nakup. Če pa je tržna vrednost nad predvideno notranjo vrednostjo, potem analitik predlaga prodajo delnice.

Koncept notranje vrednosti tudi ne more biti povsem ločen od koncepta poštene tržne vrednosti, saj dejanja kupcev in prodajalcev temeljijo na njihovem specifičnem dojemanju notranje vrednosti, kar v končni fazi pripelje do splošno sprejemljive tržne vrednosti in do stalnih in dinamičnih sprememb tržne vrednosti v času.

3.1.4 Poštena vrednost

Za razumevanje pojma poštena vrednost (ang. fair value) je potrebno poznati kontekst, v katerem se ta pojem uporablja. Na področju vrednotenja je ta pojem ponavadi pravni standard vrednosti, ko gre za zaščito interesov manjšinskih lastnikov. Na splošno je poštena vrednost znesek, ki prestavlja nadomestilo lastniku za neprostovoljni odvzem premoženja. Ponavadi obstaja voljan kupec, ki ima več znanja kot prodajalec, kateri ni voljan prodati. Mnogi pa razumejo pošteno vrednost kot pošteno tržno vrednost brez upoštevanja diskontov.

V večini zveznih držav v ZDA je poštena vrednost zakonski standard vrednosti, ki se uporablja v primerih nestrinjanja z oceno vrednosti, ki izhaja iz pravic, ki pripadajo delničarjem. Pogosto se uporablja tudi pri vrednotenju v primerih zatiranja pravic manjšinskih delničarjev. Sodna praksa na tem področju je v zadnjem času v vzponu predvsem v ZDA. V primeru, da se podjetje združi, odproda ali izpelje kakšno drugo večjo transakcijo in je lastnik manjšinskega deleža v podjetju mnenja, da je prisiljen zaradi tega sprejeti manjše nadomestilo za njegove delnice, kot je po njegovem mnenju ustrezno, ima ta delničar pravico, da se njegove delnice ovrednotijo in da dobi pošteno vrednost v denarju. V zveznih državah v ZDA, ki so sprejele t. i. Uniform Business Corporation Act, pomeni poštena vrednost – vrednost delnic tik pred izvršitvijo spornega dejanja podjetja, kateremu ugovarja manjšinski delničar, neupoštevaje podražitev ali pocenitev zaradi pričakovanja spornega dejanja podjetja, razen če ni izključitev neupravičena.

Pojem poštene vrednosti so sprejele za določene vrste transakcij tudi nekatere države, v katerih je potekala oziroma poteka privatizacija. Te transakcije pogosto vključujejo določene skupine kupcev, kot na primer zaposlene. Vendar pa se takšne definicije poštene vrednosti močno razlikujejo med državami.

3.2 PREDPOSTAVKE VREDNOSTI

Praktično vsa podjetja ali deleže v njih je možno oceniti na podlagi vsake od sledečih štirih predpostavk vrednosti, izbor katerih pomembno vpliva na ključne domneve glede vrednotenja posameznih sredstev in s tem podjetja kot celote (Miller, 1995, str. 6-10):

- vrednost neprekinjenega poslovanja (ang. going concern) – gre za oceno vrednosti podjetja, katerega se vrednoti kot poslovno enoto, za katero ni nobene nevarnosti takojšnje prekinitve oziroma ustavitve poslovanja.
- zamenljiva vrednost (ang. value-in-exchange) – vrednost sredstev, ki trenutno niso v uporabi in se z njimi ne ustvarjajo prihodki in niso del neprekinjenega poslovanja.
- vrednost v primeru redne prodaje (ang. orderly liquidation) – vrednost, ki jo bo doseglo sredstvo pri prodaji na trgu, v primeru, da obstaja sprejemljiv čas za iskanje kupca, pri čemer tako kupec kot prodajalec poznata uporabnost in namen, za katerega je primerno sredstvo in do katere mere to sredstvo uporabno. Prodajalec je sredstvo prisiljen prodati, medtem ko je kupec sredstvo pripravljen kupiti, ne obstaja pa nikakršna prisila, zaradi katere bi to moral storiti.
- vrednost v primeru prisilne likvidacije (ang. forced liquidation) – vrednost, ki jo bo doseglo sredstvo pri takojšnji prodaji na trgu, pri čemer tako kupec kot prodajalec poznata uporabnost in namen, za katerega je primerno sredstvo in do katere mere je to sredstvo uporabno. Prodajalec je sredstvo prisiljen prodati, medtem ko je kupec sredstvo pripravljen kupiti, ne obstaja pa nikakršna prisila zaradi katere bi to moral storiti.

Zaključek glede vrednosti istega podjetja pri vsaki od zgornjih predpostavk pa je lahko povsem različen (Pratt et al., 2000, str. 33).

Poleg tega se lahko vsaka od teh alternativnih predpostavk vrednosti uporabi pri enakem standardu ali definiciji vrednosti. Na primer poštena tržna vrednost zahteva »voljnega« kupca in »voljnega« prodajalca. Vendar pa morajo ti voljni kupci in prodajalci sprejeti z informacijami podprto odločitev glede tega, kako bodo poslovali med seboj glede na ciljno podjetje. Kar pomeni, da obstaja vprašanje, ali je ciljno podjetje vredno več za kupca in prodajalca v primeru, da podjetje obstane kot tako in nadaljuje s poslovanjem, ali kot zbir posameznih sredstev, ki bodo uporabljena za različne namene? V obeh primerih sta kupec in prodajalec še vedno pripravljena na transakcijo, le lastnosti okoliščin transakcije, ki bo maksimirala vrednost celotnih sredstev ciljnega podjetja, so različne.

Določitev ustrezne predpostavke glede vrednosti je pomemben korak v definiranju naloge vrednotenja. V primeru vrednotenja kontrolnega deleža je izbira ustrezne predpostavke vrednosti funkcija najboljše uporabe celotnih sredstev ciljnega podjetja, ki prinaša najvišjo vrednost. V primeru vrednotenja manjšinskega lastniškega deleža pa se ponavadi upošteva, da bo podjetje normalno poslovalo, razen če ne obstajajo razlogi za drugačno predvidevanje. Odločitev glede ustrezne predpostavke vrednosti je ponavadi sprejeta s strani cenilca in temelji na izkušnjah, presoji in analizah, lahko pa jo sugerira tudi naročnik vrednotenja.

V nekaterih okoliščinah je pomembno in morda celo odločilno, da se oceni podjetje na podlagi več različnih predpostavk vrednosti. Na primer, kadar se odloča med stečajem in reorganizacijo ali v primeru finančnega listinjenja ter zastavljanja premoženja.

3.3 OSNOVNE SPREMENLJIVKE, KI VPLIVAJO NA KONČNO VREDNOST

Ne glede na to, ali se uporablja kot sprejemljive podatke za prihodnja pričakovanja projekcije ali pa pretekle podatke, obstajajo določne ključne spremenljivke, na katere se bo osredotočilo pri vrednotenju podjetja. Relativna pomembnost ustreznih spremenljivk se bo spreminjala v različnih situacijah. Med teoretiki ni enotnega mnenja glede tega, katere spremenljivke zahtevajo največ pozornosti in katerim naj bi bila dana največja teža v različnih situacijah vrednotenja, saj obstajajo notranji dejavniki vrednotenja, ki so odvisni od uspešnosti poslovanja in zunanji dejavniki vrednotenja, ki so odvisni od okolja, v katerem posluje podjetje.

Ne glede na to, pa mora izhajati finančna korist lastništva deleža v podjetju iz enega od sledečih virov (Pratt et al., 2000, str. 43):

- dividende, razdelitev dobička in druge vrste denarnega toka iz:
 - poslovanja,
 - investicij (na primer obresti).
- likvidacije ali zastave sredstev,
- prodaje deleža v podjetju.

Zaradi tega se mora vsaka metoda vrednotenja vsaj iz finančnega vidika osredotočiti na kvantificiranje zmožnosti poslovnega deleža, da ustvarja korist za svojega lastnika na podlagi enega ali kombinacije zgoraj navedenih virov.

V veliko primerih se odločitev glede vrednosti prilagodi z drugimi notranjimi spremenljivkami, ki se ne nanašajo na podjetje kot celoto, ampak na lastniški delež posameznika v podjetju (Pratt et al., 2000, str. 44):

- velikost lastniškega deleža (ne odraža samo lastniškega deleža, ampak tudi kontrolo v podjetju),
- glasovalne pravice in vpliv na smer razvoja poslovanja,
- restriktivne klavzule, ki vplivajo na pravice lastnikov,
- tržnost lastniškega deleža,
- posebno lastništvo ali bonitete vodstva.

Tako ne obstaja splošen odgovor glede na to, katere spremenljivke med tistimi, ki vplivajo na prihodnost, zaslužijo največ pozornosti. Na splošno je zmožnost ustvarjanja prihodkov pomembna notranja spremenljivka, ki vpliva na vrednost podjetja v primeru nadaljnega poslovanja. Zmožnost ustvarjanja prihodkov se odraža v ustvarjanju denarnega toka, dividend, čistega dobička in kapitala. Drugi pomembni notranji dejavnik vrednotenja pa je dobičkonosnost investiranega kapitala podjetja (ang. Return on Invested Capital). Podjetje, ki ustvari višji dobiček za vsako investirano denarno enoto, bo vredno več kot podobno podjetje, ki ustvari manj dobička za vsako denarno enoto investiranega kapitala. Hitreje rastoče podjetje bo vredno več kot počasneje rastoče podjetje, v primeru, da obe podjetji ustvarjata enak donos na investirani kapital in če je ta donos dovolj visok, da zadovolji investitorje.

Zunanje spremenljivke, ki vplivajo na vrednosti podjetja, lahko s skupno besedo opredelimo kot »trg«. Trg določa obseg pričakovanega donosa, ki je potreben za pritegnitev investicij in s tem določa tudi stroške kapitala. Ti stroški kapitala so odvisni od zahtevane stopnje donosa, ki je pogojena s splošnimi višinami obrestnih mer, ter od višine premije za tveganje (mora biti višja kot donos, ki ga prinašajo netvegane investicije s fiksnim donosom), ki jo zahteva trg, kot tudi tveganj, ki so povezani s posameznim podjetjem. Včasih se lahko spremembo v vrednosti lastniškega deleža v podjetju povsem pripiše zunanjim tržnim razmeram in investitorji pridobijo predvsem, ker so bili v pravem trenutku na pravem mestu, kot pa zaradi izboljšanja finančnega rezultata iz poslovanja.

3.4 KVANTITATIVNI DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA KONČNO VREDNOST

Pri končni oceni pričakovanega ekonomskega dobička se mora upoštevati dve dimenziji, in sicer obseg pričakovanega ekonomskega dobička in tveganje ali bo ekonomski dobiček ustvarjen ali ne. Tveganje lahko opredelimo kot stopnjo negotovosti, ki je povezana z realizacijo prihodnjega ekonomskega dobička. Pri enakem obsegu pričakovanega prihodnjega ekonomskega dobička primerljivih podjetij bo trg pripravljen plačati več za delnico podjetja, katerega realizacija ekonomskega dobička je bolj verjetna oziroma manj za delnico podjetja, katerega realizacija je manj verjetna. Z drugimi besedami, višje kot je tveganje za določen obseg pričakovanega prihodnjega ekonomskega dobička (to je denarni tok, dividende...), nižja je sedanja vrednost ali obratno, nižje je tveganje, višja je sedanja vrednost (Brigham et al., 1999, str. 168).

Tveganje se pri vrednotenju ponavadi odraža v zahtevani stopnji donosa, ki se uporabljajo za diskontiranje finančnih spremenljivk. Trg določi osnovno netvegano zahtevano stopnjo donosa in obseg premije, ki se jo zahteva glede na različne stopnje tveganja. Ena od stvari, ki jo lahko storijo lastniki podjetja in s tem znižajo svoje stroške kapitala ter zvišajo vrednost podjetja, je, da znižajo stopnjo tveganja povezano s podjetjem. Če pustimo vse ostalo

nespremenjeno, nižje kot smatra analitik tveganje, nižje stroške kapitala bo uporabil pri vrednotenju in zaradi tega bo višja končna vrednost.

Nadalje se uporablja diskonte ali premije za prilagoditev ocenjene sedanje vrednosti, kar odraža razlike med lastnostmi lastniškega deleža, ki se ga vrednoti in lastnostmi lastniškega deleža, na katerem temelji vrednotenje. Razlike v lastnostih lastniških deležev so vzrok za različna dodatna tveganja, ki izhajajo iz možnih obveznosti, pomanjkanja kontrole, pomanjkanja tržnosti, ali katerega drugega dejavnika, ki vpliva na vrednost lastniškega deleža.

Diskont znižuje vrednost, kar pomeni, da ima upoštevanje dodatnega diskonta na ocenjeno sedanjo vrednost učinek povečanja zahtevane stopnje donosa. Ustrezna uporaba premij in diskontov rezultira v različnih ocenjenih sedanjih vrednostih, kar odraža različne zahtevane stopnje donosa, ki jih investitor zahteva kot kompenzacijo za različno tveganost investicij ob pričakovani stopnji rasti družbe.

Nekatere diskonte (premije) je mogoče uporabiti za celotno podjetje (npr. diskont za ključne kadre ali diskont zaradi okoljevarstvenih obveznosti), medtem ko je premijo (diskont) za kontrolni oziroma manjšinski delež ter tržnost mogoče pripisati samo lastniškemu kapitalu, pri čemer so ti diskonti (premije), ki se nanašajo na celotno podjetje, ponavadi obračunani, preden se upoštevajo diskonti (premije), ki pripadajo posameznim delničarjem (Pratt, 2001, str. 4).

Ne glede na to, iz katerega naslova izhaja premija ali diskont, pa je potrebno v vsakem primeru predhodno kot osnovo določiti standard vrednost, od katerega se obračunava diskont ali premija.

3.4.1 Kontrolni in manjšinski delež

Raven obvladovanja v podjetju v veliki meri določa raven tržnost lastniškega deleža v podjetju, zato je pri vrednotenju podjetij smiselno analizirati vidik obvladovanja in s tem povezani pribitek oziroma diskont pred analiziranjem tržnosti lastniškega deleža.

Lastnik kontrolnega deleža ima v podjetju določene pravice, katere ne pripadajo manjšinskemu delničarju, vendar pa le 100 % lastnik popolnoma obvladuje podjetje, tako da le v tem primeru lahko enačimo vrednost deleža z vrednostjo podjetja. Zaradi tega je pomembno, da se pri vrednotenju lastniškega deleža oceni, ali obstajajo elementi kontrole in kateri ter kakšen je njihov vpliv na vrednost. Nekatere prednosti lastništva kontrolnega deleža lahko uživa tudi manjšinski delničar. Lastnik nekontrolnega deleža je lahko namreč v položaju, ko ima odločilni glas in s tem do neke stopnje vpliva na pomembno poslovno politiko.

Na vrednost posameznih lastniških deležev lahko vpliva tudi razporeditev lastništva. Če ima na primer vsak od treh delničarjev ali partnerjev eno tretjino lastništva, nima nobeden od njih popolne kontrole. Kljub temu pa nobeden od njih ni v relativno podrejenem položaju, razen če sta tesno povezana samo dva od treh lastnikov. V tem primeru lahko analitik oceni, da bo diskont od sorazmerne vrednosti za vsak posamični delež lastništva nižja kot za manjšinski delež, ki nima nobene kontrole. Nasprotno, možno je celo, da lastniku tretjinskega manjšinskega deleža pripada celo posebna cenovna premija (na primer premija za glasovalne pravice) v primeru konkurenčne ponudbe s strani ostalih dveh lastnikov tretjinskih deležev.

Veliko tipičnih pravic lastnikov se lahko omeji z razmerji z ostalimi lastniki kapitalskih deležev, na primer bankami. Rezervacije povezane z dolžniškimi obveznostmi ali višji razred delnic (ang. senior class) pogosto preprečijo podjetju izplačilo dividend, dvig nadomestil managementa, likvidacijo sredstev, prevzeme in združitve ter spremembe v smeri razvoja podjetja. Poleg tega lahko vsebujejo določene omejitve tudi delničarski sporazumi, kateri pa so lahko tudi zaupne narave.

Prav tako lahko tudi zakonodajna oblast z regulacijo poslovanja prepreči določene prevzeme nadzora in odprodaje podjetij določenim interesnim skupinam, kar pomeni, da s tem zakonodaja vpliva tudi na pravice večinskih in manjšinskih delničarjev. Lastniki delniških družb imajo v skladu s slovensko zakonodajo (Zakon o gospodarskih družbah, 2006) in statutom družb pravico do udeležbe pri sprejemanju odločitev na skupščini delničarjev, ki so nanašajo na upravljanje podjetja, izplačilo dividend, v primeru likvidacije ali stečaja pa pravico do ustreznega dela preostalega premoženja. Sklepi skupščine so v skladu s tem zakonom veljavni, če so navzoči delničarji z glasovalno pravico, ki predstavljajo vsaj petnajst odstotkov zastopanega osnovnega kapitala.

Za sklepe skupščine povezane z:

- sprejetjem letnega poročila (Skupščina odloča o letnem poročilu samo, če nadzorni svet letnega poročila ni potrdil ali če uprava in nadzorni svet prepustita odločitev o sprejemu letnega poročila skupščini.),
- uporabo bilančnega dobička na podlagi predloga uprave in nadzornega sveta,
- imenovanjem in odpoklicom članov nadzornega sveta,
- podelitvijo razrešnice članom uprave in nadzornega sveta,
- imenovanju revizorja,

je po zakonu potrebna večina oddanih glasov delničarjev (navadna večina), razen če statut ne določa višje večine ali drugih zahtev.

Medtem ko je po Zakonu o gospodarskih družbah (2006) za skupščinske sklepe povezane:

- s spremembo statuta,
- z ukrepi za povečanje,
- redno zmanjšanje kapitala,
- s prenehanjem družbe in statusnim preoblikovanjem,
- z veljavnostjo pogodbe o pripojitvi (Skupščina vsake družbe udeležene, v pripojitvi, lahko da soglasje bodisi pred bodisi po sklenitvi pogodbe o pripojitvi.),

potrebna več kot samo navadna večina oddanih glasov, in sicer večina najmanj treh četrtin pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala. Statut pa lahko določi tudi drugačno kapitalsko večino, vendar ne manj kot večino pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala. Ne glede na to, pa imajo lahko variacije glede pravic, ki pripadajo posameznemu deležu lastniškega kapitala, pomemben vpliv na vrednotenje posameznih deležev v podjetju.

Glasovalne pravice predstavljajo eno od najtežje merljivih spremenljivk v smislu vpliva na vrednost. Pri izredno malemu lastniškemu deležu trg pripisuje malo vrednosti glasovalnim pravicam, medtem ko je pri večinskem deležu vpliv glasovalnih pravic na vrednost lahko občuten. Lahko se celo zgodi, da je večinski delež delnic brez glasovalnih pravic vreden manj po delnici kot majhen delež delnic z glasovalno pravico, saj obstaja manj potencialnih kupcev

za velik delež delnic brez glasovalnih pravic. Izhajajoč iz tega je ponavadi nekontrolni lastniški delež vreden manj kot sorazmeren delež vrednosti celotnega podjetja.

Na obseg kontrole vpliva veliko dejavnikov in posledično, če izhajamo iz vrednosti večinskega lastniškega deleža, tudi na diskont zaradi pomanjkanja kontrole. Če izhajamo iz manjšinskega lastniškega deleža, ki ima neko kontrolo, pa vplivajo ti dejavniki na kontrolno premijo. Vsak lastniški delež, ki je manjši od 100 %, načeloma pušča prostor za vpliv tudi manjšinskim delničarjem, saj načeloma le 100 % lastnik popolnoma obvladuje podjetje, kar pomeni, da lahko le v tem primeru enačimo vrednost deleža z vrednostjo podjetja. V vseh drugih primerih obstajajo razlogi za razmislek o uporabi diskonta zaradi pomanjkanja kontrole. Če gre za formalno obvladujoči delež, torej za delež, večji od 50 %, potem bo velikost diskonta odvisna predvsem od naslednjih dejavnikov:

- ali lahko lastnik uveljavlja pravico do likvidacije, združitve ali prestrukturiranja (če to ni mogoče, bo diskont večji),
- ali lastnik obvladuje celotni nadzorni svet (če ga ne, bo diskont večji),
- ali so preostali lastniški deleži razpršeni (če niso, bo diskont večji),
- ali obstajajo zahtev po kvalificirani večini (če obstajajo, bo diskont večji).

Če gre formalno za manjšinski delež, torej za delež, ki je manjši od 50 %, bo že zaradi tega dejstva velikost diskonta večja kot v gornjih primerih. Poleg tega pa bo velikost diskonta odvisna še od naslednjih dejavnikov:

- ali ima lastnik možnost vpliva na odločitve v zvezi z likvidacijo, združevanjem ali prestrukturiranjem podjetja (če ne, bo diskont večji),
- ali ima lastnik pravico do sedeža v nadzornem svetu podjetja (če nima, bo diskont večji),
- ali so ostali lastniški deleži razpršeni (če niso, bo diskont večji),
- ali obstajajo zahteve po kvalificirani večini (če ne, diskont večji).

V večini primerov je za določene pomembnejše odločitve v podjetju potrebno vsaj 50 % glasov. Kadar dosežen delež lastništva v podjetju omogoča sprejetje nekaterih odločitev v podjetju, za druge odločitve pa ta obseg lastništva ni dovolj velik, govorimo o lastniškem deležu, ki ni niti povsem manjšinski delež niti popolni kontrolni delež, ima pa moč blokiranja sprejema določenih odločitev. Če pri oceni vrednost takšnega lastniškega deleža, ki ni niti povsem manjšinski delež niti popolni kontrolni delež, izhajamo iz vrednosti manjšinskega lastniškega deleža, potem je za oceno vrednost takšnega deleža potrebno upoštevati tudi določeno premijo. Čeprav ne obstajajo empirične raziskave, ki bi potrdile obseg takšne premije, ki omogoča preprečevanje sprejetja določenih odločitev v podjetju, pa Pratt (2001, str. 21) ocenjuje, da se takšna premija giblje v razponu med 5 % in 15 % od vrednosti manjšinskega lastniškega deleža in jo je potrebno prišteti vrednosti manjšinskega deleža. Prav tako isti avtor navaja, da se giblje v istem obsegu tudi diskont za pomanjkanje popolne kontrole, če izhajamo pri vrednotenju lastniškega deleža, ki ni niti povsem manjšinski delež niti popolni kontrolni delež, iz kontrolne vrednosti. Omenjena razpona sta tudi v skladu z velikostjo kontrolne premije in diskonta, izhaja iz sledeče formule Pratt (2001, str. 19):

$$MD = 1 - \left(\frac{1}{1 + CP} \right), \quad (1)$$

kjer je:

- MD* - diskont za pomanjkanje kontrole,
- CP* - kontrolna premija.

Tržni dokazi, na podlagi katerih se ponavadi določa kontrolna premija, temeljijo na primerjavi prevzemnih cen za delnice javnih podjetij, s ceno, ki je veljala za te delnice na organiziranem trgu pred objavo prevzema. Kljub temu da je tako izračunana kontrolna premija v bistvu prevzemna premija, pa so to še vedno najboljše empirični približki za kvantificiranje kontrolne premije.

3.4.2 Likvidnost in tržnost

Razlika v pojmovanju likvidnosti in tržnosti je v tem, da gre pri likvidnosti za zmožnost večinskega lastnika, da spremeni v denar svoje lastništvo v kratkem času in po razmeroma nizkih in predvidljivih stroških, medtem ko tržnost delnice pomeni možnost, da lahko manjšinski lastnik proda delnico v vsakem trenutku, in sicer po razmeroma nizkih in predvidljivih stroških in da bo denar od prodaje v najkrajšem času tudi pridobil. Pomanjkanje možnosti takojšnje prodaje zmanjšuje vrednost delnice v primerjavi z delnico, ki je enaka v vseh lastnostih, hkrati pa jo je možno tudi v vsakem trenutku prodati. Drugače povedano, trg plača premijo za tržnost ali zahteva diskont za netržnost.

Ker za delnice zasebnih družb ne obstaja organiziran trg, je delnica teh družb vredna manj kot delnice primerljivih podjetij, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Več dejavnikov vpliva na relativno tržnost različnih poslovnih deležev. Včasih je pomemben dejavnik velikost deleža, saj je možno, da je manjši delež v podjetju lažje prodati kot večji delež, v nekaterih primerih pa velja ravno obratno. V večini primerov dejavnik pomanjkanja tržnosti občutno vpliva na manjšinske deleže. Vendar pa tudi kontrolne deleže v zasebnih družbah ni tako enostavno prodati, kot na primer deleže v podjetjih, s katerimi se trguje na organiziranih trgih.

Obstoj delničarskega sporazuma lahko občutno vpliva na prenosljivost delnic. Nekateri sporazumi glede prodaje oziroma nakupa določajo ceno, po kateri, in okoliščine, v katerih se morajo delnice prostovoljno ali neprostovoljno odstopiti, prodajne in nakupne klavzule ter, kdo naj bi imel prednostno pravico v primeru transakcije. Prisotnost kateregakoli omejevalnega sporazuma glede prenosljivosti deležev zmanjšuje ocenjeno tržno vrednost delnic zasebnih družb.

Zaradi ekstremnih razlik glede možnosti takojšnje prodaje manjšinskega lastniškega deleža v zaprti delniški družbi, s čemer razumemo prodajo v nekem krajšem časovnem obdobju, in delnic, s katerimi se javno trguje, empirične raziskave kažejo, da je za netržnost manjšinskega deleža ustrezni občutni diskont, in sicer v intervalu od 35 % do 50 % glede na vrednost manjšinskega deleža, s katerim se javno trguje (Pratt, 2000, str. 394). Seveda pa se diskont za netržnost razlikuje glede na merila, ki so bila uporabljena za določanje tega odbitka. Na splošno lahko ta merila razdelimo v dve skupini raziskav, in sicer raziskave delnic z omejitvijo glede trgovanja (ang. Restricted Stocks – RS) in raziskave prvih javnih ponudb (ang. Initial Public Offering – IPO). Vse študije, katere proučujejo diskonti za pomanjkanje tržnosti in bodo omenjene v nadaljevanju, temeljijo na podatkih, pridobljenih v ZDA.

Delnice z omejitvijo glede trgovanja so v vseh ostalih lastnostih enake prosto prenosljivim delnicam, s katerimi se trguje na organiziranih trgih, le da te delnice niso registrirane za javno

trgovanje ali je z njimi prepovedano javno trgovati. Kljub temu da se z glede trgovanja omejenimi delnicami ne sme javno trgovati, pa se z njihovimi svežnji lahko trguje v privatnih transakcijah, kar pomeni, da je razlika v ceni med temi delnicami in prosto prenosljivimi delnicami le posledica pomanjkanja tržnosti. Delnice z omejitvijo glede trgovanja se pogosto prodajajo z znatnim odbitkom glede na tržno ceno prosto prenosljivih delnic. To kaže na dejstvo, da so delnice, s katerimi ni možno prosto trgovati na borzi, manj vredne od tržnih delnic, po drugi strani pa tudi dejstvo, da se prodajalec s takšno direktno prodajo izogne stroškom, času in javnemu oznanjanju, ki je obvezno pri registraciji delnic na borzi. Po ameriški zakonodaji preneha omejitev glede trgovanja običajno po poteku enega leta, ko je s temi delnicami možno pričeti trgovati na borzi. Prav zaradi tega zakonskega določila ocenjevalci menijo, da te raziskave ne dajejo pravega merila za odbitek za netržnost, ker s tem realnim pričakovanjem, da bodo v roku enega leta polno tržne, pomembno razlikujejo od deležev v zasebnih družbah, kjer ni realne možnosti, da bodo deleži nekoč povsem tržni. Zaradi tega dejstva so investitorji pripravljani vendarle plačati za delnico z omejitvijo glede trgovanja nekoliko več kot za delež v zasebni družbi. Kljub temu se mnogo ocenjevalcev pri opredeljevanju diskonta za netržnost sklicuje na te raziskave, katere temeljijo na primerjavi cene delnic z omejitvijo trgovanja in cene primerljivih delnic na organiziranem trgu v istem dnevu. Povprečen diskont za netržnost, ugotovljen na podlagi delnic z omejitvijo trgovanja, se skozi obdobja počasi znižuje (tabela 1) in je nižji od ugotovljenih diskontov na podlagi raziskav javnih ponudb.

Tabela 1: Povzetek študij transakcij z delnicami z omejitvijo glede trgovanja

Obdobje	Študija	Število transakcij	Povprečni diskont
1/66-6/69	SEC Institutional Investor	398	25,8%
1/68-12/70	Milton Gelman	89	33,0%
1/68-12/72	Robert Trout	60	33,5%
1/68-12/72	Robert Moroney	148	35,6%
1/69-12/73	Michael Maher	33	35,4%
10/78-6/82	Standard Research Consultants	28	45,0%
1/81-12/88	William Silber	69	33,8%
1/79-4/92	FMV Opinions, Inc.	>100	23,0%
1/80-12/96	Management Plannig, Inc.	53	27,1%
1/91-12/95	Bruce Johnson	70	20,0%
1/96-4/97	Columbia Financial Advisors	23	21,0%
5/97-12/98	Columbia Financial Advisors	15	13,0%
Srednja vrednost			30,1%

Vir: Pratt, 2001, str. 81

Do sredine osemdesetih let prejšnjega stoletja so se v raziskavah o odbitkih zaradi netržnosti v glavnem primerjale cene delnic z omejitvijo trgovanja in na borzo uvrščenih delnic. Tako ocenjevalci vrednosti kot raziskovalci so spoznali, da tovrstne raziskave ne dajejo popolne slike glede na že omenjene razlike med značilnostmi delnic s časovno omejitvijo glede možnosti trgovanja in značilnostmi deležev lastniško zaprtih družb. Da bi se približali realnejšim osnovam za določanje tega odbitka, so začeli primerjati cene transakcij z deleži/delnicami v ZDA, ki so bile realizirane pred začetkom javne ponudbe (IPO), s cenami delnic istih družb, ko so bile te uvrščene na borzo. Obstajata dve seriji tovrstnih raziskav, ki sta jih opravili svetovalno podjetje Willamette Managment Associates ter Emory Business Valuation, LLC, družba za svetovanje na področju vrednotenja, katera je nadaljevala serijo študij, ki so jih prvotno začeli pripravljati v investicijski banki Robert W. Baird & Company, katere idejni oče je John D. Ermory.

Družba Willamette Managment Associates je v preteklosti opravila serijo osemnajstih raziskav, katerih rezultati so predstavljeni v tabeli 2.

Tabela 2: Povzetek študij diskontov za privatne transakcije v primerjavi z doseženimi cenami po izvedeni prvi javni ponudbi

Obdobje	Število podjetij	Število transakcij	Povprečni diskont	Mediana	Standardni odklon
1975-78	17	31	34,0%	52,5%	58,6%
1979	9	17	55,6%	62,7%	30,2%
1980-82	58	113	48,0%	56,5%	29,8%
1983	85	214	50,1%	60,7%	34,7%
1984	20	33	43,2%	73,1%	63,9%
1985	18	25	41,3%	42,6%	43,5%
1986	47	74	38,5%	47,4%	44,2%
1987	25	40	36,9%	43,8%	49,9%
1988	13	19	41,5%	51,8%	29,5%
1989	9	19	47,3%	50,3%	18,6%
1990	17	23	30,5%	48,5%	42,7%
1991	27	34	24,2%	31,8%	37,7%
1992	36	75	41,9%	51,7%	42,6%
1993	51	110	46,9%	53,3%	33,9%
1994	31	48	31,9%	42,0%	49,6%
1995	42	66	32,2%	58,7%	76,4%
1996	17	22	31,5%	44,3%	45,4%
1997	34	44	28,4%	35,2%	46,7%

Vir: Pratt, 2001, str. 85

John D. Emory je izdelal v obdobju 1980-1997 osem študij, katerih glavni vir podatkov so IPO prospekti. Rezultati teh raziskav so predstavljeni v tabeli 3.

Tabela 3: Povzetek študij diskontov za privatne transakcije v primerjavi z doseženimi cenami po izvedeni prvi javni ponudbi

Obdobje	Število prospektov	Število transakcij	Povprečni diskont	Mediana
1995 – 1997	732	91	43%	42%
1994 – 1995	318	46	45%	45%
1992 – 1993	443	54	45%	44%
1990 – 1992	266	35	42%	40%
1989 – 1990	157	23	45%	40%
1987 – 1989	98	27	45%	45%
1985 – 1986	130	21	43%	43%
1980 – 1981	97	13	60%	66%
Vseh 8 študij	2.241	310	44%	43%

Vir: Emory, 1997, str. 4

Kot je razvidno iz tabel 2 in 3, raziskave na podlagi prvih javnih ponudb prikazujejo znatno večje diskonte kot raziskave delnic z omejitvijo trgovanja. IPO raziskave se nagibajo k diskontu okoli 45 %, raziskave delnic z omejitvijo trgovanja pa k diskontu okoli 30 %. Glede na to, da so IPO raziskave novejšje in glede na navedene slabosti raziskav delnic z omejitvijo trgovanja, je smiselno zaključiti, da so IPO raziskave ustrežnejša osnova za določanje diskonta za pomanjkanje tržnosti.

Ko se opredeljuje konkretni diskont zaradi pomanjkanja tržnosti pri ocenjevanju netržnih manjšinskih deležev, je potrebno poleg statistično ugotovljenih diskontov upoštevati še nekatere druge dejavnike, in sicer:

- pravico prodaje pod vnaprej znanimi pogoji (put rights); če ima lastnik manjšinskega deleža takšno pravico, bo njegov delež mnogo bolj prodajen kot normalen manjšinski delež v lastniško zaprtem podjetju;
- zgodovino izplačevanja dividend; delnice, za katere lastniki v preteklosti niso dobivali dividend, bo bistveno težje prodati kot delnice, ki so imele redno izplačilo dividend;
- možni kupci; obstoj več možnih kupcev zmanjšuje tveganje prodaje in s tem tudi potrebni odbitek zaradi pomanjkanja tržnosti;
- velikost deleža; empirične raziskave kažejo, da je večje svežnje manjšinskih deležev težje prodati kot manjše, saj je za večje svežnje težje najti ustrezne kupce, poleg tega je bolj zahtevno tudi financiranje teh večjih svežnjev;
- možnosti za uvrstitev na borzo; v tem primeru bo odbitek zaradi pomanjkanja tržnosti manjši kot v primerih, ko dolgoročno ni nobenih možnosti, da bi se delnice podjetja uvrstile na borzo;
- dostopnost do informacij in njihova zanesljivost; čim lažja je za manjšinskega lastnika dostopnost do informacij in čim večja je zanesljivost teh informacij, tem manjši bo odbitek zaradi pomanjkanja tržnosti;
- statutarna in zakonska določila, ki omejujejo prenosljivosti delnic, bodo zahtevala večji odbitek zaradi pomanjkanja tržnosti.

Kadar imamo opraviti z obvladujočim deležem v lastniško zaprtem podjetju, se moramo prav tako vprašati o ustreznosti uporabe odbitka zaradi pomanjkanja tržnosti. Pri obvladujočem deležu uporablja Pratt izraz neunovčljivost, ki ga opredeli kot »nezmožnost lastnika podjetja hitro in s čim manjšimi stroški unovčiti svojo lastnino« (2000, str. 392). V primerjavi z lastnikom delnic, katere so uvrščene na borzo, proda lastnik obvladujočega deleža v lastniško zaprtem podjetju svoj delež mnogo težje, v daljšem obdobju in z bolj nepredvidljivim izkupičkom. To velja tudi za 100 % lastnika. Problem pri določanju diskonta zaradi pomanjkanja tržnosti obvladujočih deležev je odsotnost empiričnih podatkov in posledično raziskav. Zato je potrebno pri določanju odbitka zaradi pomanjkanja tržnosti obvladujočih deležev upoštevati posebnosti posameznega primera in to, da so odbitki za pomanjkanje tržnosti pri obvladujočih deležih znatno manjši kot pri manjšinskih deležih in naj bi se gibal v razponu med 3 % in 33 % (Pratt, 2001, str. 167).

3.4.3 Razlika med pomanjkanjem tržnosti in pomanjkanjem kontrole

Do neustrezne ocene vrednosti lahko pride tudi, ko se v procesu vrednotenja ne loči med **diskontom zaradi pomanjkanja kontrole** in **diskontom zaradi pomanjkanja tržnosti**. To sta namreč dva različna koncepta, kar je razvidno iz poglavij 3.4.1 in 3.4.2, ki pa sta medsebojno povezana. Vendar pa sta oba diskonta nepomembna, dokler ni določena osnovna vrednost, katera je osnova za izračun obeh diskontov. Oba diskonta se obračunavata le, če so izpolnjeni pogoji za obračun diskontov.

Osnovna vrednost, katera se zmanjša za diskont zaradi pomanjkanje kontrole, je proporcionalni delež vrednosti celotnega lastniškega kapitala. Osnova, od katere se odšteje diskont zaradi pomanjkanja tržnosti, je vrednost lastniškega deleža, ki je drugače primerljiv, le da ima višjo likvidnost, kar pomeni, da se lažje proda in preoblikuje v denar (Pratt, 2000, str. 50). Pri vrednotenju se stopnja kontrole ponavadi upošteva pred stopnjo tržnosti. Čeprav sta kontrola in tržnost ločena dejavnika, pa ima stopnja kontrole oziroma njeno pomanjkanje vpliv na oboje, tako na velikost diskonta zaradi pomanjkanja tržnosti in na postopke, ki so ustrezni za določanje diskonta za pomanjkanje tržnosti.

Če se vrednoti nekontrolni lastniški delež v privatnem podjetju na podlagi tržnih cen primerljivega javnega podjetja, se primerja vrednosti dveh nekontrolnih deležev. Vrednost lastniškega deleža v privatnem podjetju je potrebno zmanjšati za diskont zaradi pomanjkanja tržnosti glede na delnice javnega podjetja, ne pa tudi zaradi pomanjkanja kontrole. Nasprotno je pri vrednotenju kontrolnega lastniškega deleža v privatnem podjetju na podlagi tržnih cen javnih podjetij, ki predstavljajo nekontrolni lastniški delež, smiselno dodati premijo za kontrolo na ceno, ki bi bila drugače ustrezna za nekontrolni lastniški delež. Če se vrednoti nekontrolni lastniški delež v privatnem podjetju z multiplikatorji, ki temeljijo na transakcijah kontrolnega deleža, potem je potrebno upoštevati tako diskont zaradi pomanjkanja tržnosti kot tudi diskont zaradi pomanjkanje kontrole.

Kadar se uporablja za vrednotenje metoda diskontiranih denarnih tokov, je običajno, da se določi diskontno stopnjo na podlagi podatkov za delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, to je na podlagi transakcij z delnicami, ki predstavljajo nekontrolni lastniški delež. To pomeni, da je potrebno pri vrednotenju nekontrolnega lastniškega deleža rezultat, dobljen z metodo diskontiranih denarnih tokov, prilagoditi za pomanjkanje tržnosti, ne pa tudi za pomanjkanje kontrole. To je ustrezen pristop glede na to, da denarni tok, ki je diskontiran, ni popravljen za spremembe ali dejavnike, od katerih bi pridobil lastnik večinskega deleža, ne bi pa vplivali na koristi lastnika nekontrolnega deleža. Kontrolni deleži podjetij so dosti manj likvidni kot delnice, s katerimi se aktivno trguje na organiziranem trgu, kljub temu pa so v večini primerov bolj likvidni kot manjšinski delež v zasebnem podjetju.

Določena stopnja pomanjkanja tržnosti pa lahko v končni fazi vpliva celo na večinski lastniški delež. Tako tudi 100 % lastniški deleži v podjetju niso povsem likvidni, vendar pa ponavadi traja dlje, da se proda kontrolni delež v podjetju kot pa 100 % lastniški delež (Pratt, 2000, str. 51). Zaradi časovne vrednosti denarja daljše prodajno obdobje zmanjšuje sedanjo vrednost, ki izvira iz prodaje večinskega lastniškega deleža. Razmerje med diskontom zaradi pomanjkanja tržnosti in diskontom zaradi pomanjkanja kontrole izhaja iz dejstva, da tudi po sorazmernem zmanjšanju vrednosti lastniškega deleža v podjetju, ker naj bi odražalo pomanjkanje popolne kontrole v podjetju, je ponavadi težje prodati lastniški delež v privatnem podjetju kot v podjetju, z delnicami katerega se trguje na organiziranem trgu.

V nekaterih primerih pride nasprotnega učinka, ko premija za kontrolni delež samo izniči diskont zaradi pomanjkanja tržnosti. Vendar pa se to medsebojno izničenje premije in diskonta ne sme smatrati kot splošno predpostavko, ampak je takšen zaključek lahko samo posledica tehtnega premisleka vseh specifičnih okoliščin in dejavnikov, ki vplivajo na oceno premij oziroma diskontov.

3.4.4 Ostali kvalitativni dejavniki, ki vplivajo na vrednost

Kot je bilo že ugotovljeno, kvalitativni dejavniki vplivajo na vrednost. Vendar pa je takšne kvalitativne dejavnike pogosto težko opredeliti kvantitativno na podlagi empiričnih podatkov. Njihovo upoštevanje v procesu vrednotenja pa se odraža v določenih prilagoditvah, s katerimi se pride do končne vrednosti. Te dejavnike se lahko upošteva pri vrednotenju že v začetni fazi, ko se izbira multiplikatorje vrednotenja ali diskontne stopnje. V nekaterih primerih pa so lahko kvalitativni dejavniki tako pomembni, da upravičujejo ločeno, specifično in kvantitativno prilagoditev vrednosti.

Kot je bilo omenjeno že v uvodu v poglavje 3.4, igrajo pomembno vlogo poleg kvantitativnih dejavnikov, ki se nanašajo na posamezne lastniške deleže, tudi kvalitativni dejavniki, ki se nanašajo na podjetje kot celoto. Pomemben kvalitativen dejavnik v mnogih privatnih podjetjih

je na primer odvisnost od enega ali od skupine ključnih managerjev. Po drugi strani lahko omejena diverzifikacija proizvodov omeji kategorije potencialnih kupcev, število potencialnih kupcev znotraj kategorije in poveča tveganje, ki izhaja iz pomanjkanja bistvenih dobaviteljev ali konkurenčnih informacij. Zasebno podjetje, ki ni vertikalno integrirano, lahko postane ranljivo zaradi nestanovitnosti dobaviteljev ali določenih kupcev.

Ostali kvalitativni dejavniki, ki se jih upošteva pri vrednotenjih, so raziskave in razvoj v podjetju, pozicija znotraj industrije, potencialne okoljevarstvene obveznosti, količina in kvaliteta sredstev glede na konkurente in kvaliteta ter odnosi z delovno silo.

Ker na deleže v podjetju vplivajo diskonti in premije drugače kot na kontrolni lastniški delež, je lahko **vsota vrednost posameznih lastniških deležev manjša kot vrednost celotnega podjetja** (Pratt, 2000, str. 53). V večini primerov je vsota vrednosti posameznih lastniških deležev manj, kot bi se dobilo, če bi posamezen kupec kupil celotno podjetje. Podjetje kot celota ima drugačno vrednost, saj prinaša drugače pravice in udeležbo kot vsota vseh lastniških deležev v manjšinski lasti. To ekonomsko dejstvo je katalizator za združitve in prevzeme ter tožbe manjšinskih delničarjev, ki se ne strinjajo s ponujeno ceno.

4 METODE VREDNOTENJA

Davčna uprava v ZDA (ang. Internal Revenue Service) priporoča, da je potrebno pri vrednotenju podjetja upoštevati vsaj sledeče dejavnike (Miller, 1995, str. 56):

- vrsta posla in njegova zgodovina,
- splošna gospodarska pričakovanja in stanje ter pričakovanja glede prihodnosti v specifični industriji,
- knjigovodsko vrednost delnice in finančno stanje podjetja,
- zmožnost podjetja ustvarjati prihodke in izplačevati dividende,
- ali ima podjetje dobro ime ali ostala neopredmetena sredstva,
- s kolikšno količino delnice se bo trgovalo in kolikšen delež podjetja bo vrednoten,
- tržna cena delnic podjetij, ki se ukvarjajo s podobnimi posli in se z njihovimi delnicami aktivno trguje na organiziranem trgu.

Na splošno se je v preteklosti razvilo veliko različnih metod oziroma pristopov k vrednotenju podjetij, katerih uporabnost je odvisna od namena vrednotenja, njihova natančnost pa je zelo odvisna od količine podatkov, ki se jih potrebuje za oceno vrednosti in predpostavk, na katerih temelji model. Tako vrednotenje ni pomembno samo v primeru združitve in prevzemov, ampak proces vrednotenja podjetja in njegovih poslovnih enot pomaga identificirati tudi vire znotraj podjetja, ki ustvarjajo in zmanjšujejo ekonomsko vrednost, pri strateških odločitvah, strateškem planiranju, pri shemah nagrajevanja vodilnih delavcev, pri novih izdajah delnic, pri naložbenih odločitvah ...

Fernandez (2004, str. 2) je tako identificiral kar šest skupin, v katere lahko razvrstimo metode vrednotenja:

- metode vrednotenja na podlagi bilance stanja – te metode ocenjujejo statično vrednost podjetja na podlagi vrednosti sredstev podjetja, kakor izhaja iz bilance stanja:

knjigovodska vrednost, popravljena knjigovodska vrednost, likvidacijska vrednost, nadomestitivena vrednost...

- metode vrednotenja na podlagi izkaza poslovnega izida – te metode pa temeljijo na uporabi večkratnikov, ki izhajajo iz izkaza poslovnega izida: multiplikator čistega poslovnega izida², dividenda na delnico³, P/S⁴, EV⁵/EBIT⁶, EV/⁷EBITDA,...
- mešane metode (metode, ki temeljijo na dobrem imenu – ang. goodwill based methods) – dobro ime je vrednost, ki jo ima podjetje nad knjigovodsko vrednostjo. Dobro ime predstavlja vrednost neopredmetenih sredstev podjetja, katera se pogosto ne pojavlja v bilanci stanja. Vendar pa ta neopredmetena sredstva doprinašajo k konkurenčni prednosti glede na ostala podjetja v industriji. Metode, ki temeljijo na dobrem imenu, poskušajo oceniti vrednost neto sredstev in tej vrednosti prišteti vrednost dobrega imena, ki predstavlja neke super dobičke, ki jih bo podjetje doseglo v prihodnosti na podlagi določene konkurenčne prednosti.
- Metode sedanje vrednosti donosov (prihodkovne metode) – s temi metodami se poskuša oceniti vrednost podjetja na podlagi denarnih tokov, ki se jih bo ustvarilo v prihodnosti, katere se diskontira z diskontno stopnjo, ki ustreza tveganosti toka, na sedanjo vrednost: metoda prostega denarnega toka podjetja (ang. free cash flow to firm, FCF), metoda prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu (ang. free cash flow to equity, FCFE), dividendno diskontni model (ang. dividend discount model, DDM), model prilagojene sedanje vrednosti (ang. adjusted present value, APV).
- Metode večanja vrednosti (ang. value creation) – osnova lastnost teh modelov je, da omogočajo ugotavljanje, ali podjetje pokriva svoje stroške kapitala v posameznih obdobjih: ekonomska dodana vrednost (ang. economic value added, EVA), ekonomski dobiček (ang. economic profit, EP), model denarnega toka dobičkonosnosti naložbe (ang. cash flow return on investment, CFROI⁸), model denarne dodane vrednosti (ang. Cash Value Added, CVA), model analize delničarjeve vrednosti (ang. Shareholder Value Analysis, SVA)...
- Opcijski modeli – Vrednot določenega sredstva ne more biti večja od pričakovanih denarnih tokov, kateri so pogojeni s tem, ali se bo določen dogodek zgodil ali ne. Sredstvo se lahko vrednoti kot opcija, če so izplačila funkcija vrednosti nekega sredstva, na katerega so vezana. Sredstvo se lahko vrednoti kot call opcija, če je izplačilo odvisno od tega ali bo vrednost sredstva, na katerega je vezano izplačilo, presegla predhodno določeno stopnjo. Lahko pa se vrednoti kot prodajna opcija, če izplačila rastejo, ko vrednost sredstva, na katerega so vezana izplačila, pade pod predhodno določeno stopnjo.

Na splošno pa se v strokovni literaturi večinoma pojavlja delitev metod vrednotenja na štiri temeljne modele (Tajnikar, 2000, str. 230), ki temeljijo na:

- premoženju (metode sedanje vrednosti sredstev),
- primerljivi tržni vrednosti (primerjava na podlagi kazalnikov oziroma večkratnikov),

² PER - cena delnice/dobiček na delnico (ang. Price Earnings Ratio).

³ DPS – (ang. dividend per share).

⁴ P/S - cena delnice / prodaja na delnico (ang. Price to Sales).

⁵ EV – Tržna vrednost investiranega kapitala (ang. Market Value of invested capital ali Enterprise Value) se izračuna na sledeč načini: tržna kapitalizacija + prednostne delnice + manjšinski delež + neto dolg.

⁶ EBIT - dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki (ang. Earnings Before Interest and Taxes).

⁷ EBITDA - dobiček iz poslovanja pred amortizacijo, obrestmi in davki (ang. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

⁸ CFROI je registrirana blagovna znamka podjetja HOLT Value Associates, L.P.

- kapitalizaciji dobičkov,
- sedanji vrednosti prostih denarnih tokov.

Ti štirje temeljni modeli so ponavadi ožje opredeljeni in ne zajemajo tolikšno število metod, kot jih je zbral Fernandez v okviru posamezne skupine. V nadaljevanju te razprave se bo šlo še korak dlje, saj se bo metode, ki temeljijo na kapitalizaciji dobičkov in so primerne predvsem za vrednotenje malih hitro rastočih podjetij, združilo z modeli sedanje vrednosti prostih denarnih tokov v metode sedanje vrednosti donosov.

V nadaljevanju bomo na kratko pregledali teoretično osnovo posameznih metod v okviru naštetih modelov.

4.1 METODE SEDANJE VREDNOSTI DONOSOV

Metode sedanje vrednosti donosov so teoretično najpravilnejše metode vrednotenja naložb. Vrednost sredstva je funkcija denarnega toka, ki ga to sredstvo generira, življenjske dobe sredstva ter pričakovane rasti denarnih tokov in tveganja, ki je povezano s temi denarnimi tokovi. Temeljijo na načelu sedanje vrednosti, po kateri je vrednost sredstva enaka sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov tega sredstva (Damodaran, 2001e, str. 2):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (2)$$

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 je večja od koristnosti denarne enote, ki bo porabljena v prihodnje« (Mramor, 1991, str.36).

Obstajajo trije osnovni pristopi k vrednotenju na osnovi diskontiranih denarnih tokov. Prvi pristop je, da se vrednoti samo lastniški kapital podjetja. Drugi pristop je, da se vrednoti celotno podjetje, kar pomeni poleg lastniškega kapitala tudi ostale dolžniške obveznosti do virov (obveznosti iz kreditov, obveznic, prednostnih delnic...). Po tretjem pristopu pa se vrednoti podjetje po delih, in sicer posebej poslovanje, kateremu se doda učinke dolga in drugih dolžniških obveznosti na vrednost (Damodaran, 2001e, str. 3). Gre za metodo prilagojene sedanje vrednosti, po angleško Adjusted Present Value (APV). Začne se z vrednotenjem lastniškega kapitala v podjetju, s tem da se predpostavlja, da je bilo podjetje financirano samo z lastniškim kapitalom. Dobljeni vrednosti se prišteje še učinek dolga ter pričakovane stroške bankrota. Učinek dolga, ki je lahko pozitiven ali negativen za vrednost podjetja, se vrednoti tako, da se izračuna sedanjo vrednost davčnih ugodnosti, ki jih prinaša dolg. Ta pristop omogoča, da se različni denarni tokovi v podjetju, diskontirajo z različnimi diskontnimi stopnjami, glede na njihovo tveganje. Kljub temu da se pri vseh treh pristopih diskontira pričakovane denarne tokove, pa se razlikujejo glede na to, kateri denarni tok nastopa v števcu enačbe in glede na diskontne stopnje v imenovalcu enačbe.

Če predpostavimo, da je podjetje sestavljeno iz več sredstev, potem je možno poslovno vrednost podjetja (ang. operating value) izračunati tako, da osnovni princip razširimo na vsa

sredstva podjetja. Denarne tokove v podjetje diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki odraža tveganje vseh sredstev podjetja. Vrednotenje je oteženo, ker nekatera sredstva podjetja že uporablja (ang. 'asset in place'), pri tem pa pomemben del vrednosti odražajo pričakovanja v zvezi z investicijami v prihodnosti. Oceniti moramo tako denarne tokove obstoječih sredstev, kot tudi denarne tokove, ki so povezani z rastjo podjetja v prihodnosti.

4.1.1 Dividendno diskontni model

Najenostavnejši model za vrednotenje lastniškega kapitala na osnovi denarnih tokov je dividendno diskontni model (DDM), ki temelji na predpostavki, da delnico kupimo z namenom, da jo obdržimo za vedno in je vse, kar bomo prejeli na njeni osnovi, plačilo dividend. Zato je sedanja vrednost delnice enaka sedanji vrednosti dividend.

Delničar lahko iz naslova lastništva delnice pričakuje dve vrsti denarnih tokov: dividende v času lastništva delnice in tržno ceno delnice ob prodaji delnice. Ker je pričakovana cena delnice konec obdobja prav tako odvisna od prihodnjih dividend, delnica pa je vrednostni papir brez dospelosti, se lahko vrednost delnice izrazi kot sedanja vrednost pričakovanih dividend do neskončnosti (Damodaran, 2001g, str. 1):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{E(DPS_t)}{(1+r)^t}, \quad (3)$$

kjer je:

- n - življenjska doba naložbe,
- DPS_t - pričakovana dividenda na delnico v obdobju t ,
- r - zahtevana stopnja donosa delnice.

Zgornja enačba zahteva dva osnovna podatka, in sicer pričakovane dividende v neskončnost in zahtevano stopnjo donosa. Zahtevana stopnja donosa na delnico je določena z njeno tveganostjo, ki so je meri različno v različnih modelih, kar bo razvidno v nadaljevanju. Natančno napovedovanje dividend na delnico za vsako obdobje v prihodnosti je v praksi nemogoča naloga, zato so bile razvite različne verzije DDM, ki temeljijo na različnih predpostavkah glede prihodnje rasti dividend.

4.1.1.1 Model enakomerne rasti dividend

Model enakomerne rasti dividend se v strokovni literaturi označuje tudi pod imenom Gordonov model po Myronu J. Gordonu (Brigham et al., 1996, str.189) in se lahko uporabi za vrednotenje navadne delnice podjetja, ki je v stabilni fazi in katerih izplačila dividend rastejo po relativno stabilni stopnji v neskončnost (Damodaran, 2001g, str. 2).

$$V = \frac{DPS_1}{k_e - g}, \quad (4)$$

kjer je:

- DPS_1 - pričakovana dividenda na delnico v naslednjem obdobju,
- k_e - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala,
- g - pričakovana stopnja rasti dividend.

Za ciklična podjetja se lahko uporabi povprečna stopnja rasti dividend skozi poslovni cikel. Ker večina podjetij iz različnih razlogov teži k politiki izplačevanja stabilnih dividend, predpostavka o enakomerni rasti dividend ni tako nemogoča, pozorni pa moramo biti na dve stvari. Prvič, ker se predpostavlja stopnja rasti dividend v neskončnost, se mora pričakovati, da bo tudi čisti dobiček podjetja rasel po enaki stopnji. Če bi bila stopnja rasti čistih dobičkov višja od stopnje rasti dividend v neskončnost, bi podjetje sčasoma prenehalo izplačevati dividende. Na drugi strani bi v primeru, ko bi stopnja rasti dividend presegala stopnjo rasti čistih dobičkov, podjetje po določenem času izplačevalo več kot celoten čisti dobiček v obliki dividend. Drugič pa, stabilna stopnja rasti dividend ne sme biti občutno višja od povprečne stopnje rasti gospodarstva, v katerem podjetje posluje, saj bi v tem primeru podjetje hipotetično postalo večje od samega gospodarstva, v katerem posluje (Damodaran, 2001e, str. 129).

4.1.1.2 Večstopenjski dividendno diskontni model

Podjetja 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, in sicer na obdobju neenakomerne rasti, ki je lahko nadpovprečna ali podpovprečna in stabilne rasti. Za tovrstna podjetja se vrednost delnice lahko oceni s sledečo formulo (Damodaran, 2001g, str. 8)::

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+k_{e,n})^t} + \frac{\left[\frac{DPS_{n+1}}{k_{e,s} - g} \right]}{(1+k_{e,n})^n}, \quad (5)$$

kjer je:

- DPS - pričakovana dividenda na delnico,
- $k_{e,n}$ - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala v obdobju neenakomerne rasti,
- $k_{e,s}$ - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala v obdobju stabilne rasti,
- g - pričakovana stopnja rasti dividend v obdobju stabilne rasti.

Dvostopenjski dividendni model zahteva natančno napoved višine dividend v naslednjih nekaj letih (vsaj pet let), preden rast dividend preide v stabilno fazo. Tudi za ravnotežno stopnjo rasti v tem modelu veljajo enake omejitve kot za ravnotežno stopnjo rasti v Gordonovem modelu, poleg tega pa je potrebno upoštevati tudi, da dvostopenjski dividendni model predvideva, da se nadpovprečna ali podpovprečna stopnja rasti dividend tako rekoč čez noč spremeni v stabilno rast, zato je smiselno enačbo 5 razširiti vsaj v tristopenjski dividendni model, ki predvideva postopno stabilizacijo stopnje rasti.

$$V = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,n})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,p})^t} + \frac{\left[\frac{DPS_{n_2+1}}{k_{e,s} - g} \right]}{(1+k_{e,p})^{n_2}}, \quad (6)$$

kjer je:

- DPS - pričakovana dividenda na delnico,

- $k_{e,n}$ - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala v obdobju nadpovprečne rasti,
- $k_{e,p}$ - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala v obdobju stabilizacije rasti,
- $k_{e,s}$ - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala v obdobju stabilne rasti,
- g - pričakovana stopnja rasti dividend v obdobju stabilne rasti.

4.1.2 Model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu

Dividendno diskontni model temelji na predpostavki, da je dividenda edini denarni tok, ki ga je deležen delničar. Tudi če upoštevamo modificirano verzijo modela in obravnavamo povratne odkupe delnic kot dividende, lahko narobe vrednotimo podjetja, ki stalno vračajo delničarjem več ali manj, kot jim pripada. Če podjetje zasleduje cilj maksimiranja premoženja navadnih delničarjev, mora prosti denarni tok izplačati navadnim delničarjem v obliki dividend. Izplačevanje dividend lastnikom, ki so bistveno nižje od prostega denarnega toka, pa pomeni, da podjetje zadržuje denar in izplačuje manjše dividende od tistih, ki bi jih lahko izplačalo. Vzroki za to so različni in se razlikujejo od podjetja do podjetja, nekateri med njimi pa so sledeči (Damodaran, 2001d, str. 8 - 10): želja po stabilnosti, prihodnje potrebe po investicijah, davčni vidik, signaliziranje prihodnosti in interes managementa. Številne študije v razvitih tržnih gospodarstvih so pokazale, da podjetja tako akumuliran denar velikokrat porabijo za financiranje nesmotrnih prevzemov ali investicij, ki znižujejo vrednost podjetja (Ivanko, 2000, str. 21). Dividendno diskontni model je pravzaprav le različica modela prostega denarnega toka navadnim delničarjem, ki predpostavlja, do so pričakovane dividende enake pričakovanim prostim denarnim tokovom navadnim delničarjem.

Jensen definira denarni tok navadnim delničarjem 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 podjetja je tako enaka sedanji vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov navadnim delničarjem (Damodaran, 2001e, str. 3):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}, \quad (7)$$

kjer je:

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

Denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE) torej predstavlja denarni tok, ki ostane po izpolnitvi vseh finančnih obveznosti, tudi odplačila glavnice kreditov, po pokritju kapitalskih izdatkov in potreb po dodatnem obratnem kapitalu.

Da bi ocenili, koliko denarja je podjetje sposobno izplačevati svojim delničarjem, moramo začeti pri **čistem poslovnem izidu**, katerega moramo preračunati v denarni tok. Kot prvo zmanjšamo čisti poslovni izid za potrebe podjetja po dodatnih investicijah. Kar pomeni, da oštejemo **kapitalske izdatke**, ki zajemajo tako naložbe za vzdrževanje obstoječih osnovnih sredstev kot nove naložbe v osnovna sredstva in predstavljajo odliv denarnih sredstev (npr. izdatke za prevzeme, ki se jih plača z denarjem). Medtem ko se **amortizacija** ponavadi prišteje nazaj k čistemu poslovnemu izidu, ker predstavlja ta strošek nedenarni izdatek. Razlika med kapitalskimi izdatki in amortizacijo se opredeljuje tudi kot **neto kapitalski izdatki** in je ponavadi funkcija rasti podjetja. Hitreje rastoča podjetja imajo tako visoko

stopnjo neto kapitalskih izdatkov glede na prihodke, medtem ko imajo počasneje rastoča podjetja nizke in včasih celo negativne neto kapitalske izdatke.

Povečanje obratnega kapitala zmanjšuje denarni tok podjetja, medtem ko zmanjšanje obratnega toka povečuje deleže denarnega toka, ki je na voljo lastniškemu kapitalu. Za podjetja, ki delujejo v industrijah z visoko stopnjo zahtevanega obratnega kapitala (npr. prodaja na drobno) in hitro rastejo, je značilno, da potrebe po obratnem kapitalu skokovito rastejo. Ker nas zanimajo samo učinki, ki vplivajo na denarni tok, upoštevamo pri izračunu FCFE samo **spremembe v čistem (nedenarnem) obratnem kapitalu**.

Pri ugotavljanju FCFE je potrebno upoštevati tudi učinek spremembe stopnje dolga na denarni tok. Odplačilo celotne ali delov glavnice obstoječih posojil predstavlja odtok denarja, pri čemer je lahko odplačilo v celoti ali delno financirano s pridobitvijo novih posojil, kar pa predstavlja pritok denarja. Razlika med novim zadolževanjem in odplačilom glavnice obstoječih posojil predstavlja **denarni učinek sprememb v dolgu**.

Na podlagi neto kapitalskih izdatkov, sprememb v obratnem kapitalu in neto sprememb dolga se lahko denarni tok, ki ostane, definira kot prosti denarni tok lastniškemu kapitalu, ki se bo izplačal v obliki dividend ali odkupov delnic s strani podjetja, kar je prikazano v tabeli 4.

Tabela 4: Izračun prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu (FCFE)

Čisti poslovni izid
- (Kapitalski izdatki – Amortizacija)
- Spremembe v čistem obratnem kapitalu
+ (Novo izdani dolg - Odplačila dolga)
= Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE)

Vir: Damodaran, 2001d, str. 2

Vrednotenje lastniškega kapitala na osnovi diskontiranja denarnih tokov predpostavlja trajni obstoj podjetja, kar pomeni, da sredstva podjetja nimajo določene življenjske dobe. Denarne tokove lastniškemu kapitalu je zato potrebno napovedati zelo daleč v prihodnost. V praksi je potrebno vrednotenje poenostaviti tako, da se prihodnost podjetja razdeli na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na preostalo obdobje, to je obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost, kar je zelo podobno dvostopenjskemu dividendnem modelu, kjer prehajamo iz obdobja neenakomerne rasti dividend v obdobje stabilne rasti dividend. Vrednotenje lastniškega kapitala pa vključuje denarne tokove v času eksplicitne napovedi in denarne tokove v obdobju po eksplicitni napovedi denarnih tokov. Vrednost lastniškega kapitala je tako sestavljena iz sedanje vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi (tabela 5).

Tabela 5: Izračun vrednosti lastniškega kapitala

Sedanja vrednost denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi
+ Sedanja vrednost denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi
= Vrednost lastniškega kapitala

Vir: Copeland et al., 2000, str. 267

Vrednost prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu po eksplicitnem obdobju napovedovanja imenujemo končna vrednost (v nadaljevanju: TV – Terminal Value). V praksi je bila razvita preprosta formula za izračun končne vrednosti, ki olajša napovedovanje

denarnih tokov v zelo oddaljeni prihodnosti podjetja in izhaja modela enakomerne rasti dividend (Damodaran, 2001d, str. 19):

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g}, \quad (8)$$

kjer je:

TV	-	končna vrednost,
$FCFE_{t+1}$	-	normaliziran prosti denarni tok lastniškemu kapitalu v prvem letu po eksplicitnem obdobju,
g	-	rast prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu,
k_e	-	strošek lastniškega kapitala.

Različice modela vrednotenja na podlagi pričakovanih prostih denarnih tokov navadnim delničarjem so v bistvu enake različicam dividendnega modela, s to razliko, da v števcu enačbe namesto dividend nastopajo prosti denarni tokovi navadnim delničarjem. Zato za te modele veljajo tudi enake ugotovitve kot za izpeljave dividendnega modela.

4.1.3 Model prostih denarnih tokov podjetju

Metoda denarnega toka podjetju vrednoti lastniški kapital kot vrednost poslovanja podjetja (to je vrednost podjetja, ki je na voljo vsem investitorjem) zmanjšana za vrednost dolga in ostalih terjatev investitorjev (npr. prednostnih delnic), ki so nadrejene navadnemu lastniškemu kapitalu. Vrednost poslovanja in dolga je enaka ustvarjenim denarnim tokovom, ki se jih diskontira po stopnjah, ki odražajo tveganje denarnih tokov (Damodaran, 2001e, str. 4):

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}, \quad (9)$$

kjer je:

FCF_t	-	pričakovani prosti denarni tok podjetja v obdobju t ,
$WACC$	-	tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala.

Dokler so diskontne stopnje izbrane ustrezno in odražajo tveganost vsakega denarnega toka, bo vrednosti lastniškega kapitala po metodi denarnega toka podjetju enaka, kot če diskontiramo direktno denarni tok delničarjem s stroški lastniškega kapitala. Ta metoda ugotavljanja vrednosti lastniškega kapitala je primernejša od dividendnih modelov ter metode prostih denarnih tokov navadnim delničarjem pri vrednotenju podjetij, ki se nahajajo v procesu spreminjanja sestave kapitala oziroma je posebej uporabna, kadar se podjetje ukvarja z več različnimi dejavnostmi, saj model (Copeland et al., 2000, str. 133):

- vrednoti posamezne komponente poslovanja, ki doprinesejo k vrednosti podjetja, namesto da bi vrednotil samo kapital. To omogoča identifikacijo in razumevanje različnih investicij in virov financiranja vrednosti za lastnike kapitala.
- omogoča natančnejšo določitev glavnih vzvodov in pripomore k iskanju idej, ki ustvarjajo vrednost.
- lahko uporabljamo dosledno na različnih nivojih združevanja (to je podjetje kot celota ali posamezne poslovne enote) in je skladen z procesom oblikovanja proračuna, kateri je znan že tudi večini podjetij.

- dovolj sofisticiran, da lahko upošteva kompleksnost večine situacij, hkrati pa ga je enostavno izpeljati s preprostimi računalniškimi orodji.

Denarni tok v podjetje določa vrednost podjetja in ga imenujemo prosti denarni tok (v nadaljevanju: FCF - Free Cash Flow). FCF predstavlja denarni tok po plačilu davkov in vseh investicijah podjetja in predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja in je opredeljen kot poslovno finančna kategorija, ki je neodvisna od načina financiranja podjetja (Mauboussin, 1997, str.7). Kar pomeni, da ne vključuje denarnega toka, povezanega s financiranjem, kot so obresti in dividende. FCF izvira iz rednih ali osnovnih dejavnosti podjetja in je na voljo vsem, ki investirajo v podjetje, tako upnikom kot lastnikom. FCF je tudi enak vsoti denarnih tokov, ki se jih plačuje ali dobiva od vseh, ki zagotavljajo kapital podjetju (obresti, dividende, neto posojila, odplačila dolgov, itd...).

Izračun FCF začnemo z **dobičkom iz poslovanja, pred plačilom obresti in davkov** (ang: Earnings Before Interest and Taxes – v nadaljevanju: EBIT), od katerega odštejemo prilagojen davek in prištejemo odložene davke. EBIT vključuje večino prihodkov in stroškov iz poslovanja, ne vključuje pa: prihodkov in stroškov od obresti, izrednih prihodkov in odhodkov ter prihodkov od neposlovnih investicij podjetja. Edini nedenarni strošek, ki ga vključuje EBIT, je amortizacija. Ponovni izračun davka je potreben zaradi davčnega štita, ki ga omogoča financiranje z dolgom. Prilagojeni davek na dobiček predstavlja davek, ki bi ga plačali, če bi bil EBIT osnova za plačilo davka (Bergant, 1998, št. 94).

Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je **čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih** (ang. Net Operating Profit Less Adjusted Taxes - v nadaljevanju: NOPLAT). NOPLAT je tako v bistvu za finančni vzvod oziroma na denarno osnovo prilagojen čisti dobiček iz poslovanja. FCF pa je sedaj enak razliki med NOPLAT in vsemi investicijami podjetja. Postopek izračuna FCF je prikazan v tabeli 6.

Tabela 6: Izračun prostega denarnega toka podjetja (FCF)

<i>EBIT – dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki</i>
- Prilagojeni davek na dobiček
+ Odloženi davki
= <i>NOPLAT - čisti dobiček iz poslovanja po davkih</i>
- Investicije podjetja (povečanje obratnega kapitala + nove investicije v sredstva podjetja)
= <i>FCF – prosti denarni tok podjetja</i>
+ Denarni tok iz neposlovnih investicij podjetja
= Celoten prosti denarni tok podjetja

Vir: Copeland et al., 2000, str. 168

Prosti denarni tok podjetja lahko ekvivalentno izračunamo tako, da čistemu dobičku iz poslovanja prištejemo vse nedenarne stroške podjetja in povečanje obratnega kapitala podjetja in nove investicije v sredstva podjetja.

Če FCF dodamo amortizacijo in ostale nedenarne stroške, kot so povečanja kratkoročnih obveznosti iz poslovanja in povečanja pasivnih časovnih razmejitev, dobimo **bruto denarni tok podjetja oziroma razpoložljivi denarni tok**, ki je na voljo za investicije in za vzdrževanje obstoječih sredstev podjetja.

Do bruto investicij podjetja pridemo tudi, če nedenarne stroške prištejemo investicijam podjetja. Velikost celotnega FCF je pomembna zato, ker daje lastnikom informacijo o tem,

kakšna je sposobnost podjetja za izplačevanje določene dividende, in pove, če je izbrana dividendna politika vzdržna dolgoročno. Če podjetje izplačuje lastnikom višje dividende, kot je celotni FCF podjetja, se mora dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice. To prinaša negativne posledice, kot so stroški izdaje novih vrednostnih papirjev, višja zadolženost od optimalne in zavračanje morda zanimivih investicij, ki bi večale vrednost podjetja.

4.1.3.1 Diskontni faktor

Pričakovani denarni tokovi morajo biti diskontirani z **diskontnim faktorjem**, ki odraža 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. Oportunitetni stroški posameznih investorjev v podjetje odražajo stopnjo donosa, ki jo investorji lahko pričakujejo od investicij s podobnim tveganjem.

Strošek kapitala je sestavljeni strošek, ki vsebuje tako strošek dolga kot strošek kapitala, skladno z njuno težo, ki ga imata obe obliki v celotni finančni strukturi podjetja. **Tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala** (ang. Weighted Average Cost of Capital - v nadaljevanju: WACC) predstavlja tisto diskontno stopnjo, ki služi za pretvorbo napovedanega FCF podjetja v sedanost. WACC je diskontna stopnja ali časovna vrednost denarja, ki se uporablja za konvertiranje pričakovanih prostih denarnih tokov v sedanjo vrednost za vse investitorje.

Pri izračunu WACC je pomembna konsistentnost s celotnim konceptom vrednotenja in s samo definicijo FCF. Definicija FCF zahteva, da se pri izračunu WACC upoštevajo naslednja pravila (Copeland et al., 2000, str. 201):

- v izračun mora biti vključen ves kapital, ker je FCF na razpolago vsem investorjem,
- izračunan mora biti po plačilu davkov, ker je tudi FCF opredeljen po plačilu davkov,
- če je FCF izražen v nominalnih kategorijah, mora tudi izračun WACC upoštevati vplive inflacije,
- vsaki obliki mora biti pripisano lastno tveganje, ki bo odražalo tveganje posamezne oblike financiranja,
- priporočena je uporaba tržnih vrednosti uteži posameznih oblik kapitala,
- tudi v obdobju napovedovanja moramo upoštevati inflacijo, sistematično tveganje in strukturo kapitala.

Ker WACC izračunavamo v glavnem za podporo dolgoročnemu vrednotenju, je smiselno, da v izračun vključimo samo tiste komponente, ki bodo financirale dolgoročno poslovanje podjetja⁹, pri čemer pa upoštevamo samo stroške, ki jih ima podjetje resnično s temi viri. Se pravi, stroški investorjev se znižajo za morebitne davčne olajšave, ki jih pridobi podjetje (npr. davčni ščit, ki ga omogočajo plačila obresti). V glavnem zadostuje, da v izračun vključimo tržno vrednost dolga (D), navadnega kapitala (E) in prednostnega kapitala (P). Tehtano povprečje stroškov kapitala izračunamo z naslednjo enačbo (Copeland et al., 2000, str. 202):

⁹ Obveznosti, ki ne prinašajo obresti, kot npr. kratkoročne obveznosti iz poslovanja, so izključene iz izračuna WACC, da se izognemo nekonsistentnosti in poenostavimo vrednotenje. Čeprav tudi za obveznosti, ki ne prinašajo obresti, obstajajo stroški kapitala, pa so ti stroški že vključeni v ceno premoženja, s katerimi se je ustvarilo obveznosti in se odražajo v stroških poslovanja in prostem denarnem toku.

$$WACC = k_d(1-t)\frac{D}{V} + k_p\frac{P}{V} + k_e\frac{E}{V}, \quad (10)$$

kjer je:

k_d	-	strošek dolga,
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.

Prvi korak pri oceni WACC je določitev kapitalske strukture podjetja, ki se ga vrednoti. Teoretično pravilen pristop uporablja različen WACC za vsako leto eksplicitne napovedi, kar odraža kapitalsko strukturo za vsako leto. V praksi pa se ponavadi uporablja enak WACC za celotno obdobje napovedi, pri čemer gre za ciljno kapitalsko strukturo, ki omogoča maksimiranje cene delnice in bo obveljala v prihodnjih obdobjih ter se lahko razlikuje od trenutne strukture. Ko pridobiva podjetje nove vire financiranja, poskuša zadrževati takšno strukturo, ki je blizu ciljne strukture (Brigham et al., 1996, str. 189). Po tej strukturi se ravna tudi finančnik podjetja, ko se odloča o načinu financiranja podjetja (Mramor, 1999, str. 17).

Za izračun stroškov kapitala je sedaj potrebno določiti posamezne elemente enačbe za izračun WACC (strukture kapitala, stroške dolga in stroške kapitala). **Strošek dolga** je mogoče določiti brez posebnih težav, ker so obveznosti iz tega naslova natančno določene s pogodbami. Med dolg štejemo vse oblike kapitala, ki imajo obliko pogodbenega razmerja oziroma nimajo eksplicitnih lastnosti kapitala. Pogodbena razmerja temeljijo na seriji odplačil upnikom, ki se v splošnem razlikujejo po obliki, višini in časovni razporeditvi odplačil. Cena posamezne oblike kapitala je odvisna od prej navedenih lastnosti same oblike ter tveganja, ki je povezano s tako obliko kapitala. Osnovne oblike dolga so: kratkoročni in dolgoročni dolg, lizing (poslovni in kapitalski) in kapital prednostnih lastnikov. Vsaka od naštetih vrst kapitala ima svoje značilnosti, ki pa jih ne bomo podrobneje opisovali.

Oportunitetne stroške lastniškega financiranja je najtežje določiti, saj jih ni možno direktno opazovati na trgu in določiti tveganja, na osnovi katerega bi se določila zahtevana stopnja donosa. Večina investorjev tveganju ni naklonjena, zato povprečni investor za bolj tvegane naložbe zahteva višjo donosnost, kar so potrdile tudi empirične raziskave (Mramor, 1994, str. 76). Za določitev stroškov **navadnega kapitala** se v praksi uporablja enofaktorski model CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model) in večfaktorski model APM (ang. Arbitrage Pricing Model), pri čemer je v praksi najpogosteje uporabljen prvi model.

CAPM izhaja iz predpostavke, da je pri določanju zahtevane donosnosti lastniškega kapitala pomembno njeno sistematično (tržno) tveganje, katerega ni možno odpraviti z diverzifikacijo naložbe in je odvisen od dejavnikov, ki vplivajo na celotno gospodarstvo (Mramor, 2000, str. 73). Nesistematično tveganje, ki je povezano z dejavniki, ki vplivajo le na določeno podjetje, lahko investor odpravi z razmeroma nizkimi stroški z razpršitvijo premoženja v različne naložbe. Učinkovit trg kapitala investitorja zato ne nagradi z višjo donosnostjo zaradi prevzema nesistematičnega tveganja.

Zahtevana stopnja donosa delnic po modelu CAPM je enaka vsoti netvegane stopnje donosa (realna obrestna mera plus inflacija) in premije za sistematično tveganje te naložbe (Copeland et al., 2000, str. 215):

$$k_e = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta, \quad (11)$$

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.

Enačba omogoča torej izračun **stroškov navadnega kapitala** podjetja tako, da prilagodi **donos netveganih investicij** podjetju, in sicer za zmnožek med **tržno premijo za tveganje** in faktorjem, ki odraža **sistematično tveganje** podjetja. Madden (1999, str. 198) opozarja na veliko nekonsistentnost modela CAPM s samim konceptom vrednotenja. Premija za tveganje je namreč določena kot presežni donos nad donosom netvegane investicije v nekem izbranem preteklem obdobju in zato ne more vsebovati novih informacij, ki pa imajo lahko zelo velik vpliv na končno vrednost diskontnega faktorja. Predlaga upoštevanje tržnih vrednosti za izračun diskontnega faktorja, ki ga je mogoče določiti na osnovi agregatnih podatkov za celoten trg kapitala.

Donos netvegane investicije je hipotetično donos na vrednostni papir ali portfelj vrednostnih papirjev, ki nimajo tveganja neizpolnitve obveznosti in nimajo popolnoma nobene korelacije z nobeni drugimi donosi v ekonomiji (npr. portfelj, katerega vrednost bete je 0). Zaradi stroškov in kompleksnosti oblikovanja takšnega portfelja je za določitev netvegane donosnosti enostavneje uporabiti donosnosti državnih obveznic z dospeljem okoli deset let. Če take obveznice ni, si pomagamo z državnimi obveznicami, ki imajo pač drugačno dospelje.

Tržna premija za tveganje je razlika med pričakovano stopnjo donosa na tržni portfelj in netvegano donosnostjo. Vrednost tržne premije za tveganje je tudi za ameriški trg kapitala najtežje določljiv parameter CAPM modela in postane še težja naloga v primeru nerazvitega trga s kratko in razgibano zgodovino. Premija za tveganje, izračunana na osnovi gibanja cen kapitala na razvijajočih trgih, zato običajno ni primerna za oceno stroška kapitala. Damodaran (2001c, str.12-13) predlaga izračun tržne premije kot vsote tržne premije za razviti trg kapitala (npr. ZDA) in deželnega tveganja države, v kateri posluje podjetje. Pri tem velja opozoriti na dejstvo, da je potrebno pri tem načinu izračuna tržne premije uporabiti ameriške dolgoročne obveznice (npr. TBond), saj bi pomenila uporaba državne obveznice iz razvijajočega se trga, kot netvegane investicije, dvojno štetje tveganja (v donos na primer slovenskih državnih obveznic je namreč že všteta premija za tveganje).

Koeficient beta se lahko oceni s pomočjo linearne regresije, v kateri kot neodvisna spremenljivka nastopa nominalna donosnost indeksa delnic v različnih obdobjih v preteklosti, nominalna donosnost delnice v istih obdobjih pa je odvisna spremenljivka. Ker je pri določanju tveganja delnice pomembna prihodnja beta delnice, lahko beta, ki se oceni na osnovi preteklih podatkov, služi le kot izhodišče pri določanju prihodnje bete (Rappaport,

1986, str. 58). Beta delnice s povprečnim sistematičnim tveganjem je enaka 1, medtem ko je beta delnice z nadpovprečnim (podpovprečnim) sistematičnim tveganjem večja (manjša) od 1.

V večini primerov pa je vir za vrednost β katera od ameriških publikacij (npr. Ibbotsonova publikacija: Cost of Capital Yearbook), ki periodično izračunavajo in objavljajo vrednost koeficienta β za ameriška podjetja oziroma povprečne koeficiente ta posamezne panoge, saj za evropska podjetja zaenkrat še ni sistematičnega spremljanja tega koeficienta.

Ker med evropskimi in ameriškimi podjetji vseeno obstajajo določene razlike glede strukture virov financiranja in obdavčitve v posameznih državah, ki so značilne za posamezne panoge, je smiselno iz ameriške literature črpati koeficient β , ki ne upošteva vzvoda, ki izhaja iz zadolženosti podjetja in ga s pomočjo sledeče formule korigirati za zadolženost in davčno stopnjo konkretnega podjetja ali s povprečno zadolženostjo in davčno stopnjo za dejavnosti, v kateri družba deluje (Damodaran, 2001i, str. 20):

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right], \quad (12)$$

kjer je:

- β_L - koeficient beta z upoštevanjem zadolženosti,
- β_U - koeficient beta za popolnoma nezadolženo podjetje v dejavnosti,
- t - efektivno davčno stopnjo družbe,
- D - vrednost dolžniškega kapitala (dolgov),
- E - vrednost lastniškega kapitala.

Kot alternativa modelu CAPM se pri določanju tveganja in zahtevane stopnje donosa naložbe lahko uporabi večfaktorski model APT, ki uporabniku dopušča izbiro neodvisnih spremenljivk, ki vplivajo na sistematično tveganje naložbe. Tudi model APT predpostavlja, da na zahtevano donosnost naložbe vpliva le sistematično tveganje, vendar pa je virov tega tveganja lahko več (Bodie, 1993, str. 316). Vir sistematičnega tveganja je lahko katerakoli spremenljivka, ki hkrati vpliva na tveganje vseh naložb na trgu (sem sodijo predvsem makroekonomske spremenljivke).

Stroški lastniškega kapitala so po APT modelu definirani kot (Copeland et al., 2000, str. 226):

$$k_e = r_f + [E(F_1) - r_f] * \beta_1 + [E(F_2) - r_f] * \beta_2 + \dots + [E(F_k) - r_f] * \beta_k, \quad (13)$$

kjer je:

- $E(F_k)$ - pričakovana stopnja donosa portfelja, ki odraža dejavnik k in je neodvisen od vseh ostalih dejavnikov,
- r_f - netvegana obrestna mera,
- β^k - občutljivost donosnosti delnice na dejavnik k .

Empirične študije so pokazale, da je pet osnovnih dejavnikov, katerih spremembe vplivajo na stroške lastniškega kapitala (Damodaran, 1996, str. 226):

- indeks industrijske proizvodnje,
- realne kratkoročne obrestne mere,

- kratkoročna inflacija,
- dolgoročna inflacija,
- tveganje neplačila.

4.1.3.2 Ocenjevanje končne vrednosti

Dodatna predpostavka pri vrednotenju podjetja je trajni obstoj podjetja, ki zahteva napovedovanje FCF daleč v prihodnost. Ena možnost je ta, da se napove prosti denarni tok za zelo dolgo obdobje (npr. 100 let) in se ne ubada s tem, kaj bo po tem, saj bo diskontirana vrednost po tem obdobju nepomembna. Ta predpostavka izhaja iz časovne vrednosti denarja (Mramor, 1993, str. 191), ki zelo oddaljenim FCF zaradi negotovosti pripisuje zelo majhno sedanjo vrednost. Vendar pa je težava tega pristopa v tem, da je potrebno natančno napovedovati poslovanje za dolgo obdobje. Lahko pa se odločimo za delitev vrednosti poslovanja na dve obdobji, in sicer na krajše, eksplicitno obdobje napovedovanja FCF, in na obdobje po koncu eksplicitnega obdobja, katerega označimo kot **končno vrednost** podjetja, ki je enaka sedanji vrednosti FCF, od konca eksplicitnega obdobja v neskončnost. Končna vrednost lahko pomeni enako kot preostala vrednost (ang: continuing / residual / salvage value), ki sicer predstavlja vrednost osnovnega sredstva na koncu življenjske dobe, ali pa pomeni vrednost podjetja na koncu obdobja eksplicitne napovedi denarnih tokov (Mramor, 1999, str. 37). Z upoštevanjem določenih predpostavk lahko pridemo do preprostih enačb, ki določajo vrednost podjetja po eksplicitnem obdobju napovedovanja. S kvaliteto oceno končne vrednosti odpade potreba po napovedovanju poslovanja podjetja daleč v prihodnost. Ker predstavlja končna vrednost podjetja običajno precejšnji del celotne vrednosti podjetja, je zelo pomembno, da jo kar se da dobro ocenimo. Omenimo dve različici drugega pristopa: na osnovi rastočega FCF in na osnovi donosnosti investiranega kapitala (ang. Return On Invested Capital – v nadaljevanju: ROIC). Prva različica predpostavlja konstantno rast FCF po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Ta pristop je v bistvu enakovreden razpotežitvi obdobja napovedovanja v neskončnost, pri čemer je rast prostega denarnega toka konstantna (Copeland et al., 2000, str. 269):

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}, \quad (14)$$

kjer je:

TV	-	končna vrednost,
FCF_{t+1}	-	normaliziran prosti denarni tok v prvem letu po eksplicitnem obdobju,
g	-	rast podjetja,
$WACC$	-	strošek kapitala.

Pri tem je pomembno, da pravilno ocenimo rast FCF po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Po eksplicitnem obdobju napovedovanja je namreč rast FCF običajno manjša kot v obdobju eksplicitnega napovedovanja, zato je tudi delež NOPLAT, ki je namenjen investicijam za zagotavljanje te rasti, manjši kot v eksplicitnem obdobju napovedovanja. Posledica tega je, da je tudi večji del FCF na razpolago investitorjem. Če ne upoštevamo tega dejstva, lahko podcenimo končno vrednost podjetja. Druga različica da enak rezultat, le da je imenovalec izražen z NOPLAT v prvem letu po eksplicitnem napovedovanju ter pričakovanim ROIC in rastjo podjetja v obdobju po eksplicitni napovedi (Copeland et al., 2000, str. 226):

$$TV = \frac{NOPLAT_{t+1}(1 - g / ROIC)}{WACC - g}, \quad (15)$$

kjer je:

TV	-	končna vrednost,
$NOPLAT_{t+1}$	-	čisti dobiček iz poslovanja po davkih v prvem letu po eksplicitnem obdobju,
g	-	rast podjetja,
$WACC$	-	strošek kapitala,
$ROIC$	-	donos na investiran kapital.

Formula je izpeljana iz projekcije denarnega toka v neskončnost, ki je diskontiran z WACC, pri čemer so upoštevane sledeče posploševalne predpostavke (Copeland et al., 2000, str. 269):

- Podjetje ustvarja konstantne marže, ohranja konstantni obrat kapitala in tako ustvarja konstantni donos na obstoječi investiran kapital.
- Prihodki podjetja in NOPLAT rastejo po konstantni stopnji in podjetje investira enak delež svojega bruto denarnega toka v poslovanje vsako leto.
- Podjetje ustvari konstantni donos na vse nove investicije.

Pomembno je, da parametre v zgornji enačbi kar se da natančno določimo, ker je vrednost TV zelo občutljiva na njihove spremembe. Parametri morajo odražati pričakovano dolgoročno stanje, v katero bo prešlo podjetje in industrija, v kateri podjetje posluje. Zato parametri ponavadi temeljijo na pričakovanem stabilnem stanju, v katerega bo prešlo podjetje po scenariju, ki ga vrednotimo. NOPLAT mora odražati normalizirano višino dobička na sredini poslovnega cikla. Ocena FCF je odvisna od velikosti NOPLAT in od obsega potrebnih investicij v prihodnosti, ki so v obdobju po eksplicitni napovedi običajno nižje. Pričakovani ROIC novih investicij mora biti konsistenten s pričakovanimi konkurenčnimi pogoji poslovanja. Ekonomska teorija opozarja, da bo konkurenca v panogi za večino podjetij dolgoročno znižala presežne donose. Če pričakujemo, da podjetje dolgoročno ne bo zadržalo konkurenčnih prednosti, moramo predvideti, da bo ROIC dolgoročno enak WACC. Pri oceni rasti podjetja moramo upoštevati, kakšna bo rast celotnega gospodarstva, in dejstvo, da malo podjetij dolgoročno raste hitreje od gospodarstva. Najboljši približek je pričakovana dolgoročna stopnja rasti potrošnje proizvodov ali storitev podjetja, povečana za inflacijo. WACC mora odražati vzdržno finančno strukturo in tveganje, ki je konsistentno s pričakovanimi razmerami v panogi, v kateri podjetje deluje.

4.1.3.3 Izračun vrednosti lastniškega kapitala

Končno fazo vrednotenja lastniškega kapitala na osnovi diskontiranja denarnih tokov iz poslovanja predstavlja izračun vrednosti lastniškega kapitala. Ocenjeno sedanjo vrednost poslovanja dobimo s seštevkom pričakovanih prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in ocenjene končne vrednosti, ki smo jih pred tem diskontirali z WACC na sedanjo vrednost. Tako dobljeni vrednosti je potrebno prišteti vsa neposlovna sredstva, katerih denarni tok ni bil vključen v izračun prostih denarnih tokov, da dobimo celotno vrednost podjetja. Takšna neposlovna sredstva lahko vključujejo prodajlive vrednostne papirje in naložbe v nepovezane podružnice. Vrednost teh sredstev se ponavadi ugotavlja na osnovi pričakovanih denarnih tokov teh sredstev in ustrežajočih diskontnih stopenj ali na podlagi njihovih tržnih vrednosti. Od celotne vrednosti podjetja pa je potrebna tržna vrednost celotnega dolga, hibridnih instrumentov, manjšinske lastniške deleže in ostale terjatve, da dobimo ocenjeno vrednost lastniškega kapitala. Ne odšteva pa se vrednost računovodskih obveznosti, kot so npr. rezervacije, katere so skoraj kot lastniški kapital. Bistvena je konsistentnost z denarnim tokom. Če je denarni tok določene postavke izločen iz prostega denarnega toka (npr. obrestni

izdatki, ki izhajajo iz dolga), potem je potrebno odšteti vrednost te obveznosti. Če denarni tok določene postavke ni izključen iz prostega denarnega toka (npr. rezervacije za odložene davke), potem se tudi vrednost teh obveznosti ne odšteje od vrednosti lastniškega kapitala. Izračun vrednosti lastniškega kapitala je predstavljen v tabeli 7.

Tabela 7: Izračun vrednosti lastniškega kapitala

<i>Vrednost poslovanja (Sedanja vrednost FCF)</i>
+ Denarna sredstva in prodajlivi vrednostni papirji
+ Investicije v nepovezane podružnice
+ Ostala neoperativna sredstva
= <i>Vrednost podjetja</i>
- Dolg za katerega se plačujejo obresti
- Kapitalizirana vrednost operativnih lizingov
- Manjšinski delež
- Prednostne delnice
- Delniške opcije zaposlenih
= <i>Vrednost lastniškega kapitala</i>

Vir: Copeland et al., 2000, str. 296

4.2 TRŽNI PRISTOP

Tržni pristop temelji na predpostavki, da se vrednost podjetja določi glede na to, koliko je racionalni investitor na kapitalnem trgu pripravljen plačati za lastništvo izbranega lastniškega deleža oziroma, da je vrednost enaka stroškom pridobivanja enako želenega substituta. Proces zahteva primerjavo in korelacijo med ciljnim lastniškim deležem in podobnim lastniškim deležem, s katerim se trguje na trgu, kar vključuje tudi prilagoditve, katere so skoraj vedno potrebne. Prilagodi se lahko tako prodajno ceno kot tudi sam finančni kazalnik. Obstajata dva osnovna koraka procesa relativnega vrednotenja. Kot prvo je potrebno najti podobna podjetja, kar je ponavadi težko, saj nista niti dve podjetji povsem enaki. Tudi podjetji, ki se ukvarjata z enakim poslom, se lahko razlikujeta glede na tveganje, potencialno rast in denarni tok (Damodaran, 20013, str. 12-13). Kot drugo pa je potrebno cene pri vrednotenju sredstva na relativni osnovi standardizirati, kar ponavadi pomeni konvertiranje cen v mnogokratnike, npr. dobička, knjigovodske vrednosti ali prodaje, ali specifične mnogokratnike, ki so značilni za posamezne sektorje. V prilogi A so prikazani najpogosteje uporabljeni mnogokratniki za tržno vrednotenje podjetij iz izbranih industrijskih sektorjev na razvitih kapitalnih trgih.

Pri relativnem vrednotenju obstaja nevarnost, da je podjetje, ki služi za primerjavo, narobe vrednoteno in da se bo ista napaka ponovila tudi pri podjetju, katero se vrednoti. Faktorji, za katere se pri ocenjevanju vrednost celotnega podjetja ponavadi prilagodi podatke o prodajni ceni, so sledeči (Miller, 1995, str. 24):

- velikost podjetja,
- oblika lastništva,
- stopnja likvidnosti in tržnosti,
- stopnja profitabilnosti,
- struktura dolgov in kapitala,
- tržni položaj,
- stalna sredstva,
- pretekle stopnje rasti.

Obstajata dve temeljni izpeljavi tega pristopa, in sicer:

1. pristop tržnih kazalnikov primerljivih javnih podjetij,
2. pristop, ki temelji na kazalnikih transakcij s primerljivimi podjetji.

4.2.1.1 Pristop tržnih kazalnikov primerljivih javnih podjetij

Pristop tržnik kazalnikov primerljivih javnih podjetij se uporablja pri določanju vrednosti manjšinskega lastniškega deleža, saj imajo delničarji podjetij, s katerih delnicami se javno trguje, ponavadi manjšinski delež v podjetju. Pristop temelji na analizi finančnih podatkov, koeficientov in večkratnikov cene, ki se jih da pridobiti iz podatkov za podjetja, s katerih delnicami se javno trguje. Čeprav je iskanje direktno primerljivih podjetij ponavadi težavno, pa poznavanje teh kazalnikov ponavadi omogoča analitiku, da jih prilagodi glede na razlike in da izbere ustrezne kazalnike glede na ciljno podjetje. Največkrat gre za finančne kazalnike, ki primerjajo tržno ceno delnice podjetja z različnimi računovodskimi merami, ki izhajajo iz izkazov podjetij. Kar pomeni, da gre za indikator, ki je primeren za oceno vrednosti manjšinskega deleža lastniškega kapitala pod predpostavko neprekinjenega poslovanja, s katerim se organizirano trguje. Veliko teh kazalnikov vključuje ceno delnice ali tržno vrednost kapitala in se dobro obnesejo v tržnem pristopu določanja vrednosti (SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook, str. 17):

- multiplikator čistega poslovnega izida (P/E),
- multiplikator denarnega toka na delnico (P/Cash Flow),
- multiplikator lastniškega kapitala na delnico (P/Shareholder's Equity).

Zgornje kazalnike se uporablja za določanje vrednosti lastniškega kapitala, vendar pa se posebej pri oceni kontrolnega lastniškega deleža pogosto uporablja celotno tržno vrednost investiranega kapitala (v nadaljevanju: EV), saj naj bi imel lastnik kontrolnega lastniškega deleža možnost spremeniti kapitalsko strukturo. Tržna vrednost investiranega kapitala je tako kombinacija obeh vrst kapitala podjetja, tako lastniškega kot dolžniškega. Nekateri pogosteje uporabljeni kazalniki za določanje tržne vrednosti investiranega kapitala so (SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook, str. 17):

- tržna vrednost investiranega kapitala / prodaja (EV / Sales),
- tržna vrednost investiranega kapitala / poslovni izid iz poslovanja (EV / EBIT),
- tržna vrednost investiranega kapitala / poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo (EV / EBITDA).

Časovno obdobje, za katerega veljata števec in imenovalec kateregakoli kazalnika, se mora ujemati, kolikor se le da. Neujemanje obdobj, za katera so brani podatki, lahko ima za posledico drastični popačenosti rezultatov, posebej, če so se v tem obdobju tržne razmere drastično spremenile. Medtem ko se da ceno delnice pridobiti na dan vrednotenja, pa so vrednosti iz finančnih izkazov podjetij pogosto od konca zadnjega poslovnega leta ali za zadnje četrletje. Pristopi glede uporabe podatkov se razlikujejo med analitiki, saj nekateri uporabljajo samo najnovejše finančne podatke, medtem ko drugi preferirajo uporabo povprečja več obdobj, ponavadi petih let. Odločitev glede ustreznega časovnega obdobja, za katerega se zbira osnovne podatke, je zelo odvisno od kvalitete in razpoložljivosti podatkov in stabilnosti tržnih razmer.

4.2.1.2 Pristop, ki temelji na kazalnikih transakcij s primerljivimi podjetji

Drugi pristop pa temelji na kazalnikih, ki izhajajo iz transakcij s primerljivimi podjetji, katera se je v bližnji preteklosti prodajalo oziroma kupovalo. Kazalnike, ki izhajajo iz prevzemov in združitvev, se ponavadi uporablja za ocenjevanje vrednosti kontrolnega lastniškega deleža, saj podatki zadevajo prodajo celotnega podjetja, tako lastniškega kot dolžniškega kapitala. Kritični element pri tem pristopu je določitev primerljivosti. Ocenjevalec opravi analizo, v kateri določi, ali je izbrano podjetje z lastniškim deležem katerega se je pred kratkim trgovalo, primerljivo s ciljnim podjetjem. Na podlagi teh transakcij pa se potem določi mnogokratnike, ki izhajajo iz teh transakcij. Pri identifikaciji primerljivih transakcij obstajajo štiri osnovna vprašanja (Miller, 1995, str. 22-23):

- razpoložljivost podatkov o dejanskih transakcijah. Informacije o transakciji morajo biti zanesljive in dokaj popolne.
- število primerljivih transakcij. V primeru, da so zanesljive in popolne informacije na voljo le za eno ali dve transakciji, tržni pristop odpade. Ponavadi morajo biti na razpolago podatki vsaj za štiri ali pet popolnoma primerljivih transakcij za veljavnost tržnega pristopa.
- stopnja podobnosti med ciljnim podjetjem in primerljivimi podjetji. Idealno bi bilo, če bi bila vsa primerljiva podjetja identična, ne samo podobna. V realnosti pa se to ne dogaja. Kljub temu pa večja stopnja podobnosti med ciljnim podjetjem in primerljivimi podjetji, bolj je pomembna informacija o transakciji. V kontekstu vrednotenja bank to pomeni, da naj bi primerljiva transakcija vključevala banko približno podobne velikosti, s podobno pozicijo na trgu in podobno sestavo bilance stanja.
- razmere in pogoji transakcije. Transakcijska cena mora odražati pogajanja in prodajo brez vpliva notranjih informacij. Poleg tega mora biti znana tudi oblika plačila, saj cena lahko niha z obliko financiranja plačila (vse z gotovino, gotovina in delnice ali dolžniški vrednostni papirji).

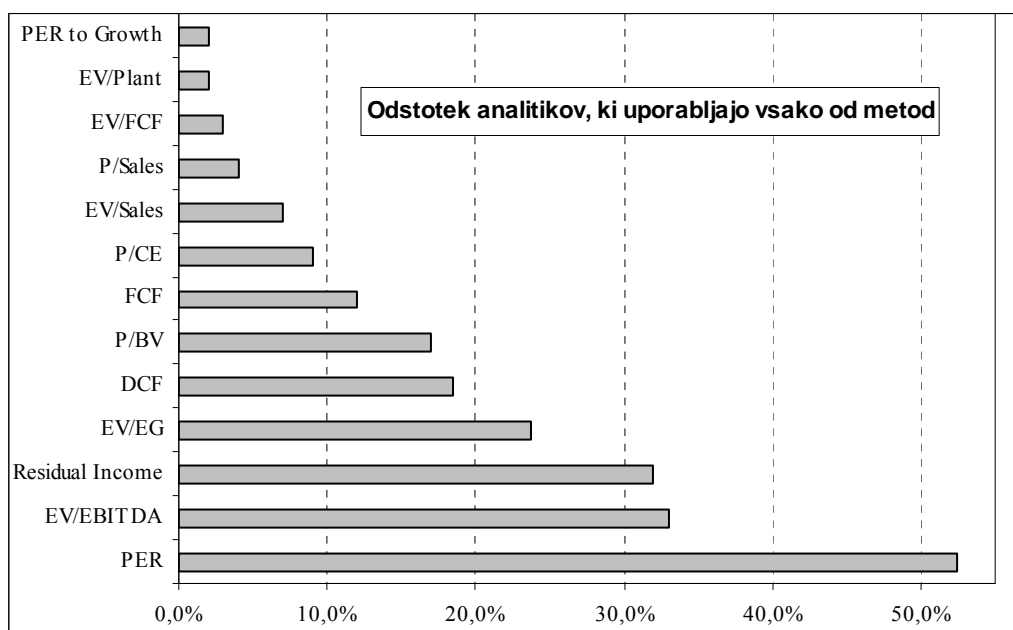
Izračun kazalnikov, ki temeljijo na podatkih o transakcijah s primerljivimi podjetji, je podobna kot pri pristopu tržnih kazalnikov. Le da se pri mnogokratnikih, ki imajo v števcu tržno vrednost investiranega kapitala (EV), kot investiran kapital uporablja cena, po kateri je bil sklenjen posel. Ker gre za prodajo celotnega investiranega kapitala, tudi dosežena vrednost predstavlja večinski lastniški delež s kontrolnim deležem v podjetju.

Fernandez (2001, str. 1) je v svojem delu prišel do spoznanja, da imajo multiplikatorji skoraj vedno široko razpršitev, zato so lahko vrednotenja samo na osnovi multiplikatorjev zelo sporna. So pa multiplikatorji uporabni v drugi fazi vrednotenja, po izvedenem vrednotenju po eni izmed ostalih metod vrednotenja, ko nam primerjava z multiplikatorji primerljivih podjetij omogoča ocenitev ustreznosti vrednotenja in določitev razlik med podjetjem, ki je bilo vrednoteno in primerljivimi podjetji.

Slika 1 prikazuje metode vrednotenja, tehtane s tržno kapitalizacijo industrije, v kateri je uporabljena, katere so najpogosteje uporabljali analitiki pri Morgan Stanley Dean Witter's za vrednotenja evropskih podjetij v letu 1999. Presenetljivo je, da je metoda diskontiranih

denarnih tokov (DCF) šele na petem mestu za multiplikatorjem čistega poslovnega izida, $EV^{10}/EBITDA$ in EV/EG .

Slika 1: Najpogosteje uporabljene metode za vrednotenje evropskih podjetij



Vir: Fernandez, 2001, str. 2

Kjer je:

PER	- multiplikator čistega poslovnega izida
EV/EBITDA	- tržna vrednost investiranega kapitala / poslovni izid pred davki, obrestmi in amortizacijo
Residual Income	- preostali dobiček
EV/EG	- tržna vrednost investiranega kapitala / rast poslovnega izida pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA growth)
DCF	- diskontirani prosti denarni tokovi
P/BV	- multiplikator knjigovodske vrednosti
FCF	- prosti denarni tok
P/CE	- cena delnice / čisti poslovni izid pred amortizacijo na delnico
EV/Sales	- tržna vrednost investiranega kapitala / prihodki iz prodaje
P/Sales	- cena delnice / prihodki iz prodaje na delnico
EV/FCF	- tržna vrednost investiranega kapitala / prosti denarni tok
EV/Plant	- tržna vrednost investiranega kapitala / število obratov
PER to Growth	- (cena delnice / čisti poslovni izid na delnico) / rast dobička

Razlika med vrednotenjem na podlagi prostih denarnih tokov in relativnim vrednotenjem izhaja iz različnih pogledov na tržno učinkovitost oziroma točneje na tržno neučinkovitost. Pri vrednotenju na podlagi denarnih tokov se predvideva, da trg dela napake, ki se korigirajo s časom, in da se te napake pogosto lahko pojavijo v celotnem sektorju ali celo na celotnem trgu. Pri relativnem vrednotenju pa se predpostavlja, da trg sicer dela napake glede

¹⁰ EV – Vrednost podjetja (ang. Enterprise Value) se izračuna na sledeč način: tržna kapitalizacija + prednostne delnice + manjšinski delež + neto dolg.

posameznih delnic, v povprečju pa je učinkovit. Povedano drugače, ko se vrednoti neko podjetje z relativnimi kazalniki, se predvideva, da je trg v povprečju ovrednotil ostala podjetja pravilno, čeprav je morda naredil napako pri vsakem posameznem podjetju. Tako je lahko delnica precenjena na podlagi prostih denarnih tokov, a hkrati podcenjena na relativni osnovi, če so vsa podjetja, ki so bila uporabljena v relativnem vrednotenju, precenjena s strani trga. Obratno bi se zgodilo, če je celotni sektor ali trg podcenjen.

4.3 METODE SEDANJE VREDNOSTI SREDSTEV

Med metode sedanje vrednosti sredstev oziroma premoženja uvrščamo metodo neto sedanje vrednosti (ang. net asset value) in metodo presežnih donosov (ang. excess earnings method). **Metoda neto sedanje vrednosti** temelji na predpostavki substitucije, po kateri preudaren investitor ne bo plačal za določeno sredstvo več kot znašajo stroški zamenjave tega sredstva z enako zaželenim substitutom. Na podlagi tega pristopa se vrednost podjetja ugotavlja s prilagoditvijo knjigovodskih vrednosti sredstev in obveznosti na njihove poštene tržne vrednosti. Bilanca stanja temelji na podlagi splošno sprejetih računovodskih standardov, ki uporabljajo predpostavko stroškov, kar pomeni, da knjigovodska vrednost ne upošteva poštene tržne vrednosti sredstev podjetja. Metoda neto sedanje vrednosti je odvisna od posamične ocene sledečih vrst sredstev:

- obratnih sredstev
- osnovnih sredstev
- neopredmetenih sredstev.

Vsoto poštene tržne vrednosti kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti se potem odšteje od poštene tržne vrednosti sredstev, s čemer pridem do poštene tržne vrednosti lastniškega kapitala. Metoda neto sedanje vrednosti se prvenstveno uporablja pri cenitvi holdingov, družinskih podjetij in podjetij v postopku stečaja ali likvidacije.

Kljub temu da naj bi vsi trije pristopi vrednotenja prišli do istih oziroma podobnih vrednosti za podjetje, ki je predmet cenitve, pa metoda neto sedanje vrednosti edina, ki omogoča identifikacijo področij, ki ustvarjajo največjo vrednost. Na primer, poštena tržna vrednost podjetja je lahko 50 % višja, kot je njena zgodovinska stroškovna vrednost, ki izhaja iz bilance stanja. Direktna primerjava zgodovinskih stroškov in poštene tržne vrednosti z uporabo metode neto sedanje vrednosti bo pokazala, kje se skriva teh presežnih 50 %.

Največja slabost metode neto sedanje vrednosti je, da je lahko časovno zamudna in draga. Poleg tega lahko zahteva tudi več sodelovanja vodstva podjetja, ki je predmet cenitve. Za to metodo bo analitik potreboval veliko znanja iz knjigovodstva in mogoče tudi pomoč zunanjih strokovnjakov, ki mu bodo pomagali ovrednotiti določena sredstva in obveznosti, ki bodo izven njegovega strokovnega znanja. Metoda neto sedanje vrednosti je najmanj zaželena metoda za vrednotenje manjšinskega deleža, saj imajo manjšinski lastniki redko dostop do zadostnega obsega informacij in kooperacije s strani vodstva. Vrednotenje neopredmetenih sredstev, kot je na primer dobro ime, je zelo težavno in možno je, da končna vrednost ne bo dosti obrazložila. Nezabeležena neopredmetena sredstva se ne bodo pojavila pri uporabi metode neto sedanje vrednosti, lahko pa so vključena v denarni tok pri metodi diskontiranih denarnih tokov. Iz tega razloga metoda neto sedanje vrednosti ni ustrezna v primeru, da ni mogoče natančno vrednotiti občutnega dela sredstev (SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook, str. 21).

5 POSEBNOSTI FINANČNIH INSTITUCIJ

Vsako podjetje, ki zagotavlja finančne proizvode in storitve posameznikom ali ostalim podjetjem, se lahko opredeli kot finančna institucija. Damodaran (2001a, str. 1) deli finančne institucije v štiri skupine glede na to, kako ustvarijo svoj dobiček. Banke ustvarjajo dobiček z razliko med obrestnimi merami, po katerih si izposojajo denarna sredstva, in obrestnimi merami, po katerih posojajo ta sredstva, ter iz naslova ostalih storitev, ki jih nudijo posojilodajalcem in posojilojemalcem. Zavarovalnice ustvarjajo dobiček na dva načina. Prvi vir so premije, katere zaračunajo za zavarovanja, ki jih ponujajo, in drugi vir so dobički iz investicijskih portfeljev, katere vzdržujejo za poplačila iz naslova zavarovanj. Investicijska banka zagotavlja svetovanje in podporne produkte za podjetja, ki želijo zbrati kapital na finančnih trgih ali svetuje pri izpeljavi poslov, kot so prevzemi, združitve ali odprodaje. Investicijska podjetja zagotavljajo investicijsko svetovanje ali upravljajo portfelje naložb za stranke. Njihovi prihodki izhajajo iz svetovalnih proviziji in provizij iz naslova upravljanja investicijskih portfeljev. S konsolidacijo finančne industrije se je povečalo število podjetij, ki delujejo na več področjih hkrati. Istočasno pa se je ohranilo veliko število malih bank, butičnih investicijskih bank in specializiranih zavarovalnic, ki še vedno ustvarjajo večino svojih prihodkov iz enega vira.

Finančne institucije imajo veliko skupnega z nefinančnimi družbami. Tudi finančne institucije poskušajo biti čim bolj dobičkonosne, morajo paziti na konkurenco in želijo čim hitreje rasti in se razvijati. Če so finančne institucije javne družbe, se jih sodi prav tako kot ostala podjetja, glede na to, koliko dobička ustvarijo za svoje lastnike.

5.1 RAZLIKE MED FINANČNIMI IN NEFINANČNIMI DRUŽBAMI

5.1.1 Opredelitev dolga

Kadar se govori o kapitalu nefinančnih družb, se misli tako na lastniški kot na dolžniški kapital. Podjetja zberejo kapital tako od kapitalskih investitorjev kot od imetnikov obveznic in bank ter uporabijo ta sredstva za investicije. Kadar se vrednoti podjetje, se ponavadi ugotavlja vrednost celotnih sredstev, ki jih ima v lasti podjetje, in ne samo vrednost lastniškega kapitala.

Za finančne institucije ima dolg drugačen pomen kot za nefinančne družbe, saj. finančne družbe ne smatrajo dolg kot vir kapitala, ampak večinoma kot surovino, ki jo je mogoče vključiti v finančne produkte in te prodati po višji ceni oziroma z dobičkom. Posledično se kapital finančnih institucij definira ožje kot pri nefinančnih družbah in vključuje le lastniški kapital. To opredelitev kapitala podpirajo tudi regulatorji, ki spremljajo in določajo višino kazalnikov kapitalske ustreznosti za banke in zavarovalnice.

Poleg tega je tudi opredelitev, kaj predstavlja dolg pri finančnih institucijah, dosti bolj nejasna kot pri nefinančnih družbah. Posebej pri obrestovanih vlogah na vpogled je malo razlike med dolgom in depozitom. Če opredelimo te vrste vlog kot dolg, potem je potrebno dobiček iz poslovanja izračunati pred plačilom obresti depozitarjem, kar pa je problematično, saj so stroški obresti največja posamična stroškovna postavka banke.

5.1.2 Regulativni nadzor finančnih institucij

Podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi storitvami, so močno regulirana povsod po svetu, obseg regulative pa niha od države do države. Preko finančnih institucij (Saunders, 2005, str. 11)

poskušajo regulatorji povečevati družbeno socialno blaginjo (ang. social welfare) Pri doseganju tega cilja se poslužujejo različnih regulativnih ukrepov, ki jih lahko združimo v šest skupin, in sicer: varnostna regulativa, regulativa, ki vpliva na monetarno politiko, regulativa alokacije sredstev, regulativa zaščite potrošnikov, regulativa zaščite investitorjev in vstopna regulativa, pri čemer se vsaka vrsta kaže prek različnih zahtev regulatorjev. Njihov učinek pa se kaže preko koristi, ki jih ima družba od storitev finančnih posrednikov. Damodaran (2001a, str. 5) izpostavlja tri ukrepe, ki najbolj občutneje vplivajo na vrednotenje institucij, ki so pod regulativnim nadzorom. In sicer, od bank in zavarovalnic se zahteva, da ohranjajo kapitalsko ustreznost, da se ne bi razširile preko svojih zmožnosti in ogrozile terjatve svojih depozitarjev in posojilodajalcev. Poleg tega so finančne institucije pogosto omejene glede potencialnih naložb, v katere lahko investirajo svoja sredstva. Tretjič, vstop novih družb v sektor in združitve ter prevzemi so pogosto omejeni s strani regulatorja. Ukrepom reguliranja, ki jih navaja Damodaran, lahko dodamo še potrebne rezervacije, katere predpisujejo regulatorji za določene finančne institucije in so odvisne od ocene tveganosti nezmožnosti odplačila posameznega kreditojemalca ter sistem jamstva za vloge pri bankah in hranilnicah, kateri jamči vlagateljem - fizičnim osebam povrnitev določenega dela njihovih vlog v primeru stečaja banke. Na splošno so poslovne banke bolj regulirane od svojih nebančnih konkurentov, zaradi česar nekateri bankirji celo smatrajo te regulativne omejitve kot konkurenčno prednost za nebančne konkurente. Na splošno pa velja, da več kot imajo banke moči in svobode, večja je potreba po nadzoru, če se hoče ohraniti čvrst bančni sektor (Sinkey, 1998, str. 20).

Finančne institucije se ponavadi financirajo s toliko dolga, kot jim ga omogoča regulator, kar pomeni, da je malo verjetno, da bi imela institucija finančni vzvod, ki bi presegal predpisanega ali vzvod, ki bi bil občutno nižji od predpisanega. Obstaja nevarnost, ki izhaja iz regulatorjevega obravnavanja različnih vrst finančnih virov. Regulatorne zahteve pogosto temeljijo na knjigovodskih vrednostih dolga in lastniškega kapitala, kar ni vedno racionalno. V primerih, ko so kapitalne zahteve za banke postavljene prenizko glede na tveganost portfeljev posojil, so lahko banke, ki še izpolnjujejo te zahteve, prezadolžene. Nasprotno bodo banke, ki ne izkoriščajo povsem svojih zmožnost zadolževanja, vredne manj kot banke, katere jih.

Regulativa lahko vpliva na vrste investicij in s tem na pričakovani denarni tok. Posledično se s tem vpliva tudi na vrednost teh družb. Pri vrednotenju finančnih institucij z modeli diskontiranih denarnih tokov se lahko vpliv regulatorja upošteva tako pri določitvi diskontne stopnje kot pri pričakovanih denarnih tokovih. Če želimo vključiti regulatorno tveganje v diskontno stopnjo, se moramo na začetku odločiti, ali je takšno tveganje razpršljivo v portfelju. Damodaran (2001a, str. 40) trdi, da je regulativno tveganje v večjem delu možno razpršljivo in naj ne bi imelo vpliva na diskontno stopnjo. V posebnih primerih, kjer finančne institucije dominirajo na trgu in je regulativno tveganje veliko, bo strošek lastniškega kapitala vključeval premijo za tovrstno tveganje. Po drugi strani pa ima regulator velik vpliv na denarni tok. Na pričakovano stopnjo rasti, ki je bila izpeljana iz deleža zadržanega dobička in stopnje donosa na lastniški kapital, se bo vplivalo z regulatornimi omejitvami glede investicij, v katere posamezne finančne institucije lahko nalagajo. Posledica strogih omejitev glede dovoljenih investicij bo nizek donos na lastniški kapital v prihodnjih obdobjih, kar bo imelo negativen vpliv na vrednost.

Z vidika vrednotenja so predpostavke glede rasti povezane s predpostavkami glede reinvestiranja. Pri finančnih družbah je potrebno te predpostavke skrbno pregledati in zagotoviti, da ustrezajo regulativnim omejitvam. Regulativa lahko vpliva tudi na merjenje tveganja finančnih institucij. Če se regulatorjeve omejitve spreminjajo ali se pričakuje, da se

bodo spremenile, povzročajo to določeno negotovost in s tem tveganje v prihodnosti, kar lahko ima vpliv na vrednost.

Banke in zavarovalnice oblikujejo rezervacije za potencialne prihodnje izgube. Te rezervacije znižujejo čisti poslovni izid v trenutnem poslovnem letu in so namenjene za kritje izgub v prihodnjih obdobjih. Na splošno se dejanska slaba posojila v poslovnem letu ne ujemajo povsem z oblikovanimi rezervacijami v tem letu, medtem ko se naj bi kumulativne rezervacije v določenem obdobju ujemale s kumulativnimi slabimi posojili v istem obdobju. Problem pa lahko nastane, če banka stalno oblikuje več (manj) rezervacij, kot se pričakuje, da bo znašala izguba iz naslova slabih posojil. Če se oblikuje preveč rezervacij, bo čisti poslovni izid podcenjen, kar bo znižalo donos na lastniški kapital in delež zadržanega poslovnega izida. Če je pričakovana rast produkt donosa na lastniški kapital in deleža zadržanega dobička, se bo zaradi preveč oblikovanih rezervacij znižala vrednost lastniškega kapitala. Če se oblikuje premalo rezervacij, bo čisti poslovni izid (vsaj začasno) pretiran, zaradi česar je lahko vrednost lastniškega kapitala precenjena.

Sistem jamstev za vloge ima pomembno vlogo, saj na njem temelji zaupanje v bančni sistem in posledično v ves finančni in gospodarski sistem, čeprav je v osnovi namenjen zaščiti vlagateljev za primer stečaja banke. Namen jamstva za vloge ni zavarovanje vseh vlagateljev enako, temveč predvsem tistih, ki nimajo potrebnih informacij in zadostnih znanj za presojo, kateri banki bi zaupali svoje prihranke. S tem, ko je vlagateljem vnaprej znano, kdaj, kje in v kakšni višini in obsegu bodo njihove vloge v primeru stečaja poplačane, je zagotovljeno, da se počutijo varne in da ne bodo z množičnim navalom na banke povzročali tako imenovanega domino efekta.

Razvoj sistema jamstev za vloge v svetu gre v opuščanje neomejenega pokritja. Evropska unija je že leta 1994 sprejela Direktivo¹¹, s katero je podala minimalne standarde glede ravni in obsega jamstva, ki ni neomejeno, ampak v višini najmanj 20.000 EUR, posamezne rešitve pa prepušča regulativi posameznih držav. V državah, v katerih za izplačilo vlog ne jamči država, ločimo tri glavne oblike zavarovanja (Katušin et al., 2000, str. 2):

- zavarovalniški princip (ang. deposit insurance), ki se financira z letnimi premijami oziroma prispevki,
- jamstvo (ang. guarantee scheme), ki se financira z vplačili glede na obseg zajamčenih vlog pri banki v težavah,
- vzajemni sklad (ang. mutual fund), ki delno bazira na kapitalu in delno na ex-post vplačilih,

pri čemer v večini držav v praksi obstajajo sistemi, ki so pravzaprav kombinacija naštetih oblik. Sistem, v katerem ne jamči država, mora biti vzpostavljen tako, da so banke tiste, ki financirajo sistem, hkrati pa mora biti ta naravnano tako, da plačilo obveznosti ne ogrozi drugih bank. Gre za neke vrste solidarno jamstvo, čeprav lahko banke ob ugodnem razpletu dobijo vplačana sredstva nazaj iz stečajne mase, in sicer prednostno. Ne glede na obliko zavarovanja pa morajo banke zagotavljati določena likvidna sredstva, potrebna za izplačilo zajamčenih vlog banke, katera bi zašla v težave. Kar pomeni, da so banke zaradi potrebe po likvidnih sredstvih omejene z vrstami investicij, v katere lahko naložijo sredstva, če jim jih ni potrebno, vplačajo kar v jamstveni sklad. V vsakem primeru pa gre za s strani regulatorja zahtevano vezavo sredstev, ki bi jih banke v nasprotnem primeru lahko naložile tudi v bolj donosne in

¹¹ European Parliament and Council Directive (94/19/EC) of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes (OJ L135/5).

dolgoročneje naložbe, ki pa so povezane z večjim tveganjem in pogosto tudi z nižjo likvidnostjo.

5.1.3 Reinvestiranje pri finančnih institucijah

Pri vrednotenju nefinančnih družb sta pri ugotavljanju reinvestiranja pomembni dve postavki: neto kapitalski izdatki in obratni kapital. Na žalost pa je merjenje obeh teh postavk pri finančnih institucijah lahko problematično.

Za razliko od proizvodnih podjetij, ki investirajo v zemljišča, zgradbe, stroje in druga opredmetena osnovna sredstva, investirajo finančne institucije predvsem neopredmetena sredstva, kot so blagovna znamka in človeški kapital. Posledično so njihove investicije za nadaljnjo rast pogosto kategorizirane kot operativni izdatki v računovodskih izkazih. Izkaz denarnih tokov banke tako prikazuje malo ali nič kapitalskih izdatkov in ustrezno nizko amortizacijo.

Pri obratnem kapitalu pa naletimo na drugačen problem. V primeru, da bi opredelili obratni kapital kot razliko med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi, bi odpadel velik delež bilance stanja banke med kratkoročna sredstva ali obveznosti. Spremembe v teh kategorijah so lahko občutne in volatilne, pri čemer ni rečeno, da obstaja povezava med reinvestiranjem in rastjo v prihodnosti.

Kot posledica težav pri merjenju reinvestiranja naletimo na dva praktična problema pri vrednotenju finančnih družb. Prvič, ne moremo ocenjevati denarnega toka brez ocene reinvestiranja, kar pomeni, da za napoved denarnih tokov potrebujemo neto kapitalske izdatke in spremembe v obratnem kapitalu. Drugič, napovedovanje pričakovane prihodnje rasti postane dosti težje, če se ne da izmeriti stopnje reinvestiranja.

5.2 TEMELJNE RAZLIKE MED POSLOVNIMI BANKAMI IN NEFINANČNIMI PODJETJI

Posebnost temeljne funkcije poslovne banke je jasno odražena v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida banke, ki se močno razlikujeta od bilance stanja in izkaza poslovnega izida tipičnega nefinančnega podjetja.

V bilanci stanja banke kaže izpostaviti predvsem naslednje razlike (Kleindienst, 1999, str. 5):

- stopnja finančnega vzvoda,
- stopnja likvidnosti premoženjske aktive.

5.2.1 Stopnja finančnega vzvoda

Poslovne banke so podjetja z izredno visokim finančnim vzvodom. Delež kapitala znaša le nekaj odstotkov bilančne vsote, kar je precej pod povprečjem tipičnega nefinančnega podjetja. Ta razlika med bančnimi in nefinančnimi podjetji je posledica specifične vloge bančnega kapitala. Medtem ko je primarna funkcija lastniškega kapitala pri nefinančnih podjetjih financiranje njihovih realnih naložb, je temeljna funkcija bančnega kapitala varovanje bančnih upnikov oziroma vlagateljev pred tveganji banke. Ker so bančna tveganja zaradi visoke stopnje razpršitve sredstev in obveznosti razmeroma majhna, si banke lahko privoščijo

relativno malo lastniškega kapitala, v njihovi premoženjski pasivi pa prevladuje dolžniški kapital (Ribnikar, 1993, str. 307).

Poslovne banke so pri določanju deleža lastniškega kapitala precej manj samostojne od nefinančnih podjetij. Centralna banka namreč predpisuje minimalno kapitalsko ustreznost poslovne banke, da bi zaščitila vlagatelje, poleg tega pa centralna banka preko višine bančnega kapitala uravnava tudi obseg tveganih dejavnosti poslovne banke (Ribnikar, 1993, 308). Način odločanja poslovne banke o njeni kapitalski sestavi torej ni primerljiv s tovrstnim odločanjem nefinančnega podjetja.

5.2.2 Stopnja likvidnosti premoženjske aktive

Delež realnih naložb v aktivni premoženjske bilance tipične poslovne banke je še precej manjši kot delež lastniškega kapitala v njeni premoženjski pasivi. Za razliko od nefinančnih podjetij torej v aktivni premoženjske bilance poslovne banke prevladujejo finančne naložbe, ki proizvajajo denarne tokove neposredno. Njihovo vrednotenje je zato precej lažje in bolj smiselno od vrednotenja posameznih kategorij sredstev nefinančnega podjetja. Bančne naložbe in obveznosti so v primerjavi z naložbami in obveznostmi nefinančnih podjetij precej bolj standardizirane, na razvitih trgih kapitala pa se z vrsto kategorij bančnih sredstev in obveznosti aktivno trguje tudi na sekundarnem trgu kapitala, kar dodatno olajšuje njihovo vrednotenje.

Značilnosti premoženjske bilance poslovne banke se odražajo tudi v njenem izkazu poslovnega izida. Prihodki in odhodki iz naslova obresti tvorijo največji del celotnih prihodkov in odhodkov tipične poslovne banke. Metode obračuna amortizacije in vodenja zalog v primerjavi s tipičnim nefinančnim podjetjem malo vplivajo na izkazani dobiček poslovne banke in ne povzročajo občutne razlike med čistim dobičkom in prostim denarnim tokom navadnim delničarjem poslovne banke. Največji del razlike med čistim dobičkom in prostim denarnim tokom poslovne banke je navadno posledica oblikovanja dolgoročnih rezervacij poslovne banke. Te rezervacije so namenjene predvsem zavarovanju pred kreditnim tveganjem, to je kritju pričakovanih izgub denarnih pritokov, ki bodo nastopile zaradi slabih posojil v prihodnosti in ki lahko ogrozijo likvidnost in solventnost poslovne banke.

6 PRILAGODITVE METOD VREDNOTENJA ZA POTREBE VREDNOTENJA FINANČNIH INSTITUCIJ S Poudarkom NA POSLOVNIH BANKAH

Vrednotenje bank ostaja kljub regulativnim obveznostim glede poročanja konceptualno zelo zahtevno, posebej za zunanjega opazovalca, kateri bi moral oceniti kvaliteto portfelja posojil, izmeriti obseg trenutnega računovodskega dobička, ki izhaja iz neujemanja obrestnih mer, in ugotoviti, katere poslovne enote spodbujajo rast bančnih dobičkov.

Za notranjega opazovalca je ključno vprašanje pri vrednotenju banke, kakšne so transferne cene. Banko je za potrebe vrednotenja možno razdeliti na tri osnovne področja poslovanja, in sicer: poslovanje s fizičnimi osebami, poslovanje s pravnimi osebami in zakladništvo (Copeland, 2000, str. 427), čeprav imajo banke ponavadi več poslovnih področij. Zakladništvo je umeščeno med poslovanje s fizičnimi osebami in poslovanje s pravnimi osebami, poleg tega pa opravlja tudi svoje aktivnosti, kot je trgovanje z vrednostnimi papirji. Presežna sredstva, ki jih ustvarja poslovanje s fizičnimi osebami, se lahko posodijo poslovanju s pravnimi osebami ali pa direktno na trgu. Če se posoja znotraj banke, so bistvene transferne cene obrestne mere, po katerih posoja poslovanje s fizičnimi osebami in katere plačuje poslovanje s pravnimi osebami. Če so obračunava za posojila poslovanja s fizičnimi osebami previsoke obrestne mere, bo izgledalo, da je ta del banke bolj donosen, kot je v resnici in obratno. Za pravilno razporeditev marginalnih resursov je bistveno, da se ugotovi pravilne transferne cene, kar pa je za zunanjega opazovalca izredno težko oziroma skoraj nemogoče.

Obstajajo tri skupine metod, ki se uporabljajo za vrednotenje finančnih institucij in s tem tudi bank, in sicer prihodkovne metode, tržne metode in metoda neto sedanje vrednosti (Liebich, 1995, str. 21). Na temelju teh pristopov bo analitik najverjetneje uporabil več kalkulacij, na podlagi katerih bo določil obseg, znotraj katerega naj bi bila poštena tržna vrednost podjetja. Relativni utež, ki se jo določi posamezni vrednosti, je odvisna od več dejavnikov, med drugim od stabilnosti preteklih prihodkov, načrtovanih prihodnjih prihodkov, obsega opredmetenih osnovnih sredstev, ki se pojavljajo v bilanci stanja, kvalitete informacij, ki so na razpolago, in od namena vrednotenja. Seveda obstaja veliko subjektivnosti v procesu vrednotenja zaradi nepopolnih informacij, pomanjkanja podatkov o primerljivih podjetjih in zaradi nenatančnosti v prilagajanju kalkulacij za oceno poštena tržna vrednosti.

6.1 PRIHODKOVNE METODE

6.1.1 Dividendno diskontni model

Dividendno diskontni model je mogoče uporabiti za vrednotenje podjetja, ne glede na to, ali družba resnično izplačuje dividende delničarjem, če le obstaja zmožnost izplačila. Vendar pa je lažje vrednotiti družbe, katere imajo zgodovino izplačevanja dividend, kar pa ponavadi velja za banke. Ocenjena vrednost delnice na podlagi dividendno diskontnega modela predstavlja vrednost delnice manjšinskega delničarja, kateri je potrebno, v primeru ocenjevanja vrednosti večinskega deleža, dodati premijo za kontrolni delež.

Model enakomerne stopnje rasti dividend je primeren za banke, ki rastejo po razmeroma stabilni stopnji in zasledujejo politiko izplačevanja stabilnih dividend, ki jo nameravajo nadaljevati tudi v prihodnosti. Model je primeren zlasti za ocenjevanje večjih poslovnih bank s povprečnim sistematičnim tveganjem (beta delnice blizu ena), ki delujejo na visoko

konkurenčnem trgu in v razmeroma stabilnem gospodarstvu (Damodaran, 1996, str. 195). Poleg tega je tovrstni model zelo uporaben v primeru ocenjevanja močno reguliranih podjetij, kar poslovne banke nedvomno so. Za banke v stabilni fazi je značilno, da so njihovi kapitalski izdatki podobni obračunani amortizaciji. Ker se nespremenjena stopnja rasti dividend pričakuje v neskončnost, se lahko tudi za čiste dobičke poslovne banke predpostavi, da bodo naraščali po enaki stopnji (Damodaran, 1996, str. 192). Poleg tega mora biti delež izplačanih dividend v skladu s predpostavko stabilnosti, kar pomeni da se v obliki dividend izplačuje občuten delež čistega dobička. Prav tako stabilna stopnja rasti dividend ne sme biti občutno višja od povprečne stopnje rasti gospodarstva oziroma gospodarstev, v katerih deluje poslovna banka, saj bi banka sčasoma postala večja od samega gospodarstva, v katerem deluje. Zaradi močne odvisnosti uspešnosti velikih in dobro divezificiranih bank od uspešnosti gospodarstva, v katerem delujejo, je mogoče pričakovati, da bo povprečna stopnja rasti njihovih dividend in čistih dobičkov na dolgi rok podobna povprečni stopnji rasti gospodarstva, v katerem delujejo.

Dvostopenjski dividendni model temelji na dveh ločenih fazah rasti dividend in je torej primeren zlasti za vrednotenje manjših in hitreje rastočih bank ter za vrednotenje bank, ki se trenutno nahajajo v nestabilni fazi zaradi procesa prestrukturiranja bodisi zaradi pomembnih strukturnih sprememb v gospodarstvu. Tovrstne banke se lahko navadno spozna tudi po nadpovprečno visoki beti, sej je njihovo sistematično tveganje razmeroma visoko. Na splošno je za banke v fazi visoke rasti značilno tudi, da so njihovi investicijski izdatki višji od obračunane amortizacije.

6.1.2 Model prostih denarnih tokov podjetju

Vrednost poslovne banke kot celote je enaka tržni vrednosti vseh vrednostnih papirjev oziroma obveznosti, ki jih je izdala poslovna banka, torej sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov imetnikom izdanih lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev banke, ki predstavljajo celotni prosti denarni tok poslovni banki.

Tržna vrednost navadnega lastniškega kapitala se po tej metodi ugotovi tako, da se od vrednosti celotne banke odšteje tržna vrednost dolžniških instrumentov in prednostnih delnic, ki jih je izdala banka. Ugotovljena vrednost lastniškega kapitala je v primeru uporabe enakih predpostavk enaka vrednosti lastniškega kapitala, ki jo da model prostih denarnih tokov navadnim delničarjem.

Ta metoda ugotavljanja vrednosti lastniškega kapitala je primernejša od dividendnih modelov ter metode prostih denarnih tokov navadnim delničarjem pri vrednotenju podjetij, ki se nahajajo v procesu spreminjanja sestave kapitala. V tem primeru je izračun prostih denarnih tokov navadnim delničarjem izredno zahteven, saj so denarni tokovi, ki so povezani z dolžniškim kapitalom, močno spremenljivi in negotovi. Metoda vrednotenja banke kot celote ne zahteva ocene teh denarnih tokov, zahteva pa informacije o sestavi kapitala in višini obrestnih mer, ki so potrebne za oceno tehtane aritmetične sredine stroškov kapitala banke. Model prostih denarnih tokov navadnemu lastniškemu kapitalu je za vrednotenje poslovnih bank primernejši in enostavnejši od modela prostih denarnih tokov podjetju (Copeland, 2000, str. 428). Upravljanje obveznosti banke je namreč sestavni del bančnega poslovanja in ni zgolj financiranje banke. Osnovni vir financiranja poslovne banke so vloge in ne izposojanje na trgu kapitala. S tem, ko poslovna banka pridobi dovoljenje za zbiranje depozitov, se ji v bistvu dovoli ustvarjati vrednost s pomočjo pasive premoženjske bilance. Stroški bančnih vlog (obresti in administrativni stroški) so za poslovno banko praviloma nižji od stroškov financiranja z izdajo obveznic z enakimi tveganjem. Poleg tega je strošek kapitala za bančne

vloge zelo težko ugotoviti. Ker je razlika med bančnimi aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami zelo majhna, lahko že najmanjša napaka pri oceni stroška financiranja z bančnimi vlogami povzroči veliko napako pri oceni vrednosti banke. Ker je stopnja finančnega vzvoda poslovnih bank razmeroma stabilna, uporaba modelov vrednotenja lastniškega pri vrednotenju poslovnih bank navadno ni problematična (Damodaran, 1996, str. 196).

6.1.3 Model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu

Vrednost poslovne banke, ocenjena na podlagi dividendnih modelov, je med drugim odvisna tudi od njene dividendne politike. Vendar pa sta obstoječa in pričakovana dividendna politika, ki ju določajo trenutni lastniki poslovne banke, popolnoma nepomembni za potencialnega kupca kontrolnega (večinskega) deleža banke, ki bo lahko samostojno oblikoval novo dividendno politiko (Gaughan, 1996, str. 471). Potencialni kupec večinskega lastniškega deleža bo banko ovrednotil enako ne glede na delež dobička, ki ga obstoječi lastniki namenjujejo izplačilu dividend. Za tovrstnega kupca so pri vrednotenju banke pomembni pričakovani prosti denarni tokovi banke navadnim delničarjem. Medtem ko vrednost banke, ocenjena na podlagi dividendnega modela, kaže, koliko je za banko pripravljen plačati trg, model denarnih tokov kaže, koliko je za banko pripravljen plačati potencialni kupec kontrolnega deleža. Vrednost banke, ocenjena na podlagi metode prostega denarnega toka navadnim delničarjem, je običajno višja od vrednosti, ocenjene na podlagi dividendnega modela. Na razliko med obema vrednostma se lahko gleda kot na eno izmed sestavin vrednosti nadzora banke – vrednost nadzora nad njeno dividendno politiko.

Model prostih denarnih tokov navadnim delničarjem je primeren zlasti za vrednotenje bank, katerih dividende so dlje časa občutno višje ali nižje od ustvarjenega prostega denarnega toka navadnim delničarjem. V primeru stabilne banke, ki celotni denarni tok namenja izplačilu dividend, je vrednost banke, ocenjena na osnovi tega modela, enaka vrednosti, ki jo dobimo z dividendnim modelom. Ocenjena vrednost po obeh modelih bo enaka tudi v primeru, ko je prosti denarni tok večji od dividend, a je presežek investiran v investicijske projekte ali finančne naložbe, ki imajo neto sedanjo vrednostjo enako 0. Dividende so na daljši rok redko višje od prostega denarnega toka navadnim delničarjem, saj bi imela tovrstna politika izplačevanja dividend precej negativnih učinkov na vrednost banke (Kleindienst, 1999, str. 25):

- Strošek lastniškega kapitala ob izdaji novih delnic je zaradi visokih stroškov izdaje višji od stroškov financiranja z zadržanimi dobički.
- Če si banka denar za izplačilo dividend sposodi, lahko postane preveč zadolžena.
- Zgodi se lahko, da se bo morala banka v prihodnosti odpovedati naložbam ali projektom s pozitivno neto sedanjo vrednostjo.

Vsem trem projektom je skupno, da znižujejo tržno vrednost banke. Dividende, ki so dlje časa višje od prostih denarnih tokov navadnim delničarjem, navadno kažejo na nevezdržnost obstoječe višine dividend.

Model prostega denarnega toka navadnim delničarjem je primernejši od dividendnega modela, tudi kadar obstaja precejšnja verjetnost sovražnega prevzema poslovne banke. Če pa so možnosti za spremembo nadzora banke majhne, bodisi zaradi velikosti banke bodisi zaradi legalnih in tržnih omejitev glede prevzemov, pa je primernejši dividendni model.

Na splošno se pri vrednotenju nefinančnih podjetij vselej poskuša uporabiti metodo diskontiranih denarnih tokov podjetja. Po tej metodi se po tehtanih povprečnih stroških

kapitala diskontira prosti denarni tok iz poslovanja po davkih, da se pridobi ocenjeno vrednost podjetja, od katere se odšteje tržno vrednost dolga in s tem dobi ocenjeno vrednost lastniškega kapitala. Čeprav je postopek vrednotenja po metodi diskontiranih denarnih tokov podjetja in po metodi diskontiranih denarnih tokov lastniškemu kapitalu matematično enaka, pa je vrednotenje bank po metodi denarnih tokov lastniškemu kapitalu lažje in odraža dejstvo, da banke ustvarjajo vrednost tudi na pasivni strani bilance stanja.

Tabela 8: Opredelitev prostega denarni tok 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 neto opredmetenih sredstev
+Ostali neobrestni prihodki	+Povečanje obveznosti do dobaviteljev	+Povečanje drugih 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, 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 oblikovanje tovrstnih rezerv pri izračunu denarnega toka iz poslovanja čistemu dobičku ne doda nazaj in se obravnava kot dejanski denarni odtok, saj namreč dejanski denarni odtoki, ki so posledica neodplačila posojil, niso javno dostopni.

Prosti denarni tok navadnim delničarjem je torej »čisti dobiček plus nedenarni stroški manj denarni tok potreben za rast bilance stanja« (Copeland, 2000, str. 429). Denarni tok, potreben za rast bilance stanja, je lahko pozitiven ali negativen. Vrednost lastniškega kapitala ni enostavno čisti dobiček, diskontiran s stroški lastniškega kapitala, saj ni mogoče izplačati celotnega čistega dobička delničarjem. Delničarjem se lahko izplača samo dividende.

Prosti denarni tok navadnim delničarjem se lahko izrazi tudi kot vsota dejanskih izplačanih dividend, zneska odkupljenih lastnih delnic in vrednosti izdanih novih delnic poslovne banke. Če je prosti denarni tok navadnim delničarjem negativen, mora banka izdati nove delnice, v primeru pozitivnega denarnega toka pa lahko banka ta pozitivni denarni tok ali njegov del izplača navadnim delničarjem ali pa ga nameni za odkup lastnih delnic.

Pri napovedovanju prostega denarnega toka navadnim delničarjem igra pomembno vlogo tudi obstoječa kapitalska ustreznost banke. Prosti denarni tok poslovne banke, katere obstoječa kapitalska ustreznost je večja od želene in minimalne predpisane kapitalske ustreznosti, bo v

prihodnjem razdobju, znotraj katerega bo poslovna banka povečevala stopnjo finančnega vzvoda z izdajo novega dolga, večji od denarnega toka enake banke, katere kapitalska ustreznost je trenutno na optimalni ravni. Ravno nasprotna ugotovitev velja za poslovne banke, katerih kapitalska ustreznost je trenutno nižja od predpisane ali optimalne kapitalske ustreznosti.

Metodo diskontiranih denarnih tokov podjetja je težje uporabljati za banke, ker so glavni vir financiranja brezobrestni depoziti, ki se zberejo preko poslovanja s fizičnimi osebami, in ne posojila, pridobljena na kapitalskih trgih. Stroške kapitala za te depozite je težko oceniti. Poleg tega je poslovanje s fizičnimi osebami zakonsko ločen posel, za razliko od zakladništva pri večini podjetij. To dejstvo oteži oziroma onemogoči vrednotenje lastniškega kapitala banke, saj je potrebno sprva oceniti vrednost sredstev (to je posojilodajsko funkcijo), in sicer tako, da se diskontira prihodke iz obresti, zmanjšane za administrativne izdatke s tehtanimi stroški kapitala, od katerih se potem odšteje sedanjo vrednost depozitne funkcije (stroški obresti plus administrativni stroški, diskontirani s stroški dolga). Poleg tega je problem pri metodi denarnega toka podjetja tudi dejstvo, da je razpon med prejetimi obrestmi na posojila in stroški kapitala tako majhen, da se lahko že majhna napaka pri ocenjevanju stroškov kapitala odrazi v veliki spremembi vrednosti banke.

Poleg tega, da je metodo diskontiranih denarnih tokov lastniškemu kapitalu lažje uporabljati, obstajajo tudi konceptualni razlogi za vrednotenje bank po tej metodi. Dovoljenje za opravljanje bančnih storitev (depozitnih), ki jo banka pridobi od Banke Slovenije, potencialno omogoča banki ustvarjati vrednost tudi na pasivni strani bilance stanja. Če so stroški pridobivanja depozitov nižji od stroškov, povezanih z izposojjo enakega obsega sredstev z enakim tveganjem na trgu, potem se s pozitivno razliko med stroški depozita in stroški drugih dolžniških virov financiranja ustvarja vrednost za delničarje. Kar pomeni, da ima poleg financiranja tudi upravljane s pasivo bilance pomembno vlogo v poslovanju banke. Če bi obstajalo samo direktno financiranje, potem ne bi bilo razmikov. Banka bi plačevala tržne obrestne mere za najete kredite, kar bi pomenilo, da se ne bi ustvarjala nobena vrednost za delničarje, razen davčnega ščita zaradi stroškov obrestni.

6.2 TRŽNE METODE

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 delnic, v imenovalcu pa pričakovana vrednost čistega dobička, prostega denarnega toka, knjižne vrednosti, dividende ali celotnih prihodkov na delnico v prihodnjem obdobju. Vrednost banke se nato oceni z množenjem multiplikatorja sorodnih bank s pričakovano vrednostjo imenovalca multiplikatorja za banko v naslednjem obdobju.

Nekatere multiplikatorje, kot na primer $EV^{12}/EBITDA$ ali $EV/EBIT$, ni mogoče enostavno prilagoditi za vrednotenje poslovnih bank, saj za banke ni mogoče enostavno oceniti niti tržne vrednosti investiranega kapitala podjetja (EV) niti poslovnega izida iz poslovanja. Glede na to, da je za družbe, ki se ukvarjajo s finančnimi storitvami, najustreznejše vrednotenje na podlagi lastniškega kapitala, so za vrednotenje na podlagi multiplikatorjev primerni večkratniki lastniškega kapitala. Trije najpogosteje uporabljeni mnogokratniki lastniškega kapitala so mnogokratnik čistega poslovnega izida, mnogokratnik knjigovodske vrednosti in

¹² EV (ang. Enterprise Value) - tržna vrednost investiranega kapitala

mnogokratnik prodaje. Zadnji mnogokratnik ni najustreznejše merilo za vrednotenje teh institucij, saj prodaje poslovne banke ni tako enostavno oceniti, zato se bomo osredotočili na multiplikator čistega poslovnega izida in multiplikator knjigovodske vrednosti (Damodaran, 2001a, str. 30).

Glavna pomanjkljivost večkratnikov lastniškega kapitala je, da cena za nakup delnic banke, odraža več kot samo knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala ali lanskoletni čisti poslovni izid. Že sama knjigovodska vrednost lahko ima malo ali nič povezave z resnično ekonomsko vrednostjo lastniškega kapitala. Poleg tega je cena odraz prihodnjih ugodnosti, ki izhajajo iz delnice, medtem ko je npr. lanskoletni čisti poslovni izid historična kategorija.

6.2.1 Multiplikator čistega poslovnega izida

Multiplikator čistega poslovnega izida (ang. price/earnings multiple oz. PE) je opredeljen kot razmerje med obstoječo tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico, kar pomeni, da sta tako števec kot imenovalec merili prihodkov lastniškega kapitala (Damodaran, 2001f, str. 1). Največji problem pri izračunu PE kazalnika predstavlja variacija čistega poslovnega izida na delnico, saj je PE lahko izračunan na podlagi trenutnega čistega poslovnega izida na delnico, preteklega čistega poslovnega izida na delnico, pričakovanega čistega poslovnega izida na delnico, itd... Uporaba čistega poslovnega izida določenega izbranega obdobja ima lahko več pomanjkljivosti. Prvič, reprezentativni čisti poslovni izid naj bi odražal volatilitnost čistega poslovnega izida, kar kaže na stopnjo tveganosti bančnega poslovanja. Drugič, ni povsem jasno, kateri časovni interval je najprimernejši. Tekoči čisti poslovni izid na delnico je lahko povsem drugačen od čistega poslovnega izida na delnico za pretekla obdobja in drugačen od pričakovanega čistega poslovnega izida na delnico. Posebej pri hitro rastočih podjetjih je lahko PE zelo različen glede na to, kateri čisti dobiček na delnico je uporabljen v izračunu. Analitiki poskušajo ta problem rešiti z uporabo tehtanih povprečij čistih poslovnih izidov na delnico.

Multiplikator čistega poslovnega izida je na prvi pogled enostaven kazalnik, ki odpravlja potrebo po predpostavkah o tveganju, rasti in deležu poslovnega izida, ki se izplača v obliki dividend. Vendar pa je takšno mnenje napačno, saj je multiplikator čistega poslovnega izida določen s povsem istimi parametri, ki določajo vrednost v modelih sedanje vrednosti donosov. Višina dividend v naslednjem obdobju (DPS_1) je po definiciji enaka (Kleindienst, 1999, str. 39):

$$DPS_1 = EPS_0 * d * (1 + g_n) = EPS_1 * d, \quad (16)$$

kjer je:

d - delež čistega poslovnega izida, ki ga podjetje izplačuje v obliki dividend;
 g_n - stopnja rasti čistega poslovnega izida;
 EPS_0, EPS_1 - čisti poslovni izid v tekočem in naslednjem obdobju.

Z vstavitvijo tega razmerja v števec enačbe 5 in z delitvijo obeh strani enačbe z EPS_0 se dobi naslednja enačba multiplikatorja čistega poslovnega izida (Damodaran, 2001f, str. 4):

$$\frac{P_0}{EPS_0} = PE_0 = \frac{d * (1 + g_n)}{k_e - g_n}, \quad (17)$$

Multiplikator čistega poslovnega izida je tako funkcija treh spremenljivk – pričakovane stopnje rasti čistega poslovnega izida, deleža čistega poslovnega izida, ki se ga izplačuje v obliki dividend, in stroškov lastniškega kapitala. Tako kot za ostala podjetja tudi za banke velja, da je multiplikator čistega poslovnega izida naraščajoča funkcija deleža izplačanega čistega poslovnega izida in stopnje rasti čistega poslovnega izida ter padajoča funkcija tveganja banke, ki se odraža v stroških lastniškega kapitala.

Ena izmed posebnosti poslovnih bank je oblikovanje rezervacij za dana slaba posojila. Te rezervacije znižajo čisti poslovni izid banke in s tem vplivajo na multiplikator čistega poslovnega izida banke. Posledično bodo imele banke, ki so bolj konzervativne, pri oblikovanju rezervacij za slaba posojila nižji čisti poslovni izid in višji multiplikator čistega poslovnega izida, medtem ko bodo imele manj konzervativne banke višji čisti poslovni izid in nižji multiplikator čistega poslovnega izida.

Drugi pomembni pomislek pri uporabi multiplikatorja čistega poslovnega izida je diverzifikacija finančnih storitev banke. Multiplikator, katerega je investitor pripravljen plačati za denarno enoto čistega poslovnega izida iz komercialnih kreditov, je povsem različen od multiplikatorja, katerega bo plačal isti investitor za denarno enoto čistega poslovnega izida iz trgovanja z vrednostnimi papirji. Če se banka ukvarja z več različnimi storitvami z različnim tveganjem, različnimi možnostmi za rast in donos, je zelo težavno najti povsem primerljivo banko in primerjati multiplikatorje čistega poslovnega izida. V takih primerih bi bilo najprimerneje razdeliti čisti poslovni izid banke glede na posamezne storitve in vrednotiti vsako posamezno storitev ločeno, kar pa je v praksi zelo zahteven in časovno zamuden pristop.

6.2.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti

Multiplikator knjigovodske vrednosti (ang. price / book ratio oz. P/BV) je opredeljen kot razmerje med tržno ceno navadne delnice in knjigovodsko vrednostjo navadne delnice (Damodaran, 2001g, str. 2). Knjigovodska vrednost navadnega lastniškega kapitala je razlika med knjigovodsko vrednostjo sredstev in knjigovodsko vrednostjo dolžniških obveznosti, kar pomeni, da je razlika v veliki meri odvisna od računovodskih predpostavk. Če delimo obe strani enačbe 16 s knjigovodsko vrednostjo navadnega lastniškega kapitala, dobimo naslednjo enačbo multiplikatorja knjigovodske vrednosti (Damodaran, 2001g, str. 6):

$$\frac{P_0}{BV_0} = PBV = \frac{ROE * d * (1 + g_n)}{k_e - g_n}, \quad (18)$$

kjer je:

- ROE - donos na lastniški kapital,
- d - delež čistega poslovnega izida, ki ga podjetje izplačuje v obliki dividend,
- g_n - stopnja rasti čistega poslovnega izida,
- k_e - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala.

Vrednost multiplikatorja knjigovodske vrednosti je določena s pričakovano stopnjo rasti čistega poslovnega izida na delnico, delež čistega poslovnega izida, ki ga podjetje izplačuje v obliki dividend, stroškov lastniškega kapitala in donosa na lastniški kapital. Če se ostale stvari ne spremenijo, višje rasti čistega poslovnega izida, višji delež čistega poslovnega izida izplačanega v obliki dividend, nižji stroški lastniškega kapitala in višji donos na lastniški

kapital, naj bi se odrazilo v višji vrednosti multiplikatorja knjigovodske vrednosti. Med navedenimi spremenljivkami ima največji vpliv na multiplikator donos na lastniški kapital.

Še posebej je močna povezava med multiplikatorjem knjigovodske vrednosti in donosom na lastniški kapital pri poslovnih bankah, saj je pri teh institucijah večja verjetnost, da knjigovodska vrednost lastniškega kapitala sledi tržni vrednosti lastniškega kapitala, investiranega v obstoječa sredstva.

Največja pomanjkljivost tega pristopa je, če knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ne odraža trenutne resnične ekonomske vrednosti. Na primer, če banka sistematično navaja problematična posojila v premajhnem obsegu. Knjigovodska vrednost posojil bo tako presegla resnično vrednost, kar se bo odrazilo v višji knjigovodski vrednosti lastniškega kapitala. Predpostavimo, da ima banka občutno neujemanje obrestnih mer med na spremembo obrestne mere občutljivimi sredstvi in obveznostmi, v okolju, kjer je volatilitnost obrestnih mer visoka. Knjigovodske vrednosti ne odražajo tega tveganja. Knjigovodska vrednost je lahko tudi nižja od resnične vrednosti, če ima banka na primer velik portfelj hipotekarnih posojil, katerih vrednost se ne pojavlja v bilanci stanja. Bistvo je, da je knjigovodska vrednost lahko zavajajoča, saj se lahko tržna vrednost sredstev in obveznosti občutno razlikuje od objavljenih računovodskih poročil, v katerih se ne upošteva izven-bilančnih postavk. Zaradi tega, ker se objavljene knjigovodske vrednosti lahko občutno razlikujejo od resnične ekonomske vrednosti, je pravilneje, če bi se uporabljalo prilagojeno knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala, ki bi realno vrednotila rezervacije za slaba posojila, investicijske naložbe, izven-bilančne postavke, realne naložbe in depozite, preko katerih je mogoče obstoječim depozitarjem ponuditi dodatne storitve, kar predstavlja določen vzvod, ki pa je na žalost težko merljiv.

Če se z delnicami banke, katero se vrednoti, organizirano trguje, potem se lahko za primerjavo uporabi multiplikatorje podobnih bank. Tržna vrednost delnice plus kontrolna premija prestavljata osnovo za ugotavljanje vrednosti. Večjo težavo pa predstavlja vrednotenje bank, s katerih delnicami se ne trguje javno, na podlagi multiplikatorjev bank, s katerimi se organizirano trguje. Koristno je primerjati multiplikator čistega poslovnega izida za delnice bank, s katerimi se javno trguje, da se dobi splošna ocena, koliko so investitorji pripravljeni plačati za denarni tok banke. Osnovati oceno vrednosti bank, s katerih delnicami se ne trguje javno, pa je lahko tvegano.

Tržni pristop vrednotenja banke na podlagi cen, plačanih za nakup podobnih bank, upošteva potrebne prilagoditve zaradi pomanjkanja direktne primerljivosti. Ta pristop se mora uporabljati zelo previdno, saj je vsak prevzem ali združitev svojstven in neponovljiv, zato je potrebno tudi plačane cene v teh transakcijah natančno oceniti. Trg za finančno trdne banke je relativno konkurenčen, kar pomeni, da kupci pogosto ponujajo ceno na podlagi ocene zmožnosti ustvarjanja vrednosti. Vendar pa je pogosto vprašanje, ali ta zmožnost ustvarjanja vrednosti temelji na realnih ali pa hipotetičnih predpostavkah. Plačana cena zato pogosto odraža tako imenovano investicijsko vrednost. Z uporabo te cene za vrednotenje druge banke dobimo oceno vrednosti, ki je nekoliko višja od vrednosti banke kot samostojne družbe, katere želimo oceniti. Če izvzamemo ta problem, se tržni pristop na podlagi primerljivih transakcij v veliki meri uporablja za vrednotenje prevzemnih cen bank.

Niti dve transakciji nista primerljivi v vseh pogledih. Zato je potrebno identificirane transakcije prilagoditi tako, da so bolj primerljive z banko, ki jo vrednotimo. Čeprav obstaja neomejeno število spremenljivk, katere lahko vplivajo na nakupno ceno, so najpomembnejše sledeče spremenljivke (Miller, 1995, str. 187):

- Vrsta trga – primerljive transakcije morajo biti v podobni vrsti poslov in na trgih podobne velikosti. Ta faktor naj bi odražal tudi različna tržna tveganja, povezana s prodajo podobnih bank.
- Čas transakcije – prioriteto imajo prodaje v zadnjih dveh letih, zaradi spreminjajočih ekonomskih in konkurenčnih razmer, kar lahko vpliva na spremembo pogojev za prevzemne.
- Velikost sredstev – primerljive banke naj bodo približno enake velikosti, preferirajo pa se primerjave z bankami, ki v času transakcije niso bile manjše od polovice ciljne banke oziroma niso bile večje od dvakratne velikosti.
- Petletna rast sredstev – ker je rast sredstev pogosto v pozitivni korelaciji z vrednostjo, je najbolje, da se primerja z bankami, ki imajo podobno stopnjo rasti sredstev.
- Petletni donos na sredstva – ker ima profitabilnost direkten vpliv na vrednost, je za primerjavo zaželeno čim bolj podobna višina donosa na sredstva, pri čemer je potrebno upoštevati tudi stopnjo volatilitnosti čistega poslovnega izida.
- Oblika plačila – ker oblika plačila vpliva na davčna in likvidnostna vprašanja, lahko ima s tem vpliv tudi na ceno. Zaradi tega je bolje, da imamo za primerjavo transakcije, ki so imele podobno strukturo plačila.

Tržni pristop vrednotenja banke na podlagi cen, plačanih za nakup podobnih bank, ima eno pomembno prednost, in sicer upošteva resnične transakcije. Kar pomeni, da upošteva resnične razmere na trgu. Pomanjkljivosti te metode pa se pokažejo še posebej, če gre za vrednotenje banke, s katerih delnicami se ne trguje organizirano.

Najpomembnejša pomanjkljivost pristopa je, da ocenjena vrednost na podlagi primerljivih transakcij pogosto odraža mnogo več kot le sedanjo vrednost franšize banke, katere vrednost se ugotavlja. Ocena vrednosti na podlagi primerljivih transakcij bo najverjetneje odražala sedanjo vrednost franšize banke plus tisti del vrednosti potenciala za ustvarjanje dodane vrednosti, ki ga je kupec pripravljen deliti s prodajalcem. Razmerje med ceno in vrednostjo pa je odvisno od specifičnih okoliščin in dojemanja kupca in prodajalca. Ocena vrednosti banke na podlagi drugih transakcij bo najverjetneje višja kot trenutna vrednost franšize banke. Zato se mora tržni pristop uporabljati zelo previdno in upoštevati, kaj je in kaj ni vključeno v primerljive prodajne cene.

Ne glede na slabosti tržnega pristopa pa lahko služijo dobljene vrednosti kot dobra primerjava za vrednosti, ki se jih dobi z drugimi pristopi ocene vrednosti.

6.3 METODA NETO AKTIVE

Vrednost banke po razširjeni metodi neto aktive je v osnovi opredeljena enako kot pri metodi neto sedanje vrednosti, in sicer kot razlika med tržno vrednostjo sredstev in obveznosti poslovne banke, kateri pa se prišteje neto tržna vrednost zunajbilančnih postavk ter razlika med sedanjo vrednostjo neobrestnih prihodkov in izdatkov poslovne banke (Johnson, 1995, str. 214). Tržna vrednost lastniškega kapitala banke je torej enaka vsoti tržne vrednosti lastniškega kapitala in dobrega imena poslovne banke. Tržno vrednotenje večine kategorij bančnih sredstev in obveznosti temelji na načelu sedanje vrednosti, pri čemer se natančna opredelitev modela vrednotenja različnih kategorij sredstev in obveznosti razlikuje glede na njihove specifične značilnosti. Tržna vrednost sredstev in obveznosti, s katerimi se aktivno trguje na razvitem sekundarnem trgu, se lahko oceni kar na osnovi njihove tekoče tržne cene, pri čemer se predpostavi, da so te naložbe in obveznosti na trgu pravilno ovrednotene. Precej bolj zahtevno pa je vrednotenje netržnih kategorij sredstev in obveznosti.

Dosledno izvajanje razširjene metode neto aktive zahteva, da se ovrednotijo vsa posamična sredstva in obveznosti posebej, kar pa je v praksi izredno težko izvedljivo. Zato se individualne postavke navadno združujejo v skupine glede na njihove skupne značilnosti (zlasti tveganje igra pri tem pomembno vlogo). Kljub temu pa je omenjena metoda vrednotenja primerna predvsem za notranje vrednotenje oziroma jo lahko izvaja samo nekdo, ki nima na razpolago samo javno dostopnih informacij, zato omenjene metode ne bomo uporabili pri praktičnem primeru vrednotenja poslovne banke.

7 PRIMER VREDNOTENJA BANKE CELJE D.D. PO KLASIČNIH METODAH VREDNOTENJA IN METODI PROSTIH DENARNIH TOKOV

7.1 PREDSTAVITEV BANKE CELJE D.D.

Banka Celje d.d. je ustanovljena kot delniška družba za opravljanje vseh bančnih in drugih finančnih storitev na temelju Zakona o bančništvu in Zakona o gospodarskih družbah. Banka ima ustrezna pooblastila za opravljanje naslednje vrste bančnih storitev doma in v tujini:

- sprejemanje depozitov od fizičnih in pravnih oseb ter dajanje kreditov iz teh sredstev za svoj račun,
- storitve, za katere drugi zakoni določajo, da jih smejo opravljati samo banke.

Ob bančnih storitvah opravlja banka tudi naslednje finančne storitve:

- factoring,
- izdajanje garancij in drugih jamstev,
- trgovanje s tujimi plačilnimi sredstvi, vključno z menjalniškimi posli,
- trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti,
- izdajanje in upravljanje s plačilnimi instrumenti (npr. plačilne kartice, potovalni čeki, bančne menice),
- oddajanje sefov,
- posredovanje pri prodaji zavarovalnih polic po zakonu, ki ureja zavarovalništvo,
- opravljanje storitev plačilnega prometa.

Glavno področje, ki ga banka ne pokriva s storitvami v hiši, da bi lahko govorili o pravi univerzalni banki, so storitve investicijskega bančništva (posredništvo z vrednostnimi papirji, izdaja vrednostnih papirjev za zunanje izdajatelje ...), kar je tudi ena glavnih pomanjkljivosti banke. Poleg tega bi kot pomanjkljivost lahko izpostavili tudi visoko lokalno usmerjenosti, saj ima banka lokalno razvejano mrežo poslovalnic, s katerimi je prisotna predvsem v Savinjsko-Šaleški regiji, kar bi jih v prihodnosti lahko omejevalo predvsem pri načrtovanem širjenju storitev in obsegu poslovanja s prebivalstvom. . Leta 1999 je banka podpisala Pogodbo o strateškem partnerstvu in poslovnem sodelovanju z Novo Ljubljansko banko ter postala pridružena članica njene bančne skupine. Določene negativne posledice podpisa pogodbe o pridruženem članstvu v skupini NLB pa je banka utrpela z afero SIGMA.

Med prednostmi banke velja omeniti močan položaj v lokalnem okolju, kjer posluje, kar se odraža tudi v visokem tržnem deležu v Savinjsko-Šaleški regiji. Poleg tega ima banka dobro

bonitetno oceno (BBB), kar ji omogoča črpanje finančnih virov pod ugodnimi pogoji in, posledično, konkurenčno ponudbo sredstev na trgu. Dobra bonitetna ocena pa je med drugim tudi posledica dobrega kreditnega portfelja, ki ga ima banka zaradi svojega velikega tržnega deleža v regiji.

7.2 PROBLEMATIKA BANKE

Banka Celje je postala zanimiva za različne špekulacije glede prevzemov, združitve oziroma različnih drugih oblik povezovanj izven skupne NLB ponovno v letu 2002, ko je Vlada Republike Slovenije v okviru programa privatizacije NLB, prodala 34 % delnic NLB belgijski bančno zavarovalni skupini KBC. Eden izmed pogojev, ki jih je postavila Banka Slovenije za pridobitev njenega dovoljenja za izpeljavo omenjenega posla, prejem kupnine ter prenos kvalificiranega deleža v lastništvo KBC, je bil tudi sklep nadzornega sveta NLB o postopnem kapitalskem umiku iz Banke Celje na nivo pod 10 %. Banka Slovenije (v nadaljevanju: BS) je namreč ob soglasju KBC za pridobitev 34-odstotnega deleža določila, da mora NLB do konca leta 2003 zmanjšati svoj delež upravljavskih pravic v Banki Celje pod deset odstotkov, kar pa se v omenjenem obdobju ni zgodilo. Dezinvestiranje NLB v Banki Celje naj bi bil pogoj za pridobitev dovoljenja za povečanje deleža KBC v NLB po letu 2006. V letu 2002 je Vlada RS podpisana tudi pogodbo o prodaji 5 % delnic EBRD, in sicer pod pogoji in po ceni iz pogodbe o prodaji deleža KBC.

Zaradi omenjenega pogoja o zmanjšanju 36,6 % deleža NLB v Banki Celje pod 10 % so se v drugi polovici leta 2003 razplamtele špekulacije glede izpolnitve pogoja BS s strani NLB, kar je dvignilo ceno delnice na sivem trgu in sprožilo določene spremembe v lastniški strukturi banke. V istem času so se ponovno pojavile tudi razprave o stebričenju v slovenskem bančništvu. Kljub obljubam Nadzornega sveta NLB pa se to dezinvestiranje ni zgodilo do konca leta 2003, še več, NLB je dala vedeti, da želi Banko Celje obdržati znotraj skupine in je v letu 2004 začelo povečevati svoj lastniški delež. Sprva ga je povečevala posredno preko posrednikov, kasneje pa tudi sama za svoje ime. Tako je imela NLB ob koncu leta 2004 v lasti 41,1 % delež, katerega je nameravala povečati vse do 49,99 %. Kljub navidez jasni usodi Banke Celje pa ostaja več možnih scenarijev, ki bodo vplivali tudi na strukturo celotnega bančnega sektorja v Sloveniji. Po prvem scenariju bo BS pristala na povečanje deleža KBC v NLB, če bo ta imela 49,9 % delež v Banki Celje. Drug scenarij predvideva, da bo KBC izstopil iz NLB v zameno za delež v kakšni drugi slovenski banki, ki je še v državni lasti. Po tretjem scenariju bo morala NLB prodati svoj delež in vprašanje je, kolikšna bi bila v tem primeru vrednost lastniškega deleža brez upoštevanja sinergijskih učinkov. Po drugi strani pa je zanimivo vprašanje, kolikšna je poštena vrednost kontrolnega lastniškega deleža brez sinergijskih učinkov, ki bi jo morala plačati NLB, če bi prišlo do uresničitve najverjetnejšega od scenarijev, in sicer pripojitve Banke Celje k NLB. Čeprav vemo, da bo v primeru izvršitve scenarija pripojitve k NLB, najverjetneje prišlo do menjale delnic po knjigovodski vrednosti, kot je bil to izpeljano v primeru pripojitve Dolenjske banke. Vsi možni scenariji pa so močno odvisni od trenutne politične volje trenutne oblasti v Sloveniji.

7.3 METODOLOGIJE VREDNOTENJA

Namen vrednotenja navadnega lastniškega kapitala na 31.12.2004 je bil, ugotoviti razpon, v katerem se giblje **poštena tržna vrednost za 100 % delež navadnega lastniškega kapitala Banke Celje na kontrolni, netržni (ang: non-marketable) osnovi.**

Za vrednotenje 100 % deleža navadnega lastniškega kapitala so bile uporabljene tri metode, in sicer:

- metoda javnih podjetij (tržna metoda), ki temelji na cenah delnic bank v centralni in zahodni Evropi, s katerimi se javno trguje;
- transakcijska metoda (tržna metoda), ki temelji na nedavnih transakcijah, ki so vključevale srednje velike banke v srednji in vzhodni Evropi;
- metoda diskontiranih prostih denarnih tokov (prihodkovna metoda), ki temelji na oceni prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju in v obdobju padanja rasti prostih denarnih tokov.

Vse tri metode vrednotenja temeljijo na javno dostopnih informacijah o aktivnostih in poslovanju, katere objavljajo banke za informiranje različnih z njimi povezanih interesnih skupin, ter na podlagi informacij, katere je mogoče dobiti na finančnem portalu Bloomberg.

Pred podrobnim pregledom posameznih metod vrednotenja in njihovih rezultatov je potrebno opozoriti na dve vrsti prilagoditev, katere je potrebno upoštevati, preden pridemo do končne ocene vrednosti na podlagi posameznih metod. Prva prilagoditev prvotnih ocen izhaja iz posebnosti, ki jo ima Banka Celje, in sicer, da ima poleg navadnih delnic izdane tudi prednostne delnice, kar pomeni, da je predhodno potrebno oceniti vrednost prednostnega kapitala in s to oceno ustrezno korigirati prvotne ocene vrednosti lastniškega kapitala, da pridemo do ocene vrednosti navadnega lastniškega kapitala. Poleg tega je potrebno prvotne ocene na podlagi različnih metod vrednotenja prilagoditi spremijo za kontrolni delež in diskontom za netržnost, če njun vpliv na vrednosti ne bo zajet že v prvotnih izračunanih vrednostih lastniškega kapitala, saj je cilj, oceniti navadni lastniški kapital na kontrolni, netržni osnovi.

Vpliv kontrolne premije na vrednost lastniškega kapitala je bil teoretično predstavljen v poglavju 3.4.1, kjer je tudi navedeno, da izračuni kontrolnih premij ponavadi temeljijo na primerjavi prevzemnih cen za delnice javnih podjetij, s ceno, ki je veljala za te delnice na organiziranem trgu pred objavo prevzema. Za potrebe vrednotenja Banke Celje so bile na podlagi razpoložljivih podatkov o prevzemih v obdobju 1998-2002 izračunane prevzemne premije za 23 prevzemnih ponudb, ki so prikazane v prilogi B, njihova srednja vrednost pa znaša 21,3 % in bo upoštevana pri izračunu vrednosti navadnega lastniškega kapitala Banke Celje.

Vpliv diskonta za netržnost je bil predstavljen teoretično v poglavju 3.4.2, kjer so predstavljene tudi zaključki posameznih študij iz ZDA, ki so poskušale oceniti obseg diskonta za netržnost na podlagi preteklih transakcij z restriktivnimi lastniškimi deleži in na podlagi transakcij z delnicami, ki so bile ponujene prvi javni prodaji. Iz ugotovitev v poglavju 3.4.2. izhajam, da so ugotovljeni diskonti za netržnost na podlagi raziskav prvih javnih prodaj v ZDA ustrežnejši in da se gibljejo za manjšinske deleže v povprečju v višini 45 %.

V dosednji razpravi glede diskonta za netržnost je šlo za diskont, ki se implicira na vrednost manjšinsko lastniškega kapitala, medtem ko za potrebe vrednotenja večinskega lastniškega deleža potrebujemo diskont za netržnost, ki se implicira po izračunu vrednosti lastniškega kapitala banke, ki že upošteva premijo za kontrolni delež.

Zaradi časovne negotovosti glede izpeljave transakcije, stroškov, povezanih s prodajo in tveganja glede dosežene cene se smatra, da je prodaja kontrolnega deleža v zasebni družbi tvegana, zahtevna in draga poslovna poteza. Iz teh razlogov se smatra, da je vrednost takšnega kontrolnega deleža potrebno popraviti za določen diskont zaradi pomanjkanja tržnosti, pri čemer pa so ti diskonti drugačni kot diskonti za netržnost manjšinskih delnic. Kot prvo, za tovrstne transakcije ne obstajajo empirične zbirke podatkov, iz katerih bi bilo mogoče oceniti

tovrstni diskont. Poleg tega se dejavniki, ki vplivajo na obseg diskonta za netržnost večinskega deleža, povsem razlikujejo od dejavnikov, ki vplivajo na diskont za netržnost manjšinskega deleža. Na podlagi teh ugotovitev Pratt (2001, str. 167) zaključuje, da kjer je ustrezno upoštevati diskont za pomanjkanje tržnosti za kontrolni delež, mora biti ta diskont dosti manjši kot diskont za netržnost manjšinskega deleža. Diskont za pomanjkanje tržnosti kontrolnega deleža, ki ga dovoljujejo ameriška sodišča v davčnih zadevah, se giblje v razponu od 3 % do 33 %, kar je dosti nižje kot diskont za netržnost manjšinskega deleža, ki se giblje v razponu od 30 % do 45 %. Če izhajamo iz teh ugotovitev in upoštevamo še:

- zgodovino izplačevanja dividend (banka je v preteklosti redno izplačevala dokaj visoke dividende),
- možne kupce (po pregledu zanimanja za banko se vidi, da možni kupci obstajajo),
- dostopnost do informacij o banki (banka ima izdanih več emisij obveznic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, zaradi česar je zavezana k objavi vseh za investitorje občutljivih informacij),
- da statut ne omejuje prenosljivosti delnic,

potem lahko zaključimo, da je v primeru Banke Celje ustrezen največ 10 % diskont za netržnost večinskega lastniškega deleža.

7.3.1 Ocena vrednosti prednostnih delnic

Osnovni kapital Banke Celje je sestavljen iz 337.699 navadnih in 84.424 prednostnih delnic, pri čemer so delnice obeh vrst izdane na ime in imajo nominalno vrednost 8000 SIT. Tako navadne kot prednostne delnice imajo pravico do dividende in do sorazmernega deleža preostalega premoženja v primeru likvidacije ali stečaja.

Prednostne delnice Banke Celje imajo pravico do prednostnega izplačila fiksne dividende v višini najmanj 6 % nominalne vrednosti delnice, kar pomeni najmanj 480 SIT, saj nominalna vrednost ene delnice znaša 8.000 SIT. V primeru, da ni možno izplačati celotne dividende, se izplačilo izvrši delno, preostali del pa se evidentira kot prednostna obveza izplačila v naslednjem letu. Neizplačilo celotne dividende za posamezno leto pa pomeni, da prednostnim delničarjem pripada na skupščini pravica do glasovanja kot imetnikom navadnih delnic za čas, dokler se jim dividenda ne izplača in se prednostne delnice upoštevajo tudi pri izračunu kapitalne večine. V vsakem primeru pa smejo lastniki prednostnih delnic odločati na skupščini delničarjev o spremembah statuta, ki zadevajo razmerje števila teh prednostnih delnic do osnovnega kapitala in pri statusnih spremembah.

Prednostne delnice se pogosto uporabljajo za to, da se določeni skupini investitorjev prizna posebne pravice, na podlagi katerih jim pripadajo posebni v naprej znani donosi, ki izhajajo iz lastništva teh delnic. Investicije v prednostne delnice prinašajo le del potenciala za rast, ki ga imajo navadne delnice, po drugi strani pa prednostni delničarji pričakujejo, da so zaščiteni pred delom potencialne izgube, ki izhaja iz lastnosti prednostnih delnic. Najpogosteje lastnosti oziroma pravice, ki jih nosijo prednostne delnice in po katerih se te ločijo od navadnih delnic, so sledeče (Pratt et al., 2000, str. 534):

- fiksna dividendna donosnost,
- prednost izplačila v primeru likvidacije,
- kumulativna dividenda,
- možnost odpoklica,
- pravica do glasovanja,

- prodajna opcija,
- pravica do udeležbe v prihodnjih prihodkih,
- pravica do konverzije v navadne delnice.

Pri čemer lahko ima prednostna delnica samo po eno lastnost ali pa združuje posamezna prednostna delnica tudi več lastnosti. Prav te specifične značilnosti prednostnih delnic pa predstavljajo glavni problem pri vrednotenju takšnih vrst delnic, saj je določitev zahtevane donosnosti močno odvisna od pravic, ki jih prinaša delnica.

Če poenostavimo, je vrednost prednostne delnice, ki nima drugih lastnosti navadnih delnic, enaka sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih z zahtevano stopnjo donosa. Višje kot je tveganje, ki ga ima investicija v takšne delnice, višja je zahtevana donosnost.

Prednostne delnice se lahko podobno kot navadne delnice vrednoti s tržnim pristopom in prihodkovnim pristopom (Miller, 1995, str. 245). Pri čemer se pri tržnem pristopu primerja prednostne delnice, katerih vrednost se poskuša oceniti, s podobnimi prednostnimi delnicami, katere kotirajo na organiziranih trgih. Pri prihodkovnem pristopu vrednotenja prednostnih delnic pa gre za dividendno diskontni model, ki je bil predstavljen v poglavju 4.1.1., s katerim se poskuša oceniti vsoto sedanjih vrednost dividend, ki jih prinaša prednostna delnica in sedanje vrednosti glavnice.

7.3.1.1 Tržna metoda – primerljive transakcije

Pri oceni vrednosti prednostnih delnic Banke Celje sta bila uporabljena tako tržna metoda kot dividendno diskontni model. Poleg tega pa se je pri oceni vrednosti uporabilo tudi ceno, katero so bili pripravljene obstoječi delničarji Banke Celje za lastne prednostne delnice, katere je na podlagi razpisa prodala sama Banka Celje. Razpis je bil objavljen v oktobru 2005, konec novembra istega leta pa je banka objavila, da je prodala 21.420 lastnih prednostnih delnic, kar predstavlja 5,07 % delež v osnovnem kapitalu banke, po skupni vrednosti 1.747.994.678,00 SIT. Kar pomeni, da so bili obstoječi delničarji, ki so odkupili delnice, pripravljene plačati za posamezno prednostno delnico 81.606 SIT.

7.3.1.2 Tržna metoda – delnice primerljivih podjetij, s katerimi se organizirano trguje

Ocena vrednosti na podlagi tržne metode temelji na edini bančni prednostni delnici, s katero se v Sloveniji trguje na organiziranem trgu, in sicer gre za prednostne delnice Probanke. Kot je bilo navedeno že v poglavju 4.2., povsem primerljivih podjetij oziroma v tem primeru povsem primerljivih bank ponavadi ni. Še posebej je težavna uporaba tržne metode pri oceni vrednosti prednostnih delnic, saj se poleg razlik med podjetij v tem primeru pojavljajo tudi razlike med lastnostmi samih prednostnih delnic, kar zahteva dodatne prilagoditve ocen vrednosti. Naslednja težava pa je, da se na organiziranih trgih trguje z neprimerljivo manjšim številom prednostnimi delnicami, kot če se odločimo za uporabo tržne metode pri oceni vrednosti navadnih delnic. Pri samih prednostnih delnicah Probanke gre za delnice, katere imajo podobne lastnosti kot prednostne delnice Banke Celje, le minimalna dividenda, ki pripada prednostnim delnicam Probanke, znaša 3 % od knjigovodske vrednosti delnic. Pri oceni vrednosti prednostne delnice Banke Celje na podlagi tržne metode se nismo odločili za uporabo cele vrste mnogokratnikov, katere je mogoče uporabiti pri tej metodi, ampak samo za multiplikator knjigovodske vrednosti, ki je v primeru bank najpogosteje uporabljen multiplikator. Knjigovodska vrednost delnice Probanke je konec leta 2004 znašala 5966 SIT, medtem ko je znašal povprečni tečaj prednostnih delnic Probanke na Ljubljanski borzi v obdobju od 1.1.2005 do 8.12.2005 6479 SIT, kar pomeni, da znaša multiplikator knjigovodske vrednosti 1,09. Če pomnožimo tako ocenjeni multiplikator s 64.899 SIT,

kolikor je znašala knjigovodska vrednost delnice Banke Celje konec leta 2004, dobimo oceno vrednosti prednostne delnice Banke Celje na podlagi tržne metode, in sicer v višini 70.470 SIT. Poleg splošnih pomanjkljivosti, ki veljajo za tržno metodo vrednotenja vseh prednostnih delnic, je potrebno izpostaviti specifične pomanjkljivosti, ki pridejo še bolj do izraza, ker ocena ne temelji na primerjavi z več bankami, ampak samo s Probanko. Že sami banki, se pravi Probanka in Banka Celje, medsebojno nista povsem neprimerljivi, kar se tiče poslovanja in velikosti, in bi bilo za natančnejšo oceno potrebno upoštevati tudi te razlike med bankama. Poleg tega je potrebno povedati tudi, da je likvidnost prednostnih delnic Probanke kljub temu, da so uvrščene v borzno kotacijo Ljubljanske borze, nizka.

7.3.1.3 Metoda prostih denarnih tokov - dividendno diskontni model

Iz enačbe 3 je razvidno, da sta bistveni spremenljivki, ki vplivata na oceno vrednosti delnice na podlagi dividendno diskontnega modela, diskontna stopnja in pričakovana dividenda na delnico. Pri vrednotenju prednostnih delnic na podlagi dividendno diskontnega modela pa je bistvena določitev zahtevane stopnje donosa, saj prednostna delnica ponavadi prinaša nek vnaprej znan denarni tok. Dividendna stopnja pri prednostnih delnicah je največkrat fiksna, v redkih primerih pa spremenljiva. Pri čemer gre tudi v drugem primeru za prilagoditve v nekem znanem okviru in vezavo na splošno višino obrestnih mer.

Kot je bilo že navedeno, imajo prednostne delnice Banke Celje pravico do prednostnega izplačila fiksne dividende v višini najmanj 6 % nominalne vrednosti delnice, vendar je dividenda v obdobju 2000-2004 vselej občutno presegla najnižjo zajamčeno fiksno dividendo.

Tabela 9: Izplačane dividende na delnico Banka Celje v obdobju 2000-2004 in kazalniki povezani z višino izplačanih dividend

	2000	2001	2002	2003	2004
Bruto dividenda na delnico	2.184 SIT	3.000 SIT	3.270 SIT	3.455 SIT	3.600 SIT
Delež čistega poslovnega izida, izplačan v obliki dividend	48,99%	57,07%	54,91%	55,48%	55,74%
Rast dividend	31,44%	37,36%	9,00%	5,66%	4,20%
Inflacija		8,40%	7,50%	5,60%	3,50%

Vir: Lastni izračuni

Iz zgornje tabele je razvidno, da se je stopnja rasti dividend v zadnjih letih močno znižala, a kljub temu ohranjala realno rast, saj je v obdobju 2000-2004 vselej presegala stopnjo inflacije v Sloveniji. Prav tako pa je iz zgornje tabele razvidno tudi, da se je v zadnjih letih delež čistega poslovnega izida, izplačanega v obliki dividend, ustalil pri vrednosti 55 %. Pri vrednotenju prednostnih delnic na podlagi dividendno diskontnega modela smo uporabili večstopenjski model, kar je v skladu z metodologijo vrednotenja navadnih delnic Banke Celje na podlagi metode prostih denarnih tokov, katera je podrobneje predstavljena v poglavju 7.3.4.2. Pri napovedovanju prihodnjih dividend delnic Banke Celje se je izhajalo iz ocenjenega čistega poslovnega izida (priloga H in priloga G) v poglavju 7.3.4.6. ter sledečih predpostavk. In sicer, da bo dividenda na delnico Banke Celje tudi v prihodnje presegala najnižjo zajamčeno fiksno dividendo. Druga predpostavka je bila, da bo bruto dividenda ohranjala realno rast, kar pomeni, da bo višja od inflacije. To je tudi eden izmed poslovnih ciljev za leto 2005 (Letno poročilo Banke Celje, 2004, str. 13). Ključna predpostavka za oceno pa je, da se bo delež čistega poslovnega izida, izplačanega v obliki dividend prednostnim delnicam, v obdobju nadpovprečne rasti počasi zniževal in se do leta 2009 približal 50 %.

Tabela 10: Napoved dividend na delnico Banke Celje za obdobje 2005-2009 in napoved rasti izplačanih dividend

	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009
Bruto dividenda na delnico	4.350 SIT	4.870 SIT	5.430 SIT	6.050 SIT	6.720 SIT
Delež čistega poslovnega izida, izplačan v obliki dividend	55,00%	54,00%	53,00%	52,00%	51,00%
Rast dividend	20,83%	11,95%	11,50%	11,42%	11,07%

Vir: Lastni izračuni

Iz poglavja 7.3.4.2 izhaja, da se za Banko Celje po letu 2009 predvideva obdobje padanja stopenj rasti bilančne vsote, kar pa ne bo imelo bistvenega vpliva na višino izplačanih dividend. Te bodo morale tudi v tem obdobju ohranjati realno rast oziroma presežati inflacijo, delež izplačanega čistega poslovnega izida v obliki dividend pa se bo ohranil na nivoju 50 %.

Tabela 11: Napoved dividend na delnico Banke Celje za obdobje 2010-2014 in napoved rasti izplačanih dividend

	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012	Napoved 2013	Napoved 2014
Bruto dividenda na delnico	7.260 SIT	7.850 SIT	8.400 SIT	8.910 SIT	9.370 SIT
Delež čistega poslovnega izida, izplačan v obliki dividend	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Rast dividend	8,04%	8,13%	7,01%	6,07%	5,16%

Vir: Lastni izračuni

Najpomembnejši dejavnik pri vrednotenju prednostnih delnic je izbor zahtevane stopnje donosa (Miller, 1995, str. 51), katero se najpogosteje ocenjuje na podlagi analize trenutnih zahtevanih stopenj donosa za podobne vrste prednostnih delnic, s katerimi se trguje na organiziranem trgu. Zahtevana stopnja donosa namreč odraža dividendno donosnost delnice, trenutno tržno ceno delnice in investitorjeva pričakovanja glede prihodnje uspešnosti in rasti izdajatelja. Podobnost prednostnih delnic se ugotavlja s primerjavo bistvenih lastnosti oziroma pravic, ki jih nosijo posamezne prednostne delnice in so bile navedene v poglavju 7.3.1. Razlika v teh lastnostih lahko ima pomemben vpliv na višino zahtevane stopnje donosa.

Pri oceni zahtevne stopnje donosa prednostnih delnic Banke Celje smo izhajali iz zahtevane stopnje donosa prednostnih delnic Probanke, ki so edine bančne delnice v Sloveniji, s katerimi se trguje na organiziranem trgu in so po lastnostih primerljive s prednostnimi delnicami Banke Celje, kot je bilo ugotovljeno že v poglavju 7.3.1.2. Zahtevana stopnja donosa za prednostne delnice Probanke je bila izračunana na podlagi razmerja med dividendo za leto 2004 v višini 310 SIT in povprečnim tečajem prednostne delnice Probanke za obdobje od objave predvidene dividende do presečnega datuma, ki je še prinašal predlagano dividendo. Povprečni tečaj za delnico je znašal v tem obdobju 6544,5 SIT, kar pomeni, da je bila zahtevana stopnja donosa za prednostno delnico Probanke 4,73 %.

Z vnosom planiranih bruto dividend za obdobje nadpovprečne rasti iz tabele 10, planiranih bruto dividend za obdobje padanja rasti iz tabele 11, zahtevane stopnje donosa v višini 4,73 % ter pričakovane 3,5 % stopnje rasti dividend v obdobju stabilne rasti v enačbo 6, dobimo oceno vrednosti prednostne delnice Banke Celje na podlagi tristopenjskega dividendno diskontnega modela, ki znaša 123.768 SIT.

7.3.1.4 Ponderirana ocena vrednosti prednostnega lastniškega kapitala

Ocena vrednosti prednostnega lastniškega kapitala Banke Celje, katero bomo upoštevali pri oceni vrednosti navadnega lastniškega kapitala, je bila izračunana na podlagi ponderiranja vseh treh ocen vrednosti, ki so bile dobljene s tržno metodo primerljivih transakcij, tržno metodo delnic primerljivih podjetij, s katerimi se trguje na organiziranih trgih, in dividendo diskontnim modelom. Pri izračunu ponderirane ocene vrednosti so bile uporabljene različne uteži, s katerimi se je dalo zaradi težav pri pridobivanju podatkov o primerljivih transakcijah in primerljivih javnih podjetjih, največjo težo oceni vrednosti na podlagi dividendno diskontnega modela.

Tabela 12: Izračun ponderirane ocene vrednosti prednostnega lastniškega kapitala Banke Celje

	Utež	Prednostna delnica (v SIT)	Prednostni lastniški kapital
Ocena vrednosti na podlagi metode primerljivih transakcij	0,1667	81.606 SIT	6.889.482
Ocena vrednosti na podlagi metode javnih podjetij	0,1667	70.470 SIT	5.949.359
Ocena vrednosti na podlagi dividendo diskontnega modela	0,6667	123.768 SIT	10.448.975
Ponderirana ocena vrednosti		107.858 SIT	9.105.790

Vir: Lastni izračuni

Ocene vrednosti prednostnega lastniškega kapitala so izračunane tako, da je ocena vrednosti delnice pomnožena s številom prednostnih delnic, pri čemer ima banka skupno izdanih 84.424 prednostnih delnic.

7.3.2 Tržni pristop - metoda primerljivih podjetij, s katerih delnicami se organizirano trguje

S to metodo se ocenjuje vrednost navadnega lastniškega kapitala na podlagi izbranih večkratnikov: Tržna vrednost lastniškega kapitala (TV) / Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala (KV), Tržna vrednost lastniškega kapitala / Celotna sredstva, Tržna vrednost lastniškega kapitala / Depoziti strank, Tržna vrednost lastniškega kapitala / Krediti strankam in Tržna vrednost lastniškega kapitala / Poslovni izid pred davki, katerih srednja vrednost je bila izračunana iz vzorca primerljivih bank, z delnicami katerih se trguje na organiziranem trgu kapitala. V primeru Banke Celje je bil vzorec referenčnih bank izbran na podlagi podatka, ali se z delnicami banke javno trguje na mednarodnih trgih in ali se banka ukvarja s podobnimi finančnimi storitvami kot Banka Celje in na katerih trgih je prisotna.

V vzorec so bile izbrane 3 velike banke, 6 srednjih bank in 3 manjše banke iz centralne in vzhodne Evrope, za katere so bili izračunani tudi izbrani finančni kazalniki za leto 2004, ki so se primerjali z vrednostmi Banke Celje za potrditev ustreznosti izbranega vzorca (priloga C).

Na podlagi borznih tečajev delnic izbranih bank na 31.12.2004 in njihovih finančnih izkazov za leto 2004 so bili izračunani izbrani večkratniki tržne vrednosti lastniškega kapitala za vzorec bank, katerih vrednosti so prikazane v prilogi D.

Iz priloge D je razvidno, da je bila za vsak izbran večkratnik tržne vrednosti izračunana srednja vrednost, ki je v tabeli 13 prilagojena za razliko, ki izhaja iz državnega tveganja Banke Celje in izbranih bank, ter za razliko, ki izhaja iz velikosti Banke Celje in izbranih bank, s čemer je bil izničen vpliv različnega državnega tveganja in različnih velikosti med izbranimi bankami. Prilagojene srednje vrednosti so bile pomnožene z relevantnimi

finančnimi indikatorji Banke Celje (knjigovodska vrednost kapitala, celotna sredstva, depoziti strank, krediti strankam, poslovni izid pred davki), kateri izhajajo iz izkazov za leto 2004 in predstavljajo osnovo za oceno vrednost manjšinskega lastniškega kapitala na tržni osnovi. Kar pomeni, da je bilo potrebno upoštevati pri izračunu vrednosti večinskega lastniškega kapitala na netržni osnovi še 21,3 % kontrolno premijo in 10 % diskont za netržnost, ki sta bila določena v poglavju 7.3. ter oceno vrednosti prednostnega lastniškega kapitala iz poglavja 7.3.1.4.

Tabela 13: Ocena poštene vrednosti kontrolnega deleža navadnega lastniškega kapitala Banke Celje na netržni osnovi na 31.12.2004, ki temelji na primerljivih bankah

v 000 SIT

		KV ¹³	Celotna Sredstva	Depoziti strank	Kreditni strankam	Poslovni izid pred davki
1.	Vrednost indikatorja BC¹⁴	27.395.221	361.317.302	209.324.037	203.097.348	4.239.664
	Večkratnik tržne vrednosti kapitala	TVK¹⁵/KV	TVK/ Celotna Sredstva	TVK/ Depoziti strank	TVK/ Kreditni strankam	TVK/ Poslovni izid pred davki
2.	Multiplikator (Priloga D)	1,87	0,20	0,31	0,52	10,71
3.	Prilagoditev	(0,23)	(0,03)	(0,04)	(0,07)	(1,34)
4.=2.+3.	Vrednost multiplikatorja	1,64	0,18	0,27	0,46	9,37
5.=1.*4.	Vrednost manjšinskega deleža lastniškega kapitala na tržni osnovi	44.801.464	64.312.848	56.451.616	93.156.804	39.709.741
6.	Ocena vrednosti prednostnega lastniškega kapitala	9.105.790	9.105.790	9.105.790	9.105.790	9.105.790
7.=5.-6.	Vrednost manjšinskega deleža navadnega lastniškega kapitala na tržni osnovi	35.695.673	55.207.057	47.345.826	84.051.013	30.603.951
8.=7.*21,3%	Kontrolna premija v višini 21,3%	7.603.178	11.759.103	10.084.661	17.902.866	6.518.641
9.=7.+8.	Vrednost večinskega deleža lastniškega kapitala na tržni osnovi	43.298.852	66.966.161	57.430.487	101.953.879	37.122.592
10.=9.*10,0%	Diskont za pomanjkanje tržnosti v višini 10%	4.329.885	6.696.616	5.743.049	10.195.388	3.712.259
11.=9.-10.	Ocena poštene vrednosti večinskega deleža lastniškega kapitala na netržni osnovi	38.968.967	60.269.545	51.687.438	91.758.491	33.410.333

Vir: Priloga D, lastni izračuni.

7.3.3 Tržni pristop – transakcijska metoda

S to metodo se ocenjuje vrednost lastniškega kapitala banke na podlagi cen, ki so bile plačane v preteklosti za primerljive banke. Metoda prav tako zahteva izbor transakcij s primerljivimi delnicami. Za potrebe vrednotenja Banke Celje so bile s to metodo analizirane transakcije, v katerih so se prevzemali kontrolni in manjšinski deleži v srednjih in manjših poslovnih bankah v centralni in vzhodni Evropi ter Sloveniji. V Sloveniji so se do sedaj zgodile samo 4 transakcije z bankami, katere imajo svoje specifične in niso povsem primerljive z Banko Celje. Kljub temu dejstvu in majhnosti vzorca transakcij pa bodo potencialni investitorji pri ocenjevanju prevzemne cene za katerokoli slovensko banko na podlagi transakcijske metode vedno primerjali tudi cene, ki so bile dosežene s transakcijami v preteklosti.

Med transakcijami v centralni in vzhodni Evropi je bilo izbranih 14 transakcij. Za ciljne banke (tarče prevzema) so bili na podlagi zadnjih razpoložljivih izkazov poslovanja pred

¹³ KV – knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

¹⁴ BC – Banka Celje d.d.

¹⁵ TKV – tržna vrednost lastniškega kapitala

prevzemno ponudbo izračunani tudi izbrani finančni kazalniki, ki so se primerjali z vrednostmi Banke Celje, za potrditev ustreznosti izbranega vzorca (priloga E).

Na podlagi zadnjih finančnih izkazov pred prevzemno ponudbo in kasnejše prevzemne cene so bili za izbrane banke izračunani isti večkratniki kot v poglavju 7.3.2. Njihove vrednosti so prikazane v prilogi F.

V tabeli 14 je razvidno, da je bila srednja vrednost vsakega izbranega večkratnika tržne vrednosti iz priloge F prilagojena za razliko, ki izhaja iz državnega tveganja Banke Celje in izbranih bank, ter za razliko, ki izhaja iz velikosti Banke Celje in izbranih bank. Prilagojene srednje vrednosti so bile pomnožene z relevantnimi finančnimi indikatorji Banke Celje, ki izhajajo iz izkazov za leto 2004 in predstavljajo oceno vrednost večinskega lastniškega kapitala na netržni osnovi. Pri večini analiziranih transakcij iz priloge F je šlo za ponudbe za odkup večinskega deleža, kar pomeni, da ocenjeni vrednosti ni bilo potrebno dodati kontrolne premije. Prav tako se za omenjene transakcije predvideva, da že upoštevajo diskont za netržnost, zaradi česar tudi iz tega naslova niso bili potrebni dodatni popravki ocenjenih vrednosti.

Tabela 14: Ocena poštene vrednosti kontrolnega deleža lastniškega kapitala Banke Celje na netržni osnovi na 31.12.2004, ki temelji na primerljivih transakcij v centralni in vzhodni Evropi

v 000 SIT						
		KV ¹⁶	Celotna Sredstva	Depoziti strank	Kreditni strankam	Poslovni izid pred davki
1.	Vrednost indikatorja BC¹⁷	27.395.221	361.317.302	209.324.037	203.097.348	4.239.664
	Večkratnik tržne vrednosti kapitala	TVK¹⁸/KV	TVK/ Celotna Sredstva	TVK/ Depoziti strank	TVK/ Kreditni strankam	TVK/ Poslovni izid pred davki
2.	Multiplikator (Priloga F)	2,34	0,19	0,27	0,47	14,75
3.	Prilagoditev	(0,13)	(0,01)	(0,01)	(0,03)	(0,80)
4.=2.+3.	Vrednost multiplikatorja	2,22	0,18	0,26	0,44	13,95
5.=1.*4.	Vrednost večinskega deleža lastniškega kapitala na netržni osnovi	60.724.886	63.820.550	53.594.617	90.362.317	59.136.069
6.	Ocena vrednosti prednostnega lastniškega kapitala	9.105.790	9.105.790	9.105.790	9.105.790	9.105.790
7.=5.-6.	Ocena poštene vrednosti večinskega deleža lastniškega kapitala na netržni osnovi	51.619.096	54.714.760	44.488.827	81.256.527	50.030.279

Vir: Priloga F, lastni izračuni.

Enako metodo izračuna poštene vrednosti kontrolnega deleža lastniškega kapitala Banke Celje na netržni osnovi, kot je bila uporabljena na podlagi izbranih prevzemov v centralni in vzhodni Evropi, lahko uporabimo tudi za 4 transakcije, ki so se zgodile v Sloveniji. Vzorec transakcij v Sloveniji je majhen, vendar služi kot primerjava pri končni oceni vrednosti.

¹⁶ KV – knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

¹⁷ BC – Banka Celje d.d.

¹⁸ TVK – tržna vrednost lastniškega kapitala

Tabela 15: Izbrani kazalniki za banke v Sloveniji in njihove vrednosti pred prevzemno ponudbo

Ciljna banka	Velikost sredstev glede na BC ¹⁹	Pridobljeni delež	ROA pred davki	ROE pred davki	Neto obrestna marža	Rezervacije/ Celotni krediti	Kapital/ Sredstva
SKB	1,0	96,5%	0,1%	1,0%	3,0%	1,5%	8,4%
Banka Koper	0,7	62,1%	1,5%	14,6%	3,8%	4,2%	9,5%
Krekova banka	0,2	97,04%	0,8%	8,5%	5,3%	2,2%	9,7%
NLB	4,0	34,0%	1,1%	13,3%	3,2%	3,5%	7,6%
Povprečna vrednost	1,5	72,4%	0,9%	9,3%	3,8%	2,9%	8,8%
Srednja vrednost	0,9	79,3%	0,9%	10,9%	3,5%	2,9%	8,9%
Banka Celje	1,0	-	1,2%	15,9%	3,6%	3,0%	7,6%

Vir: Lastni izračuni

Na podlagi zadnjih finančnih izkazov pred ponudbo za odkup in kasnejše odkupne cene so bili za vse štiri transakcije izračunani večkratniki tržne vrednosti in njihova povprečna ter srednja vrednost (tabela 16).

Tabela 16: Izbrani večkratniki prevzemne vrednosti za banke v Sloveniji

Banka	TVK ²⁰ (000 EUR)	TVK/ KV ²¹	TVK/ Celotna Sredstva	TVK/ Depoziti strank	TVK/ Krediti strankam	TVK/ Poslovni izid pred davki
SKB	148.200	1,18	0,10	0,16	0,19	133,07
Banka Koper	242.831	2,35	0,22	0,29	0,46	16,70
Krekova banka	54.500	1,66	0,16	0,19	0,29	20,47
NLB	1.259.458	2,74	0,21	0,29	0,45	23,64
Povprečna vrednost	426.247	1,98	0,17	0,23	0,35	48,47
Srednja vrednost	195.516	1,98	0,18	0,24	0,37	22,06

Vir: Lastni izračuni

Večkratniki tržne vrednosti iz tabele 17 so bili prilagojeni samo za razliko, ki izhaja iz velikosti Banke Celje in izbranih bank, medtem ko prilagoditev za državno tveganje v tem primeru ni bila potrebna. Prilagojene srednje vrednosti so bile v tabeli 17 pomnožene z relevantnimi finančnimi indikatorji Banke Celje, ki izhajajo iz izkazov za leto 2004 in zmnožki predstavljajo oceno vrednost večinskega lastniškega kapitala na netržni osnovi. Pri transakcijah z deleži slovenskih bank je šlo za ponudbe, ki so že upoštevale kontrolo premijo. Prav tako se za omenjene transakcije predvideva, da že upoštevajo diskont za netržnost, zaradi česar tudi iz tega naslova niso bili potrebni dodatni popravki ocenjenih vrednosti.

²⁰ TVK – tržna vrednost lastniškega kapitala

²¹ KV – knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

Tabela 17: Ocena poštene vrednosti kontrolnega deleža lastniškega kapitala Banke Celje na netržni osnovi na 31.12.2004, ki temelji na transakcijah z bankami v Sloveniji

v 000 SIT

	KV ²²	Celotna Sredstva	Depoziti strank	Kreditni strankam	Poslovni izid pred davki
1. Vrednost indikatorja BC ²³	27.395.221	361.317.302	209.324.037	203.097.348	4.239.664
Večkratnik tržne vrednosti kapitala	TVK²⁴/KV	TVK/ Celotna Sredstva	TVK/ Depoziti strank	TVK/ Kreditni strankam	TVK/ Poslovni izid pred davki
2. Multiplikator	1,98	0,18	0,24	0,37	22,06
3. Prilagoditev	(0,08)	(0,01)	(0,01)	(0,02)	(0,93)
4.=2.+3. Vrednost multiplikatorja	1,90	0,18	0,23	0,36	21,13
5.=1.*4. Vrednost večinskega deleža lastniškega kapitala na netržni osnovi	52.009.204	63.807.277	48.509.349	72.425.956	89.564.789
6. Ocena vrednosti prednostnega lastniškega kapitala	9.105.790	9.105.790	9.105.790	9.105.790	9.105.790
7.=5.-6. Ocena poštene vrednosti večinskega deleža lastniškega kapitala na netržni osnovi	42.903.414	54.701.486	39.403.559	63.320.166	80.458.998

Vir: Lastni izračuni

7.3.4 Metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu

Proces vrednotenja na podlagi prostih denarnih tokov bo izveden na podlagi modela, ki ga uporabljamo za vrednotenje banke in temelji na prostih denarnih tokovih lastniškemu kapitalu in je teoretično predstavljen v poglavju 4.1.2. Cilj vrednotenja je ocena vrednosti kontrolnega deleža navadnega lastniškega kapitala.

7.3.4.1 Metodologija ocene prostih denarnih tokov

Metodologija prostih denarnih tokov temelji na predpostavki, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti prihodnjih ekonomskih dobičkov, ki pripadajo lastnikom podjetja.

Bodoče denarne tokove bomo napovedovali za nekaj let naprej, pri čemer bo to obdobje eksplicitne napovedi razdeljeno na dve podobdobji, in sicer na obdobje nadpovprečne rasti bilančne vsote in na obdobje, za katerega se predvideva, da bo od neke časovne točke dalje stopnja rasti bilančne vsote začela padati in se ustalila pri neki normalni stopnji rasti, s katero je določena t. i. preostala vrednost banke.

Zelo verjetno je, da bo po koncu obdobja nadpovprečne rasti bilančne vsote, ki objektivno gledano ne more biti daljši od pet, največ sedem let, tudi stopnja rasti napovedanega denarnega toka, ki izhaja iz izkazov poslovanja, še vedno previsoka, da bi jo lahko smatrali za neko normalno stopnjo rasti. V primeru, da bi takoj za obdobjem napovedane nadpovprečne rasti bilančne vsote predpostavljali normalno stopnjo rasti, v vrednotenju ne bi zajeli vsega potrebnega denarnega toka, tako da bi vrednost delnice bila prenizko ocenjena.

Zaradi postopnega prilaganja temeljnih predpostavk modela povprečnim vrednostim, ki so značilne za razvite srednje velike banke v zahodnih državah EU, se bo tudi stopnja rasti denarnega toka po obdobju nadpovprečne rasti postopno zniževala in prilagajala ocenjeni

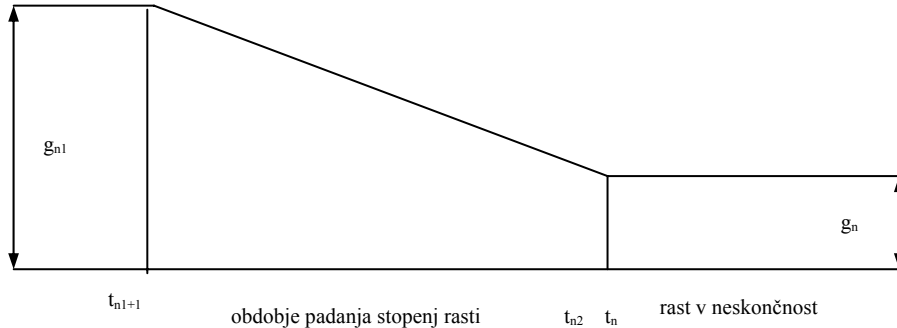
²² KV – knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

²³ BC – Banka Celje d.d.

²⁴ TVC – tržna vrednost lastniškega kapitala

normalni stopnji rasti. V sliki 2 je predstavljena grafična shema padanja stopnje rasti denarnega toka.

Slika 2: Grafična shema padanja stopnje rasti denarnega toka



Vir: Elton et al., 2003, str. 455.

kjer je:

- g_{n1} - stopnja rasti denarnega toka v zadnjem letu eksplicitne napovedi (obdobje t_{n1}),
- t_{n1+1} - leto, v katerem začne stopnja rasti denarnega toka postopoma padati,
- t_{n2} - leto prej, ko se rast denarnega toka ustali pri normalni stopnji rasti,
- t_n - prvo leto normalne stopnje rasti, ki je enaka t_{n2+1} ,
- g_n - normalna stopnja rasti.

Izračun vrednosti lastniškega kapitala banke na podlagi več obdobj z različnimi dinamikami rasti, ki bodo postopno pripeljala do normalne stopnje rasti, je podan v tabeli 18.

Tabela 18: Izračun vrednosti lastniškega kapitala

	Sedanja vrednost denarnih tokov za obdobje nadpovprečne rasti
+	Sedanja vrednost denarnih tokov za obdobje padanja stopnje rasti
+	Sedanja vrednost preostale vrednosti lastniškega kapitala
=	Vrednost lastniškega kapitala banke

Vir: Lastni izračuni

Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE) iz tabele 4 lahko prilagodimo tako, da iz enačbe izločimo spremembe v čistem obratnem kapitalu in neto spremembo v dolgu. Gibljiva sredstva, kot so zaloge in terjatve iz poslovanja, namreč predstavljajo relativno zanemarljiv delež v bilančni vsoti, zaradi česar lahko poenostavimo enačbo prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu z izločitvijo spremembe v čistem obratnem kapitalu (Koch, 1995, str. 920). Tako poenostavljeni denarni tok lastniškemu kapitalu je potrebno zmanjšati še za znesek potrebnega povečanja lastniškega kapitala zaradi ohranjanja kapitalske ustreznosti banke (tabela 19).

Tabela 19: Bankam prilagojena enačba prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu

Čisti poslovni izid
- (Kapitalski izdatki – Amortizacija)
- Potrebno povečanje lastniškega kapitala
- Prednostne dividende
= Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE)

Vir: Lastni izračuni

Kljub temu pa je tako poenostavljena definicija prostega denarnega toka zadostna za njegovo kvaliteto. Na primer Miller (1995, str. 190) smatra že razliko čistega poslovnega izida in potrebnega povečanja lastniškega kapitala za zadostno mero za oceno razpoložljivega prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu. Ta enačba je primerna tudi za izračun potencialnih dividend, saj se prosti denarni tok Banke Celje navadnemu lastniškemu kapitalu lahko smatra tudi kot potencialne dividende navadnim delničarjem, ki bi jih banka lahko izplačala.

7.3.4.2 Prilagoditev izkaza poslovnega izida

Za eksplicitno napoved prostega denarnega toka je bilo potrebno preurediti izkaz poslovnega izida banke v poenostavljeno obliko, ki je bolj primerna za napovedovanje in je predstavljena v tabeli 20 na naslednji strani.

Neto obrestni prihodki predstavljajo razliko med prihodki od obresti in odhodki za obresti in jih ocenimo na podlagi predvidene obrestne marže. **Obrestna marža** je definirana kot razmerje med neto obrestnimi prihodki in bilančno vsoto banke, tako da velikost neto obrestnih prihodkov izračunamo kot zmnožek med obrestno maržo in bilančno vsoto.

Neto neobrestne prihodke predstavljajo neto prihodki iz vrednostnih papirjev, čiste provizije, čisti poslovni izid iz finančnih poslov in drugi čisti poslovni izid iz poslovanja. Vsota neto obrestnih prihodkov in neto neobrestnih prihodkov predstavlja **celotne prihodke banke**.

Splošni upravni stroški so sestavljeni iz stroškov dela in drugih upravnih stroškov, natančno stroškov materiala in stroškov storitev.

Tabela 20: Preurejen izkaz poslovnega izida za napovedovanje čistega poslovnega izida

Neto obrestni prihodki
+ Neto neobrestni prihodki
= Neto celotni prihodki
- Splošni upravni stroški
- Amortizacija
- Neto odhodki za oblikovanje rezervacij
= Čisti poslovni izid iz rednega delovanja
+/- Poslovni izid zunaj rednega delovanja
= Celotni poslovni izid
- Davki
= ČISTI POSLOVNI IZID

Vir: Miller, 1995, str. 193-195

Neto rezervacije oziroma neto odhodki za oblikovanje rezervacij so izračunani v skladu s tabelo 21.

Tabela 21: Izračun neto rezervacij

Odpisi neizterljivih kreditov in terjatev
+ Odhodki za oblikovanje dolgoročnih rezervacij
+ Odhodki za oblikovanje posebnih rezervacij
+ Odhodki za rezervacije za splošna bančna tveganja
- Prihodki iz odpisanih kreditov in terjatev
- Prihodki iz ukinjenih dolgoročnih rezervacij
- Prihodki iz ukinjenih rezervacij za splošna bančna tveganja iz izkaza poslovnega izida
= Neto rezervacije

Vir: Metodologija za izračun kazalcev, str. 2

Čisti poslovni izid iz rednega delovanja predstavlja razliko med celotnimi prihodki in celotnimi odhodki. Če k njemu prištejemo še poslovni izid zunaj rednega delovanja, dobimo **celotni poslovni izid**.

Od celotnega poslovnega izida odštejemo **davke**, ki jih je v preteklosti sestavljal davek na dobiček in posebni davek na bilančno vsoto, ter končno dobimo **čisti poslovni izid**, iz katerega izhajamo pri določanju prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu.

7.3.4.3 Potrebne predpostavke pri napovedi čistega poslovnega izida

Za napoved čistega poslovnega izida v skladu s prej predstavljeno shemo preurejenega izkaza poslovnega izida so potrebne najmanj predpostavke prikazane v tabeli 22, katerim smo dodali tudi predvideno velikost bilančne vsote, katera ni napovedana neposredno, ampak prek predvidene stopnje rasti bilančne vsote.

Tabela 22: Seznam predpostavk, potrebnih za napoved čistega poslovnega izida in njihove vrednosti v obdobju 2000-2004 za Banko Celje

	v mrd SIT				
	2000	2001	2002	2003	2004
Bilančna vsota	185.182	224.270	275.658	324.648	361.317
Rast bilančne vsote	18,93%	21,11%	22,91%	17,77%	11,30%
Delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih	11,22%	10,51%	9,00%	8,04%	7,58%
Obrestna marža na poprečno aktivo	2,61%	3,57%	2,75%	3,08%	2,23%
Delež neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih	56,51%	42,98%	49,52%	39,07%	46,64%
Delež splošnih upravnih stroškov v celotnih prihodkih	48,74%	47,23%	49,81%	47,20%	50,21%
Delež amortizacije v celotnih prihodkih	8,23%	7,55%	6,94%	12,63%	8,51%
Delež neto odhodkov za oblikovanje rezervacij v bil. vsoti	1,08%	0,80%	0,82%	0,65%	0,47%
Davčna stopnja	27,74%	26,77%	31,00%	34,09%	35,69%
Število izdanih delnic	422.123	422.123	422.123	422.123	422.123

Vir: Lastni izračuni

V nadaljevanju sledi opis vsake predpostavke posebej, da bosta bolj jasna njen pomen in vpliv na čisti poslovni izid in na denarni tok.

Rast bilančne vsote

Velikost bilančne vsote je osnova celotne napovedi, ker je večina planiranih kategorij v izkazu poslovnega izida odvisna ravno od nje. Bilančna vsota bo ocenjena na podlagi planiranih letnih stopenj rasti, pri čemer se bo izhajalo iz pričakovanj banke za leto 2005 in napovedi glede rasti celotnega bančnega sektorja.

Obrestna marža

Obrestna marža je, kot je bilo že omenjeno, količnik med neto obrestnimi prihodki in bilančno vsoto banke.

Delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih

Delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih je mogoče spremeniti na dva načina, z izdajo novih delnic ali pa iz obstoječega poslovanja (rezerve, zadržani dobički ipd...). Banke morajo zaradi varnosti poslovanja imeti neko določeno višino lastniškega kapitala²⁵, in če jo zagotavljajo na podlagi obstoječega kapitala, vpliva to na velikost denarnega toka lastniškemu kapitalu in s tem na vrednost banke.

Delež neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih

Neobrestni prihodki bodo v bodočnosti predstavljali vedno pomembnejši del celotnih prihodkov, nujnost razvoja dejavnosti, ki jih generirajo, pa bo še akutnejša zaradi zniževanja obrestnih marž.

Delež splošnih upravnih stroškov v celotnih prihodkih

Gibanje splošnih upravnih stroškov se prav tako običajno opisuje z njihovim deležem v celotnih prihodkih. Iz podobnih razlogov kot pri neobrestnih prihodkih bo zmožnost njihovega zniževanja predstavljala ključ do zagotavljanja primernih stopenj donosnosti bank.

Delež amortizacije v bilančni vsoti

Delež amortizacije je v bankah precej konstanten, ker za svoje delovanje ne potrebujejo kakšnega posebnega obsega stalnih sredstev. Ocenjujemo, da je najprimerneje, če jih napovedujemo na podlagi povprečne amortizacijske stopnje in deleža osnovnih sredstev v celotnih sredstvih, kateri se je v preteklih letih počasi zniževal in za katerega predvidevam, da v naslednjih letih precej konstanten.

Delež neto odhodkov za oblikovanje rezervacij v bilančni vsoti

Gibanje neto odhodkov za oblikovanje rezervacij je, kot se je izkazalo, zelo odvisno od gibanja bilančne vsote, zato se nam zdi najprimernejše, da je njihova velikost določena z deležem v bilančni vsoti.

²⁵ Zakonsko so določeni minimumi za obseg jamstvenega kapitala, ki je širša kategorija kot lastniški kapital, kateri je samo njegov sestavni del.

Davčna stopnja

Efektivna davčna stopnja je pri bankah odvisna od davka na dobiček, katerega davčna stopnja trenutno znaša 25 %. Do 31.12.2004 je bil v veljavi Zakon o posebnem davku na bilančno vsoto bank in hranilnic, po katerem so morale banke obračunavati davek na bilančno vsoto, katerega višina je bila odvisna od treh parametrov, in sicer velikosti bilančne vsote, strukture bilančne vsote in davčne stopnje tega davka.

Število izdanih delnic

V kolikor se banka odloči za povečanje lastniškega kapitala z izdajo delnic, to pomeni, da se spremeni prosti denarni tok na posamezno delnico, kar vpliva na vrednost delnice.

7.3.4.4 Preostala vrednost banke

Preostala vrednost je ocenjena na podlagi rastočih prostih denarnih tokov v neskončnost, katerih teoretična podlaga in enačba za izračun je bila podrobneje opisana v poglavju 4.1.3.2 in temelji na Gordonovem modelu. Denarni tok, ki je na razpolago lastnikom banke, je enak razliki med neto čistim poslovnim izidom (ki raste z padajočo stopnjo) in kapitalu, potrebnemu za ohranjanje ciljne kapitalske ustreznosti. Ta dva dejavnika nista direktno povezana, saj je kapital potreben za ohranjanje kapitalske ustreznosti funkcija sprememb v tveganju prilagojene aktive ob predpostavki konstantnega količina kapitalske ustreznosti. Na osnovi analize poslovanja v obdobju padanja stopnje rasti denarnih tokov se je ocenilo tudi nek normaliziran denarni tok pa koncu tega obdobja, ki je bil osnova za izračun preostale vrednosti s pomočjo enačbe preostale vrednosti na podlagi rastočih denarnih tokov lastniškemu kapitalu.

Stopnjo rasti banke v neskončnost imenujemo t. i. normalna stopnja rasti, ki se ponavlja giblje okrog pričakovane rasti bruto domačega proizvoda. Preostalo vrednost ocenimo na podlagi naslednje enačbe, ki izhaja iz enačbe 13:

$$TV = \frac{FCFE_{n2} \times (1 + g_n)}{(r_i - g_n)}, \quad (19)$$

kjer je:

- g_n - normalna stopnja rasti,
- r_i - zahtevana donosnost lastniškega kapitala banke,
- $FCFE_{n2}$ - prosti denarni tok lastniškemu kapitalu v letu t_{n2} .

7.3.4.5 Ocena prostih denarnih tokov za obdobje eksplicitne napovedi

Osnovne predpostavke, na katerih temelji vrednotenje:

- Slovenija pristopi v evro območje v letu 2007.
- Popoln prehod na Mednarodne računovodske standarde v letu 2007.
- Stroški rezervacij se bodo znižali od 15 do 20 % po sprejemu Mednarodnih računovodskih standardov, to je od leta 2007 naprej.

- Opustitev temeljne obrestne mere (TOM) od leta 2007.
- Rastoč obseg finančnih storitev (celotna sredstva bančnega sektorja bodo zrasla približno na 100 % BDP-ja v obdobju do leta 2009).
- Pričakuje se, da se bo izračunavanje količnika kapitalske ustreznosti prilagodilo Mednarodnimi računovodskimi standardom v letu 2007, pri čemer bo minimalni zahtevani količnik kapitalske ustreznosti ostal 8 %. Za količnik kapitalske ustreznosti Banke Celje pa se pričakuje, da se bo počasi zniževal, in sicer proti minimalni vrednosti 8 %.
- Stopnja davka na dobiček se ne bo spreminjala in bo ostala 25 %, medtem ko je bil z letom 2005 odpravljen davek na bilančno vsoto.

Sedanja vrednost prihodnjih prostih denarnih tokov, ki temelji na nekonsolidiranih izkazih, iz katerih so izključeni učinki poslovanja in financiranja povezanih podjetij, to je podjetij v skupini in pridruženih podjetij, predstavlja ocenjeno sedanjo vrednost poslovanja banke, kateri je potrebno prišteti še sedanjo vrednost teh povezanih podjetij kot tudi sedanjo vrednost neoperativnih sredstev banke, če ta obstajajo. V primeru Banke Celje podjetja v skupini predstavljajo zanemarljiv del bilančne vsote skupine, zaradi česar njihov učinek poslovanja ni bil izločen iz poslovnih izkazov banke, prav tako pa za ta podjetja ni bila delana posebna ocena, vrednotena na 31.12.2004, ampak je bil njihov učinek upoštevan neposredno v napovedih poslovanja banke v prihodnosti.

V prejšnjem poglavju so bile opisane predpostavke, ki jih potrebne za pripravo poenostavljene eksplicitne napovedi čistega poslovnega izida, v tabeli 22 pa so izračunane tudi njihove vrednosti za preteklih pet let poslovanja, ki nam poleg napovedi Banke Celje za leto 2005, pričakovanj glede razvoja celotnega bančnega sektorja v Sloveniji in predvidenih gospodarskih gibanj v Sloveniji predstavljajo izhodišče za napoved vrednosti predpostavk v obdobju 2005-2009. Za to obdobje predvidevamo, da se bo nadaljevala nadpovprečna rast bilančne vsote bank in hranilnic, ki je bila prisotna v preteklosti in je razvidna iz tabele 23.

Tabela 23: Povprečna bilančna vsota glede na BDP

	v mio SIT			
	2001	2002	2003	2004
Povprečna bilančna vsota bank in hranilnic	3.505.317	4.217.835	4.841.493	5.364.886
BDP v tekočih cenah	4.761.815	5.314.494	5.747.168	6.191.161
Povprečna bilančna vsota (v %BDP)	73,6	79,4	84,2	86,7

Vir: Banka Slovenije, 2005, str. 42

Nadpovprečna rast bilančne vsote izhaja iz hitrejši rasti obsega finančnih storitev od rasti BDP, zaradi česar se ocenjuje, da bo bilančna vsota bank do leta 2009 dosegla 100 % vrednosti takratnega BDP-ja Slovenije.

V tabeli 24 so zbrane napovedi vrednosti bistvenih spremenljivk vrednotenja Banke Celje, kot se jih pričakuje v obdobju nadpovprečne rasti denarnega toka, v nadaljevanju pa sledi njihova podrobnejša razlaga.

Tabela 24: Predvidena vrednost predpostavk v obdobju 2005-2009²⁶

	v mrd SIT					
	2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009
Bilančna vsota	361.317	401.062	441.168	485.285	533.814	587.195
Rast bilančne vsote	11,30%	11,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih	7,58%	7,50%	7,00%	6,50%	6,00%	5,50%
Obrestna marža na poprečno aktivo	2,23%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Delež neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih	46,56%	46,46%	46,46%	46,46%	46,46%	46,56%
Delež splošnih upravnih stroškov v celotnih prihodkih	50,21%	49,00%	48,00%	47,00%	46,00%	45,00%
Delež amortizacije v celotnih prihodkih	8,51%	8,02%	8,35%	8,35%	8,35%	8,35%
Delež neto odhodkov za oblikovanje rezervacij v bil. vsoti	0,47%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Davčna stopnja	35,69%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Število izdanih delnic	422.123	422.123	422.123	422.123	422.123	422.123

Vir: Lastni izračuni

Rast bilančne vsote

Osnova za napoved rasti bilančne vsote banke so bili pričakovani makroekonomski trendi, dosežene stopnje rasti v preteklosti in napovedi glede poslovanja za samo banko. V banki načrtujejo, da bo obseg poslovanja v letu 2005 porasel za 10 % (Banka Celje, 2005, str.13), kar je v skladu s predpostavko, da bo Banka Celje tudi v obdobju eksplicitne napovedi nadaljevala z rastjo, ki je višja od povprečne stopnje rasti v slovenskem bančnem sektorju.

Pri makroekonomskih trendih sta dominantna dva faktorja, ki imata nasprotni učinek na rast bilančne vsote. Prvi je rast finančnega posredništva, ki ga lahko merimo z deležem kreditov v denarnem agregatu M3 ali z deležem kreditov v bruto domačem proizvodu. Obseg finančnega posredništva v Sloveniji zaostaja glede na primerjavo teh deležev z razvitimi evropskimi državami, saj je bil delež kreditov v BDP konec leta 2003 v Sloveniji 42 %, medtem ko je bil ta delež konec istega obdobja v evro območju 102 % (Bruckbauer et al., 2004, str. 7). Pričakovati je, da bo BDP rasel po višjih stopnjah kot v razvitejših državah EU, z večjo gospodarsko razvitostjo bo večji tudi delež kreditov v izbranih makroekonomskih kategorijah. Tako naj bi po eni oceni v Sloveniji delež kreditov v BDP-ju do leta 2013 zrasel na 65 % iz omenjenih 42 % v letu 2003, kar pomeni rasti v višini 19 mrd EUR (Bruckbauer et al., 2004, str. 7). Navedeno ima izrazito pozitiven vpliv na stopnje rasti, ki jih pričakujemo v prihodnosti, in Banka Celje, kot peta slovenska banka, bo zaradi teh trendov na vsak način povečevala svojo bilančno vsoto, posebej, če bi bila enkrat v Sloveniji sprejeta zakonodaja, ki bi omogočala ponudbo dolgoročnih hipotekarnih kreditov in posledično sekuritizacijo.

Drugi dominantni faktor, ki ima negativni vpliv na rast bilančne vsote, pa je vse ostrejša konkurenca med bankami, ki se je povečala s prihodom tujih bank in z lastniškim vstopom v domače banke.

Obrestna marža

Obrestna marža je odvisna predvsem od obrestnega razmika med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami. V Sloveniji je za leto 2004 opazno nadaljevanje trenda zniževanja izračunanih aktivnih in pasivnih obrestnih mer (aktivne obrestne mere se znižujejo hitreje kot

²⁶ V tabelo smo dodali tudi predvideno velikost bilančne vsote, ki ni napovedana neposredno, ampak prek predvidene stopnje rasti bilančne vsote.

pasivne) in zoževanje obrestnega razmika. V delu aktivnih obrestnih mer so Banke Celje v letu 2004 dosegle znižanje za 1,71 odstotne točke, v delu pasivnih obrestnih mer pa znižanje za 1,4 odstotne točke. Za obrestno maržo se pričakuje, da se bo v prihodnosti še znižala in se ustalila na ravni 2 % (Siatkowski et al., 2004, str. 62), kot je povprečna obrestna marža bank iz zahodne Evrope, ki so občutneje prisotne na trgih srednje in vzhodne Evrope.

Delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih

Visok delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih ponavadi negativno vpliva na donosnost lastniškega kapitala (ROE), po drugi strani pa daje banki možnosti za nadaljnjo rast v smislu obsega sredstev. Na splošno imajo Banke Celje v centralni in srednji Evropi zaenkrat še vedno prenizek vzvod glede na konkurente iz zahodne Evrope. V Sloveniji je to zaenkrat še povezano tudi s kapitalskimi zahtevami, ki jih prepisuje Banka Slovenije. Delež lastniškega kapitala in sredstev zahodnoevropskih bank, ki so prisotne tudi v srednji in vzhodni Evropi, se namreč giblje med 2 % in 7 % (Siatkowski et al., 2004, str. 59), kar pomeni, da se bo ta delež moral zniževati tudi pri Banki Celje. V projekciji je bilo predpostavljeno, da se bo delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih znižal do leta 2009 za dobre 3 %, kar je povezano tako z rastjo obsega sredstev kot z znižanjem potrebnega kapitala po sprejetju Mednarodnih računovodskih standardov v letu 2007.

Delež neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih

Povečevanje deleža neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih je nujno, da se nadomesti izpad prihodka zaradi padanja obrestne marže. Banka Celje daje že sedaj velik poudarek na dejavnosti, ki povečujejo neobrestne prihodke banke, in sicer kartičnem poslovanju ter plačilnemu prometu v domovini in tujini, velik minus pa predstavlja, da banka nima svojega sektorja Investicijskega bančništva. V prihodnosti predvidevamo še bolj ključno vlogo dejavnosti, ki generirajo neobrestne prihodke, zato predvidevamo rast deleža neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih v celotnem obdobju eksplicitne napovedi in tudi v obdobju padanja rasti prostih denarnih tokov. Delež neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih temelji na dveh predpostavkah, in sicer, da se bo delež neto opravnin v povprečni aktivni zaradi izpada prihodkov iz naslova plačilnega prometa s tujino znižal pod 1,2-odstotni delež, kolikor je znašal v obdobju 2003-2004 (Banka Slovenije, 2005, str. 44), ter da se bo iz istega vzroka znižal tudi delež neto opravnin v vseh neobrestnih prihodkih, kar pa ne bo povzročilo bistvene spremembe deleža neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih.

Delež splošnih upravnih stroškov v celotnih prihodkih

Pri napovedi deleža splošnih upravnih stroškov v celotnih neto prihodkih se je izhajalo iz spoznanja, da je v banka še vedno sredi procesa prenove informacijske tehnologije (Letno poročilo, 2004, str. 13) in da so stroški dela še vedno nad povprečjem razvitih bank v starih članicah EU. Stroški dela na povprečno aktivo so v letu 2004 znašali 1,26 %, medtem ko se v študiji bančnega sektorja novih članic EU, navaja podatek, da naj bi za razvite male in srednje Banke Celje v EU ta odstotek znašal 1,1 % oziroma za velike Banke Celje še nekoliko manj, in sicer 0,9 % (Bruckbauer et al., 2004, str. 10). Prav tako tudi vodstvo Banke Celje (Letno poročilo, 2004, str. 13) napoveduje postopno zniževanje števila zaposlenih in predvsem poudarja konkurenčnost zaradi izobraževanja in okrepljenega trženja. Zaradi teh dejstev se ocenjuje, da se bo z rastjo obsega poslovanja delež splošnih upravnih stroškov v neto celotnih prihodkih do leta 2008 še nekoliko znižal, v obdobju padanja rasti denarnega toka pa se bo delež ustalil na 45 % vseh neto celotnih prihodkov.

Delež amortizacije v celotnih prihodkih

Pri deležu amortizacije izhajamo iz obsega stalnih sredstev v celotnih sredstvih, katerih delež se je v preteklih obdobjih počasi zniževal in se je konec leta 2004 približal 2 % in katerega banka ohranja tudi v obdobju napovedi. Amortizacijska stopnja se je zaradi investicij v informacijsko tehnologijo v preteklosti gibala v povprečju v višini 15 % stalnih sredstev, zato se ta vrednost ohranja tudi obdobjih eksplicitne napovedi. Razlog je v tem, da ima banka relativno malo sredstev, ki se amortizirajo, in da jih bo z rastjo bilančne vsote imela zmeraj, gledano relativno na celotno bilančno vsoto.

Delež neto odhodkov za oblikovanje rezervacij v bilančni vsoti

Za delež neto odhodkov za oblikovanje rezervacij v bilančni vsoti predpostavljamo, da se bo ta že v letu 2005 kljub občutni rasti obsega kreditov še znižal. Poleg tega se v naslednjih letih ne pričakuje poslabšanja kreditnega portfelja in drugih naložb banke, saj bo morala banka v skladu z novim baselskim kapitalskim sporazumom posvetiti še več pozornosti upravljanju s tveganji in ustreznim mehanizmom za obvladovanje tveganj. Z letom 2007 bodo vse Banke Celje v Sloveniji prešle na Mednarodne računovodske standarde, po katerih se bo sprostil določen delež sedanjih rezervacij, katere bodo prešle najverjetneje v kapital bank. Sprostitev rezervacij se bo odrazila tudi na kapitalskih ustreznostih bank in posledično tudi na prostih denarnih tokovih, kar je bilo upoštevano tudi v napovedi.

Davčna stopnja

Zaradi odprave posebnega davka na bilančno vsoto bank in hranilnic je v obdobju celotne napovedi upoštevana 25 % efektivna davčna stopnja.

Število izdanih delnic

Predvidevamo, da se število izdanih navadnih in prednostnih delnic v prihodnosti ne bo povečevalo in da se bo kapital Banke Celje povečeval na podlagi generiranih dobičkov in najetja subordiniranih kreditov oziroma izdaje subordiniranih vrednostnih papirjev.

V prilogi G je prikazan pro-forma izkaz poslovnega izida za obdobje nadpovprečne rasti, ki izhaja iz napovedi posameznih postavk za obdobje 2005-2009 v tabeli 25.

Poenostavljeni prosti denarni tok navadnemu lastniškemu kapitalu, ki izhaja iz napovedanega čistega poslovnega izida v prilogi G, je prikazan v tabeli 25.

Tabela 25: Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu za obdobje eksplicitne napovedi

	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009
Čisti poslovni izid	3.337.556	3.810.273	4.327.261	4.909.543	5.565.009
-Povečanje lastniškega kapitala	2.684.444	802.124	661.753	485.285	266.907
Prosti denarni tok LK²⁷	653.111	3.008.149	3.665.508	4.424.258	5.298.102

Vir: Priloga G, lastni izračuni

²⁷ LK – lastniškemu kapitalu

7.3.4.6 Ocena prostih denarnih tokov za obdobje po eksplicitne napovedi

Po koncu eksplicitne napovedi se ne predpostavlja takoj neke normalne stopnje rasti bilančne vsote in s tem povezanega prostega denarnega toka navadnemu lastniškemu kapitalu, ampak zmanjševanje njegovih stopenj rasti, dokler ne padejo na nivo ocenjene normalizirane stopnje.

Razlog je v tem, da se za slovensko gospodarstvo pričakujejo višje stopnje rasti BDP kot npr. v razvitih državah Evropske unije, zato bi lahko prenizka normalna stopnja rasti podcenila vrednost delnice, previsoka pa jo precenila. Zaradi tega je najbolj primerno, da stopnje rasti bilančne vsote in s tem denarnega toka postopoma znižujemo in na ta način najbolj natančno ocenimo vrednost delnice. Za banko smo predvideli petletno obdobje padanja rasti (2010-2014), v katerem se predpostavke, s katerimi napovedujemo čisti poslovni izid, približujejo povprečjem razvitih bank v zahodni Evropi, pri čemer je bistvena predpostavka glede rasti bilančne vsote, za katero predpostavljamo, da bo v končni fazi rasla z enako stopnjo kot BDP Slovenije.

V prilogi H je prikazan pro-forma izkaz poslovnega izida za obdobje padanja prostega denarnega toka, ki izhaja iz napovedi posameznih postavk za obdobje 2010-2014 v tabeli 26.

Tabela 26: Predvidena vrednost predpostavk v obdobju 2010-2014²⁸

	v mrd SIT				
	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012	Napoved 2013	Napoved 2014
Bilančna vsota	634.171	678.563	719.277	755.240	781.674
Rast bilančne vsote	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	3,50%
Delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih	5,00%	4,50%	4,00%	3,50%	3,50%
Obrestna marža na poprečno aktivo	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Delež neobrestnih prihodkov v celotnih prihodkih	46,68%	46,79%	46,90%	47,02%	47,19%
Delež splošnih upravnih stroškov v celotnih prihodkih	45,00%	45,00%	45,00%	45,00%	45,00%
Delež amortizacije v celotnih prihodkih	8,32%	8,31%	8,29%	8,27%	8,25%
Delež neto odhodkov za oblikovanje rezervacij v bil. vsoti	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Davčna stopnja	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Število izdanih delnic	422.123	422.123	422.123	422.123	422.123

Vir: Lastni izračuni

Vrednosti prostega denarnega toka navadnemu lastniškemu kapitalu, ki izhaja iz izkaza poslovnega izida v prilogi H, so prikazane v tabeli 27.

Tabela 27: Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu za obdobje po eksplicitne napovedi

	v 000 SIT				
	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012	Napoved 2013	Napoved 2014
Čisti poslovni izid	6.130.318	6.625.499	7.094.373	7.525.430	7.910.198
-Povečanje lastniškega kapitala	-587.195	-1.173.216	-1.764.263	-2.337.649	925.169
Prosti denarni tok LK²⁹	6.717.513	7.798.715	8.858.637	9.863.079	6.985.029

Vir: Priloga H, lastni izračuni

²⁸ V tabelo smo dodali tudi predvideno velikost bilančne vsote, ki ni napovedana neposredno, ampak prek predvidene stopnje rasti bilančne vsote.

²⁹ LK – lastniškemu kapitalu

7.3.4.7 Normalna stopnja rasti prostega denarnega toka

Stopnjo rasti denarnega toka po letu 2014, ki predstavlja t. i. normalno realno stopnjo rasti, je enaka stopnja rasti, ki se jo predvideva za rast slovenskega BDP in znaša 3,5 %. BDP Slovenije bo moral namreč v prihodnosti rasti z nekoliko višjo stopnjo kot povprečje EU, če želi Slovenija zmanjšati razvojni zaostanek za najrazvitejšimi državami EU.

7.3.4.8 Zahtevana donosnost navadnega lastniškega kapitala

Zahtevana donosnost navadnega lastniškega kapitala je izračunana na podlagi CAPM modela, ki je opisan v poglavju 4.1.3.1. Ena izmed pomembnih značilnosti, za katere pa ni nujno, da jih zajema CAPM pristop, je tako imenovani učinek velikosti (ang: size effect). Potreba po dodatni premiji pri uporabi CAPM pristopa se pojavi, saj delnice majhnih podjetij tudi po prilagoditvi za sistematično (beta) tveganje prekašajo delnice velikih podjetij po donosnosti. Donos, ki presega netvegano donosnost, se po CAPM pristopu izračuna z množenjem tržne premije za tveganje in koeficienta beta. Tržna premija za tveganje je donos, ki predstavlja vlagateljem nadomestilo za sprejetje tveganja, ki je enako tveganju celotnega trga (sistematično tveganje). Beta pa meri, v kakšnem obsegu je naložba ali portfelj naložb izpostavljen sistematičnem tveganju. Bete majhnih podjetij so ponavadi večje od bete za večja podjetja, saj se manjša podjetja smatra za bolj tvegane investicije kot večja podjetja, saj njihov donos niha bolj kot donos celotnega trga.

Kljub temu pa višja beta manjšega podjetja ne zajema vseh tveganj, katerim je izpostavljen investitor, ki vloži v manjše podjetje, in zato ne pojasnjuje v celoti višine donosov, ki so jih manjša podjetja dosegala v preteklosti. Zaradi učinka velikosti podjetja je potrebno zahtevani donosnosti, dobljeni z CAPM pristopom, prišteti še tako imenovano **premijo za velikost** (ang: size premium) in **premijo za deželno tveganje** (ang. country premium), kar pomeni, da je enačba za izračun celotne zahtevane donosnosti lastniškega kapitala sledeča:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \times \beta_i + CP + SP, \quad (20)$$

kjer je:

r_i	-	zahtevana donosnost lastniškega kapitala banke,
r_f	-	obrestna mera za popolnoma netvegane naložbe,
r_m	-	donosnost popolnoma razpršenega premoženja,
$r_m - r_f$	-	premija za tveganje popolnoma razpršenega premoženja (angl. equity premia),
β_i	-	koeficient beta, s katerim se meri sistematično tveganje posamezne banke,
CP	-	premija za deželno tveganje (ang. country premium)
SP	-	premija za velikost (ang. size premium).

Eden izmed pristopov korekcije nizko ocenjene bete za delnice malih podjetij je izračun dolgoročne bete z letnimi podatki. Uporaba letnih podatkov namreč izniči vpliv nerednega trgovanja zaradi dolgoročnosti obdobja, na podlagi katerega se ocenjuje beta. Kljub dolgoročnosti obdobja, za katerega se ocenjuje beta za podjetja, ki kotirajo na NYSE, AMEX in NASDAQ, pa je premija za podjetja z mikro kapitalizacijo, ki kotirajo na teh trgih, še vedno prisotna, in sicer v višini 2,89 % (SBBI Yearbook 2005, str. 143). Kar pomeni, da je potrebno zahtevani donosnosti lastniškega kapitala, izračunani na podlagi CAPM modela, prišteti še premijo za velikost, da bi dobili celotne ocenjene stroške lastniškega kapitala.

Za **netvegano obrestno mero**, ki je potrebna za določitev zahtevanih stroškov lastniškega kapitala, je bila uporabljena donosnost do dospetja nemških državnih obveznic DBR 3 ¼

7/15 (ISIN 113528), ki je dne 9.11.2005 znašala 3,52 %. Obveznice DBR 3 ¼ 7/15 bodo zapadle v izplačilo 4.7.2015. Donosnosti do dospelja nemških državnih papirjev z različnimi roki zapadlosti se smatrajo v Evropi kot netvegano naložbo, med drugim pa so tudi osnova za določanje referenčnih obrestnih mer (ang. benchmark) za obveznice Republike Slovenije, izdane v tujini. V trenutku ceni se je smatrala za kot ustrezno za oceno netvegane obrestne mere za naložbe z rokom dospelosti 10 let in več obveznica DBR 3 ¼ 7/15, saj se krivulja donosnosti do dospelja nemških državnih obveznic po desetih letih skoraj splošči in so pribitki za daljša obdobja majhni.

Koeficient β je za slovenske banke nemogoče izračunati iz dveh razlogov. Kot prvič, z večino delnic ne obstaja neko organizirano trgovanje (razen s prednostno delnico Probanke), kot drugič pa za slovenski trg kapitala še vedno ne obstaja neko referenčno tržno premoženje, na podlagi katerega bi lahko ocenili donosnost popolnoma razpršenega premoženja.

Zaradi teh dveh okoliščin se je pri oceni zahtevane donosnosti lastniškega kapitala uporabilo povprečni koeficient β za dejavnost komercialnih bank v višini 0,89, katerega je izračunal A. Damodaran (2006) na podlagi povprečja mesečnih donosov za 166 evropskih komercialnih bank v zadnjih 5 letih in že upošteva zadolženost. Zaradi težav, ki se pojavljajo pri finančnih institucijah v primeru poskusa opredeljevanja dolga v pravem pomenu besede (poglavje 5.1.1) in zaradi finančnega vzvoda, ki je še posebej velik pri poslovnih bankah (poglavje 5.2.1), smo se na ta način izognili ugotavljanju razmerja med klasičnim dolgom in kapitalom.

Premija za tveganje popolnoma razpršenega premoženja je enaka razliki med donosnostjo popolnoma razpršenega premoženja in netvegano obrestno mero:

$$EP = r_m - r_f \quad (21)$$

kjer je:

- EP - premija za tveganje popolnoma razpršenega premoženja,
- r_f - obrestna mera za popolnoma netvegane naložbe,
- r_m - donosnost popolnoma razpršenega premoženja.

Kot je bilo pojasnjeno že prej, za slovenski trg ni na voljo uporabne donosnosti popolnoma razpršenega premoženja, prav tako ni zadosti dolgih časovnih vrst za netvegane obrestne mere. Zaradi teh omejitev se kot premija popolnoma razpršenega premoženja ponavadi uporablja vrednost tržne premije, ki velja za razvite finančne trge (ZDA, trgi EU), kateri se prišteje deželno tveganje države, v kateri podjetje posluje. Uporaba slovenske obveznice kot netvegane investicije bi namreč pomenila dvojno štetje tveganja (v donos na primer slovenskih državnih obveznic je namreč že všteta premija za tveganje). Po izračunih A. Damodarana (2005) znaša realna premija za tveganje popolnoma razpršenega premoženja na zrelem finančnem trgu (npr. ZDA, trgi Evropske unije) 4,84 %. Isti avtor ocenjuje, da znaša premija za deželno tveganje za Slovenijo 1,35 %. Ocena premije za deželno tveganje temelji na podlagi bonitetne ocene Mednarodne agencije Moody's, ki znaša za Slovenijo Aa3. Premija za tveganje popolnoma razpršenega premoženja je tako izračunana kot vsota tržne premije za tveganje popolno razpršenega premoženja v ZDA in premije za deželno tveganje Slovenije in znaša 6,19 %. Povzetek izračuna celotnih stroške lastniškega kapitala pa je prikazan v tabeli 28.

Tabela 28: Izračun celotnih stroškov navadnega lastniškega kapitala

(A)	Netvegana stopnja donosa - r_f	3,52%
(B)	Premija za tveganje popolno razpršenega premoženja (razviti trg) - EP	4,84%
(C)	Beta za banke z upoštevanjem zadolženosti	0,89
(D)=(A) + (B) * (C)	Stroški lastniškega kapitala-r_i	10,05%
(E)	+Deželno tveganje	1,35%
(F)	+Premija za velikost	2,89%
(G)=(D) + (E) + (F)	=Celotna zahtevana donosnost lastniškega kapitala	12,07%

Vir: Lastni izračuni

7.3.4.9 Ocenjena vrednost navadnega lastniškega kapitala banke

Iz tabele 18 izhaja, da je vrednost lastniškega kapitala enaka vsoti ocen sedanjih vrednosti prihodnjega bančnega poslovanja v posameznih obdobjih. V tabelah 29, 30 in 31 so prikazane ocene sedanjih vrednosti prostih denarnih tokov v različnih planskih obdobjih, pri čemer je sedanja vrednost zmnožek prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu v posameznem obdobju in diskontnega faktorja za posamezno obdobje. V tabeli 32 pa je prikazan povzetek vrednotenja lastniškega kapitala, pri čemer ocena vrednosti ne upošteva premije za večinski delež in diskonta za pomanjkanje tržnosti.

Tabela 29: Sedanja vrednost prostih denarnih tokov v obdobju 2005 – 2009 (nadpovprečna rast)

	V 000 SIT				
	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009
Prosti denarni tok LK ³⁰	653.111	3.008.149	3.665.508	4.424.258	5.298.102
Zahtevana donosnost	12,07%	12,07%	12,07%	12,07%	12,07%
Diskontni faktor	0,8923	0,7962	0,7105	0,6340	0,5657
Sedanja vrednost	582.783	2.395.186	2.604.318	2.804.918	2.997.229

Vir: Lastni izračuni

Tabela 30: Sedanja vrednost prostih denarnih tokov v obdobju 2010 – 2014 (padanje stopenj rasti)

	v 000 SIT				
	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012	Napoved 2013	Napoved 2014
Prosti denarni tok LK ³⁰	6.717.513	7.798.715	8.858.637	9.863.079	6.985.029
Zahtevana donosnost	12,07%	12,07%	12,07%	12,07%	12,07%
Diskontni faktor	0,5048	0,4504	0,4019	0,3587	0,3200
Sedanja vrednost	3.391.002	3.512.874	3.560.626	3.537.463	2.235.463

Vir: Lastni izračuni

³⁰ LK – lastniški kapital

Tabela 31: Izračun končne vrednosti

	v 000 SIT
Čisti poslovni izid v letu 2015	8.187.056
Vrednost čistega poslovnega izida v neskončnost	95.558.329
Kapital potreben za ohranjanje kapitalske ustreznosti	1.026.966
Vrednost potrebnega kapitala v neskončnost	11.986.626
Prosti denarni tok v neskončnost	83.571.703
Diskontni faktor (2014)	0,3200
Diskontirana končna vrednost	26.745.981

Vir: Lastni izračuni

Upoštevajoč ocenjene proste denarne tokove znaša poštna vrednost manjšinskega lastniškega kapitala Banke Celje na tržni osnovi 54.368 mio SIT.

Tabela 32: Povzetek vrednotenja lastniškega kapitala Banke Celje z modelom prostih denarnih tokov

	v 000 SIT
Sedanja vrednost prostih denarnih tokov v obdobju 2005 – 2009 (nadpovprečna rast)	11.384.433
+ Sedanja vrednost prostih denarnih tokov v obdobju 2010 – 2014 (padanje stopenj rasti)	16.237.428
+ Sedanja vrednost končne vrednosti	26.745.981
Poštna vrednost manjšinskega lastniškega kapitala na tržni osnovi	54.367.842

Vir: Lastni izračuni

Cilj vrednotenja Banke Celje je oceniti vrednost večinskega deleža navadnega lastniškega kapitala na netržni osnovi. Ker je bila v dosedanjem vrednotenju na podlagi prostih denarnih tokov navadnemu lastniškemu kapitalu ocenjena vrednost manjšinskega deleža navadnega lastniškega kapitala, je potrebno za oceno večinskega deleža prišteti ocenjeni vrednosti še tako imenovano premijo za kontrolni delež v višini 21,3 % in dobljeno vrednost zmanjšati za diskont za netržnost večinskega lastniškega deleža v višini 10 %, katerih izračun je bil podan v poglavju 7.3.

Tabela 33: Povzetek vrednotenja navadnega lastniškega kapitala Banke Celje z modelom prostih denarnih tokov

	v 000 SIT
Poštna vrednost manjšinskega deleža lastniškega kapitala na tržni osnovi	54.367.842
- Ocena vrednosti prednostnega lastniškega kapitala	9.105.790
= Poštna vrednost manjšinskega deleža navadnega lastniškega kapitala na tržni osnovi	45.262.052
+ Kontrolna premija (21,3%)	9.640.817
= Poštna vrednost večinskega deleža navadnega lastniškega kapitala na tržni osnovi	54.902.869
- Diskont za pomanjkanje tržnosti večinskega deleža (10,0%)	5.490.287
= Poštna vrednost navadnega LK na kontrolni osnovi, upošteva diskont za netržnost	49.412.582

Na samo vrednost delnice v veliki meri vplivata zahtevana donosnost lastniškega kapitala in normalna stopnja rasti, obe pa je precej težko oceniti. Za uporabo CAPM je slovenski finančni trg še premalo razvit, tako da si je potrebno ustrezno pomagati z drugimi podatki, ocenjevanje normalne stopnje rasti pa je še težje, ker gre za ocenjevanje razmer v oddaljeni prihodnosti. Zaradi tega je smiselno opraviti še analizo občutljivosti vrednosti delnice na te dve spremenljivki. Analiza pokaže, koliko sprememba posamezne spremenljivke vpliva na končno oceno vrednosti navadnega lastniškega kapitala oziroma v katerem razponu vrednosti se giblje končna ocena. Rezultati analize občutljivosti so predstavljeni v tabeli 34.

Tabela 34: Vrednost navadnega lastniškega kapitala (zaokrožena) v odvisnosti od normalne stopnje rasti in zahtevane donosnosti navadnega lastniškega kapitala

V 000 SIT			
$g \backslash r_i$	11,00%	12,07%	13,00%
3,00%	56.241.248	47.650.138	41.646.668
3,50%	58.725.422	49.412.582	42.985.812
4,00%	61.564.477	51.393.486	44.473.750

- kratnik KV			
$g \backslash r_i$	11,00%	12,07%	13,00%
3,00%	2,57	2,17	1,90
3,50%	2,68	2,25	1,96
4,00%	2,81	2,34	2,03

Vir: Lastni izračuni

kjer je:

- g - normalna stopnja rasti,
 r_i - zahtevana donosnost lastniškega kapitala.

7.3.5 Povzetek vrednotenj

Zaradi velike količine spremenljivk, od katerih je odvisna končna ocenjena vrednost, je smiselno ocenjeno vrednost banke predpostaviti v intervalu, čigar širina kaže tudi na tveganost ocenjene vrednosti. Širina intervala je ponavadi tem večja, čim manj je razpoložljivih informacij o preteklem in obstoječem poslovanju banke in tem večja je negotovost glede prihodnosti določene poslovne banke in celotnega bančnega sektorja v državi oziroma državah, kjer deluje banka.

Ocene večkratnikov knjigovodske vrednosti navadnega lastniškega kapitala, kateri so rezultat vrednotenj z metodo primerljivih transakcij v Sloveniji, v centralni in vzhodni Evropi ter tržno metodo delnic primerljivih podjetij, s katerimi se trguje na organiziranih trgih, so podlaga za izračun povprečnega razpona v katerem se giblje vrednost navadnega lastniškega kapitala, ocenjena na podlagi tržnih metod (tabela 35).

Tabela 35: Izračun povprečnih vrednosti večkratnikov knjigovodske vrednosti navadnega lastniškega kapitala Banke Celje na podlagi tržnih metod

	Minimalna vrednost	Srednja vrednost	Maksimalna vrednost
Ocena vrednosti na podlagi metode primerljivih podjetij	1,78	2,36	2,75
Ocena vrednosti na podlagi metode primerljivih transakcij v Sloveniji	1,57	2,00	2,31
Ocena vrednosti na podlagi metode primerljivih transakcij v Centralni in Vzhodni Evropi	2,28	2,36	2,50
Povprečna vrednost	1,88	2,24	2,52

Vir: Lastni izračuni

Dokončna ocena vrednosti navadnega lastniškega kapitala Banke Celje pa je enaka ponderirani povprečni vrednosti knjigovodske vrednosti, dobljenih na podlagi tržnih metod (tabela 36) in vrednosti, dobljenih z modelom prostih denarnih tokov. Pri izračunu ponderirane ocene vrednosti so bili uporabljene različne uteži za oceno vrednosti na podlagi modela prostih denarnih tokov in oceno vrednosti na podlagi tržnih metod, kar je posledica dejstva, da je bilo potrebno pri tržnih metodah več prilagoditev, kar se odraža tudi v širini razpona, v katerem se giblje ocena vrednosti navadnega lastniškega kapitala banke.

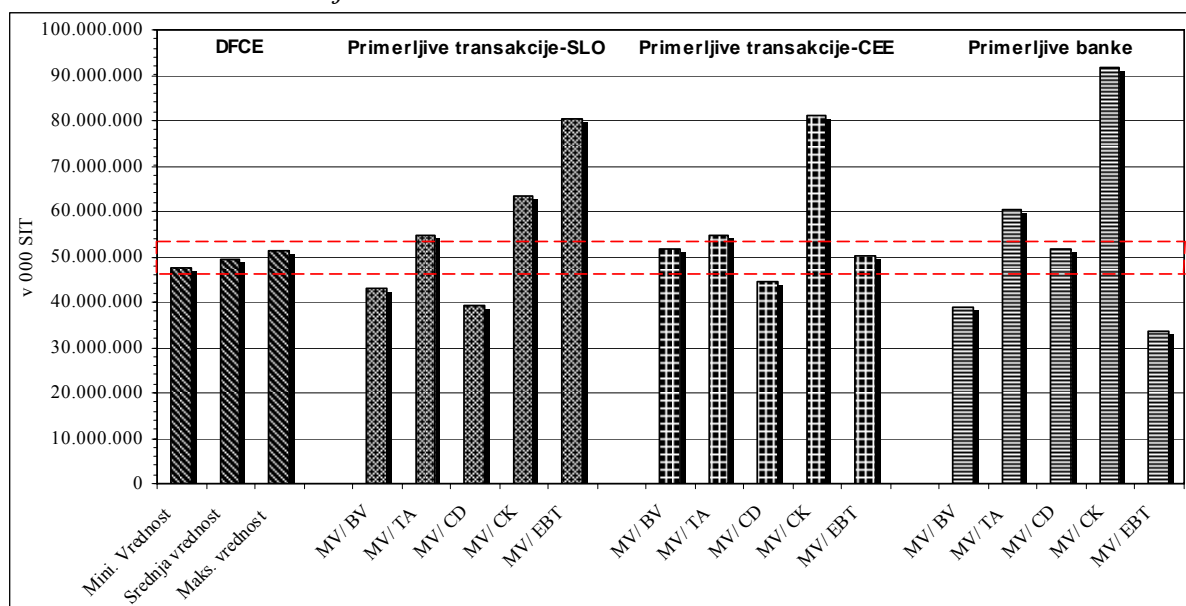
Tabela 36: Izračun ponderirane ocene vrednosti navadnega lastniškega kapitala Banke Celje

	Utež	Minimalna vrednost	Srednja vrednost	Maksimalna vrednost
Ocena vrednosti na podlagi tržnih metod	0,20	1,88	2,24	2,52
Ocena vrednosti na podlagi modela prostih denarnih tokov	0,80	2,17	2,25	2,34
Ponderirana ocena vrednosti		2,11	2,25	2,38

Vir: Lastni izračuni

Na podlagi različnih metod vrednotenja, ki smo jih uporabili pri vrednotenju navadnega lastniškega kapitala Banke Celje in so bile podrobneje predstavljene v poglavju 7.3, smo prišli do zaključka, da se je gibal **poštena vrednost 100 % navadnega lastniškega kapitala, upošteva je kontrolno premijo in diskont za netržnost**, na 31.12.2004 v razponu od 46.342 mio SIT do 52.158 mio SIT, kar predstavlja 2,11- do 2,38-kratnik knjigovodske vrednosti na ta datum, kar je tudi predstavljeno v grafikonu 1. Za oceno razpona poštene vrednosti je bilo bistveno vrednotenje na podlagi prostih denarnih tokov, medtem ko so vrednotenja na podlagi večkratnikov vrednosti služila predvsem za potrditev ocene na podlagi prostih denarnih tokov, saj imajo metode vrednotenja na podlagi večkratnikov vrednosti dosti več slabosti, ki predstavljajo nevarnost za pravilnost končne ocene vrednosti.

Grafikon 1: Rezultati ocene poštene vrednosti lastniškega kapitala Banke Celje na podlagi različnih metod vrednotenja



Kjer je:

- DCFE - vrednotenja na podlagi prostih denarnih tokov,
- MV/BV - tržna vrednost kapitala / knjigovodska vrednost kapitala,
- MV/TA - tržna vrednost kapitala / celotna sredstva,
- MV/CD - tržna vrednost kapitala / depoziti strankam,
- MV/CK - tržna vrednost kapitala / krediti strankam,
- MV/EBT - tržna vrednost kapitala / čisti poslovni izid pred davki.

8 SKLEP

Zaradi posebnosti finančnih institucij je njihovo vrednotenje smiselno obravnavati ločeno od vrednotenja nefinančnih institucij. Pri tem je potrebno še posebej izpostaviti poslovne banke, katere so zaradi svoje vloge v gospodarstvu edinstvene in se razlikujejo tudi od ostalih finančnih institucij. Čeprav na prvi pogled zglada, da je modele, ki se najpogosteje uporabljajo v praksi, enostavno uporabiti tudi za vrednotenje poslovnih bank, pa se je v praksi pokazalo, da je v osnovnih modelih potrebno izpeljati določene prilagoditve.

Kot je razvidno iz ugotovitev v magistrskem delu, modeli vrednotenja bank izhajajo iz enake teoretične osnove kot modeli vrednotenja nefinančnih podjetij in zaradi tega tudi na začetku ni videti bistvenih razlik, prav kmalu pa se izkaže, da temu ni tako. Bančni sektor ima namreč svoje specifikke, zaradi katerih je potrebno splošne modele prilagoditi njegovim značilnostim, poleg tega pa te značilnosti vplivajo na uporabnost posameznih metod.

Preden se analitik loti izbire modelov vrednotenja banke in določanja vrednosti njihovih vhodnih spremenljivk, je potrebno odgovoriti na več odprtih vprašanj, katera imajo velik vpliv na sam postopek vrednotenja in končno oceno vrednosti. Kot prvo, se je potrebno seznaniti s tem, za koga se vrednotenja pripravlja in s kakšnimi podatki se razpolaga. Pri notranjem vrednotenju se namreč ponavadi razpolaga z več informacijami, kar omogoča uporabo bolj zahtevnih metod vrednotenja, ki lahko vključuje pri bankah tudi vrednotenje kreditnega portfelja, kar pa seveda po drugi strani zahteva tudi bolj podrobne vhodne podatke in več časa. Poleg naročnika igra pomembno vlogo tudi namen vrednotenja, saj ta ponavadi določa standard vrednosti, vpliva pa tudi na izbor metode vrednotenja. Posredno naročnik in namen vrednotenja vplivata tudi na premije in diskonte, ki jih je potrebno upoštevati pri samem vrednotenju in katere lahko imajo ključni vpliv na končno oceno vrednosti.

Opredelitev spremenljivk, ki nastopajo v modelih vrednotenja, je izredno zahtevana naloga, ki med drugim zahteva tudi veliko mero ustvarjalnosti, iznajdljivosti in izkušenj analitika. Posebej pri vrednotenju za zunanje potrebe je razpoložljivih informacij dosti manj, pa še tisti finančni podatki, ki so na razpolago, so lahko pod vplivom kreativnega računovodstva. Pričakuje se, da bo posledica novih mednarodnih računovodskih standardov, ki med drugim zahtevajo tudi razkritje poštene vrednosti sredstev in obveznosti, tudi bolj poštena slika poslovanj družb.

Pri pripravi na vrednotenje poslovnih bank je priporočljiv tristopenjski pristop, in sicer od zgoraj navzdol. Kar pomeni, da je pred samim vrednotenjem banke potrebno spoznati tudi makroekonomsko okolje v katerem deluje, saj je od uspešnosti celotnega nacionalnega gospodarstva v veliki meri odvisnostna tudi uspešnost poslovanja poslovnih bank. Prav napovedi nekaterih makroekonomskih spremenljivk so namreč osnova za pričakovan razvoj bančnega sektorja in s tem ponavadi tudi banke, katere vrednost se ocenjuje. Kot drugo, je potrebno precejšno pozornost posvetiti poznavanju samega bančne sektorja, vključno z njenim prihodnjim razvojem, pri čemer je lahko posebnosti v primeru bank, kar nekaj. V zadnjem koraku pa se mora analitik seznaniti še s samo banko oziroma z njenimi značilnostmi.

Ne glede na izbrano metodo, je pri vrednotenju banke potrebno upoštevati nekatere specifične omejitve glede poslovanja, ki so prisotne v okolju in prav tako posredno vplivajo na končno vrednost. Tako predstavljajo zahteve regulatorja v nekaterih primerih omejitve za dodatno konkurenco, s čemer se omogoča bankam, ki že poslujejo v okviru prepisov regulatorja, ustvarjanje dodatnih donosov oziroma ohranjanje obstoječih, kar pozitivno vpliva na njihovo

vrednost. V drugih primerih pa lahko iste regulativne oblasti omejujejo dodatne zasluge, ki bi jih banka lahko ustvarila, če je regulativni predpisi ne bi omejevali glede določenih oblik poslovanja. Z novim kapitalskih sporazumom pa prihajajo tudi novi predpisi za ugotavljanje kapitalske ustreznosti bank, ki naj bi bolje povezala regulativne kapitalske zahteve z dejanskim ekonomskim kapitalom, ki ga banke potrebujejo glede na obseg in tveganost svojih poslov, kar bo imelo dolgoročne posledice tudi na vrednost lastniškega kapitala poslovnih bank.

Poleg dejavnikov, kateri so bili omenjeni do sedaj, na končni rezultat vrednotenja vpliva tudi subjektivnost analitika, saj so same enačbe vrednotenja lahko podvržene velikim manipulacijam, kar pripelje do povsem napačnih ocen vrednosti. To velja še zlasti za modele vrednotenja, ki temeljijo na načelu sedanje vrednosti, saj je ocena vrednosti, ki jo dajo ti modeli, močno občutljiva na velikost vhodnih spremenljivk. Vrednotenje poslovnih bank je zato priporočljivo izvajati s pomočjo različnih modelov vrednotenja, ki jim je potrebno dati različno težo glede na posebnosti posameznega primera in na primernost posameznih modelov.

Čeprav so tudi v primeru vrednotenja poslovnih bank metode sedanje vrednosti teoretično najpravišje metode vrednotenja, se da med njimi navadno večjo težo vrednotenju na podlagi prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu. Glavna značilnost, ki vpliva na izbor metode vrednotenja pri bankah, je dolg v klasičnem pomenu, katerega je težko definirati in meriti pri bankah, zaradi česar je s metodami sedanje vrednosti težje oceniti vrednost celotnega kapitala banke, lastniškega in dolžniškega, ter z njimi povezane stroške kapitala. Če je le možno, se zato lastniški kapital vrednoti direktno, in sicer z diskontiranjem prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu na podlagi stroškov lastniškega kapitala. Poleg tega so pri ocenjevanju prostih denarnih tokov težko določljivi tudi kapitalski izdatki in obratni kapital. Večina prostih denarnih tokov se pri bankah reinvestira v obliki novih investicij v poslovanje, medtem ko se jih računovodsko obravnava kot operativni stroški. Zato je pri ocenjevanju denarnega toka lastniškemu kapitalu včasih smiselno uporabljati kar dividende in predpostavljati, da je tisti del denarnega toka, ki ni izplačan kot dividenda, ponovno investiran v poslovanje.

Problemi z definiranjem dolga pri bankah, so prisotni tudi pri vrednotenju bank na podlagi tržnih metod, zaradi česar se smatra mnogokratnike lastniškega kapitala bolj ustrezne za ocenjevanje, kot mnogokratnike celotne vrednosti podjetja. Pri uporabi metod mnogokratnikov je potrebno biti posebej pozoren tudi na razlike v tveganju, možnostih rasti, možnostih ustvarjanja denarnih tokov, kvaliteti kreditnega portfelja in na druge spremenljivke, ki vplivajo na vrednost in se razlikujejo med primerljivimi bankami.

Vrednotenja na podlagi mnogokratnikov vrednosti so zanimiva za uporabo predvsem, ker so relativno enostavna, uporabljajo realne podatke in je mogoče z njimi relativno hitro pridobiti približke vrednosti, posebej, če se z delnicami velikega števila primerljivih podjetij trguje na organiziranih trgih in jih trg v povprečju ocenjuje pravilno. Pri uporabi tržnih metod se namreč predvideva, da trg v povprečju pravilno vrednoti delnice, dela pa napake pri vrednotenju posameznih delnic, katere bodo popravljene s časom. Možnost obstoja trenutne precenjenosti ali podcenjenosti, ki jo dela trg pri vrednotenju posameznih delnic, predstavlja eno glavnih slabosti metod vrednotenja na podlagi primerljivih podjetij ali primerljivih transakcij, saj pomeni, da se bo ta trenutna anomalija odrazila tudi pri vrednotenju delnice ciljnega podjetja. Poleg tega je mogoče pojem primerljivega podjetja tudi hitro zlorabiti in zmanipulirati, saj gre za subjektiven pojem. Niti dve podjetji namreč nista povsem enaki z vidika tveganj, rasti in denarnih tokov, kar pomeni, da tudi metode vrednotenja na podlagi

večkratnikov vrednosti niso tako enostavne, če se jih seveda želi pravilno uporabljati, kljub temu da so najpogosteje uporabljene metode vrednotenja.

Iz konkretnega primera uporabe večkratnikov pri vrednotenju navadnega lastniškega kapitala se vidi, da so odkloni od ocenjene poštene vrednosti pri nekaterih dobljenih rezultatih dokaj veliki, kljub temu da se je izbrane vzorce poskušalo čim bolj prilagoditi lastnostim ocenjevane banke. V vzorce so bile izbrane primerljive banke, katerih kazalniki so bili korigirani glede na njihove specifične (deželno tveganje, velikost banke), poleg tega pa so se pri oceni vrednosti upoštevala povprečja izbranega vzorca. Upošteva se dobljene rezultate lahko zaključimo, da je najustreznejši kazalnik za oceno poštene vrednosti lastniškega kapitala poslovne banke na podlagi tržnih vrednosti primerljivih bank in na podlagi transakcij s primerljivimi bankami kazalnik, ki odraža tržno vrednost lastniškega kapitala v celotnih sredstvih (MV/TA).

Tudi za vrednotenje na podlagi metode večkratnikov primerljivih transakcij velja, da se uporabljajo realni podatki, kateri odražajo resnične razmere na trgu. Kljub temu pa so slabosti teh podatkov lahko občutne, posebej če se jih uporablja pri vrednotenju zasebnih družb. Saj cena, ki je bila plačna za nakup nekega občutnejšega deleža v podjetju, ponavadi ne odraža samo prihodnje koristi, ampak tudi možnost ustvarjanja neke dodane vrednosti ter pripravljenost kupca, da to deli s prodajalcem. Iz vseh teh razlogov je potrebno biti pazljiv pri interpretaciji podatkov glede primerljivih transakcij. Kljub temu da naj bi bil multiplikator knjigovodske vrednosti po nekaterih raziskavah najustreznejši kazalnik za vrednotenje poslovnih bank z metodami večkratnikov pa, izhajajoč iz rezultatov vrednotenja Banke Celje, ta kazalnik le ni najustreznejši. Vzrok za to bi lahko iskali v dejstvu, da knjigovodska vrednost ponavadi nima nobene povezave s tržno vrednostjo, saj odraža predvsem preteklo poslovanje, medtem ko tržna cena odraža pričakovano prihodnje poslovanje. Poleg tega ni rečeno, da knjigovodska vrednost sploh odraža resnično ekonomsko vrednost podjetja iz preteklega poslovanja, ampak je tržna vrednost sredstev in obveznosti občutno različna od knjigovodske. Poleg tega knjigovodska vrednost ne upošteva izvenbilančnih postavk, ki lahko imajo prav tako velik vpliv na vrednost.

Prihodkovne metode, še posebej metode vrednotenja na podlagi prostih denarnih tokov, so zaradi obsega podatkov oziroma spremenljivk, ki jih je potrebno napovedati, dosti bolj zahtevne. Bolj kot je prosti denarni tok natančno planiran, več spremenljivk je potrebno predvideti, kar pomeni, da obstaja tudi več možnosti za napake. Največji vpliv na končno oceno vrednosti imajo planirani prosti denarni tokovi v začetnih obdobjih, ocena končne vrednosti ter stroški kapitala. Po drugi strani pa so te metode vrednotenja najustreznejše, saj investitor, ki se odloča za investicijo, ocenjuje, kaj mu bo ta investicija v prihodnosti prinesla. Vrednost vsake investicije pa je enaka sedanji vrednosti vseh prihodnjih ekonomskih koristi, ki izhajajo iz investicije. Poleg tega metoda prostih denarnih tokov omogoča z napovedovanjem prihodnjih prostih denarnih tokov in njihovo normalizacijo tudi izničenje ene glavnih slabosti metod vrednotenja na podlagi večkratnikov, in sicer trenutne precenjenosti ali podcenjenosti. Zato lahko ugotovimo, da so metode večkratnikov uporabne za hitre ocene, kot neke vrste orientacijska vrednost oziroma za potrditev dobljenih ocen na podlagi prihodkovnih metod, medtem ko niso primerne za izključno uporabo, saj lahko prihaja do zavajajočih ocen in posledično do napačnih poslovnih odločitev.

Zaključimo lahko, da so metode ocenjevanja vrednosti, katere se uporabljajo v današnjem poslovnem svetu za ocenjevanje vrednosti podjetij oziroma vrednosti za lastnika, kljub specifičnostim, ki jih pripisujemo poslovnim bankam, ustrezne tudi za vrednotenje le-teh. Posebno pozornost pa je potrebno pri takem vrednotenju nameniti posebnostim in vlogi teh institucij, kar se kaže v nekaterih prilagoditvah metod vrednotenja, kar pa ne vpliva na sam

koncept. Zaradi specifik bančnih institucij so se izkazale določene metode vrednotenja za ustrežnejše od drugih. Vrednotenje poslovnih bank je zato priporočljivo izvajati s pomočjo različnih modelov vrednotenja, ki jim je potrebno dati različno težo glede na posebnost posameznega primera in na ustreznost posameznih metod. Širina intervala končne ocenjene vrednosti na podlagi različnih metod vrednotenja pa bo v končni fazi odvisna od resničnosti informacij o preteklem poslovanju, razpoložljivosti informacij glede pričakovanega prihodnjega poslovanja banke, natančnosti uporabljenih metod vrednotenja in v končni fazi tudi od percepcije banke s strani tistega, ki opravlja vrednotenje.

LITERATURA

1. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja: Slovenska ekonomska revija št. 1-2, Ljubljana, 1998, str. 87-101.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments 2nd Edition. Chicago: Irwin, 1993. 974 str., 2 pril.
3. Brealey A.R., Mayers C. Stewart: Principles of Corporate Finance, 6th Edition. Boston: Irwin McGraw-Hill, Inc. 2000. 1093 str.
4. Brigham F. Eugene, Gapenski C. Louis: Intermediate Financial Management. 5th Edition, Orlando: The Dryden Press, 1996. 1018 str.
5. Brigham F. E., Gapenski C. L., Ehrherdt M. C.: Financial Management – Theory and Practice. 9th Edition, Forth Worth: The Dryden Press, 1999. 1087 str.
6. Bruckbauer Stefan, Gardó Sándor, Perrin Lisa: Explicit Banking in CEE – April 2004. Vienna, Bank Austria Creditanstalt AG, 2004, 59 str.
7. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd Edition. New York: Wiley Press, 2000. 498 str.
8. Damodaran Aswath: Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1996. 519 str.
9. Damodaran Aswath: Value Creation and Enhancement: Back to the Basics. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valcre.pdf>), 1998. 72 str.
10. Damodaran Aswath: Valuing Financial Service Firms. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm.pdf>), 2001a. 44 str.
11. Damodaran Aswath: Introduction to valuation. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch1.pdf>), 2001b. 13 str.
12. Damodaran Aswath: Estimating Equity Risk Premiums. Stern School of Business. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskprem.pdf>), 2001c. 24 str.
13. Damodaran Aswath: Free cash flow to equity discount models. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>), 2001d. 46 str.
14. Damodaran Aswath: Approaches to valuation. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch2.pdf>), 2001e. 21 str.
15. Damodaran Aswath: Earnings multiples. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch18.pdf>), 2001f. 59 str.
16. Damodaran Aswath: Book value multiples. (URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch19.pdf>), 2001g. 42 str.

17. Damodaran Aswath: Dividend discount models.
(URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch13.pdf>), 2001h. 37 str.
18. Damodaran Aswath: Estimating risk parameters and cost of financing.
(URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch8.pdf>), 2001i. 64 str.
19. Damodarn Aswath: Corporate Finance: Theory and Practice. 2nd Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001e. 982 str.
20. Deloitte: Global Banking Industry Outlook. 2005 Top 10 Issues. Deloitte Touche Tohmatsu, 2005. 15 str.
21. Elton J. Edwin, Gruber J. Martin, Brown J. Stephen, Goetzmann N. William: Modern portfolio theory and investment analysis. 6th Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2003. 705 str.
22. Emory D. John: The value of marketability as illustrated in initial public offerings of common stock. 8th in a Series. (URL: <http://www.emorybizval.com/marketability8.pdf>), 1997. 11 str.
23. Fernandez Pablo: Company valuation methods. The most common errors in valuations. Madrid :IESE Business School, 2004. 29 str.
24. Fernandez Pablo: Valuing using multiples. How do analysts reach their conclusions? Madrid :IESE Business School, 2001. 13 str.
25. Gaughan A. Patrick: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings. New York: John Wiley & Sons, 1996. 578 str.
26. Greenbaum I. Stuart, Thakor V. Anjan: Contemporary Financial Intermediation. Orlando: Dryden Press, 1995. 576 str.
27. Ivanko Uroš: Vrednotenje delnic: dobiček, dividende ali denarni tok?. Ljubljana: Finance: številka 46, 17.4.2000. 21 str.
28. Jennergren L. Peter: A Tutorial on the McKinsey Model for Valuation of Companies, Fourth revision. SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No. 1998:1, 2002. 56 str.
29. Jensen C. Mitchael: The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. Corporate Restructuring and Executive Compensation. Cambridge Massachusetts: Ballinger Publishing Company, 1989, str. 3-43.
30. Johnson J. Hazel: Bank Mergers, Acquisitions & Stategic Alliances. Burr Ridge, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1995. 259 str.
31. Katušin Goran, Majcen Vida: Sistem jamstva za vloge pri bankah in hranilnicah v Republiki Sloveniji. Bančni vestnik. Ljubljana, št. 9, 2000, str. 20-25.

32. Kleindienst Robert: Vrednotenje poslovnih bank. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 96 str.
33. Koch W. Timothy, Macdonald S. Scott: Bank Management. 3rd Edition. Forth Worth: The Dryden Press, 2000. 947 str.
34. Liebich Kim: How to value a bank. Washington: ABA Banking Journal, 1995, str. 21-25.
35. Madden J. Bartley: CFROI Valuation: A total system approach to valuing the firm. Butterworth – Heinemann, 1999. 350 str.
36. Mauboussin J. Michael: Thoughts on Valuation. Credit Suisse First Boston Corporation, Equity Research – Americas, Industry Thinking, NI2699, October 21, 1997. 20 str.
37. Mishkin, Frederic. S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets, 5th Edition, Harper Collins, 1997, 732 str.
38. Miller D. William: Commercial Bank Valuation. New York : John Wiley & Sons, 1995. 263 str.
39. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.
40. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
41. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 125 str.
42. Mramor Dušan: Slovar poslovno finančnih izrazov. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
43. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000, 191 str.
44. Norčič Oto: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Ljubljana: ČZ Uradni list Republike Slovenije, 1994, 322 str.
45. Pratt P. Shannon: Business Valuation Discounts and Premiums. New York: John Wiley & Sons, 2001, 404 str.
46. Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweihs P. Robert: Valuing a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 4th Edition. New York: McGraw-Hill, 2000, 924 str.
47. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
48. Rappaport Alfred: Creating Shareholder Value. New York: The Free Press, 1986. 257 str.
49. Reed F Stanley, Lajoux R. Alexandra: The Art of M&A - A Merger Acquisitions Buyout Guide. 3rd. Edition. New York: McGraw-Hill, 1998. 1000 str.
50. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija, I. del. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993. 336 str.

51. Ribnikar Ivan: Finančne institucije, Bančni vestnik, Ljubljana, št.12, 1996, str. 43-45
52. Saunders Anthony, Cornett Millon Marcia: Financial institutions management: A risk management approach, 5th Edition. Boston: McGraw-Hill Education, 2005, 856 str.
53. Siatkowski Janusz, et al.: CEE Bankig Sector Report. Vienna, Raiffeisen Zentralbank Österreich AG and Raiffeisen Centrobank AG, 2004, 104 str.
54. Sinkey F. Joseph, Jr.: Commercial bank financial management in the financial-services industry. 5th Edition. New Jersey: Prentice Hall, 1998, 920 str.
55. Škof M.: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 180 str.
56. Tajnikar M.: Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih. 2. izdaja. Portorož. Visoka šola za podjetništvo, 2000. 308 str.
57. Tirabasso Annette et al: Reinventing financial services. Succeeding With Corporate Transformation. Deloitte Research, 2001. 40 str.

VIRI

1. Banka Slovenije: Letno poročilo – leto 2004.
(http://www.bsi.si/iskalniki/letna_porocila.asp?MapaId=709), 2005. 116 str.
2. Finančni portal Bloomberg On-Line (URL: <http://www.bloomberg.com>).
3. Cost of Capital – 2004 Yearbook (Data Through March 2004) - Section 6. Chicago, Ibbotson Associates, 2004. 43 str.
4. Damodaran On-Line: Country Default Spreads and Risk Premiums
(URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>), 2005.
5. Damodaran On-Line: Levered and Unlevered Betas by Industry
(<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>), 2006.
6. Letno poročilo in konsolidirano letno poročilo Banke Celje d.d. za leto 2004. Celje: Banka Celje d.d., 2005, 102 str.
7. Letno poročilo in konsolidirano letno poročilo Banke Celje d.d. za leto 2003. Celje: Banka Celje d.d., 2004, 124 str.
8. Letno poročilo in konsolidirano letno poročilo Banke Celje d.d. za leto 2002. Celje: Banka Celje d.d., 2003, 108 str.
9. Letno poročilo Banke Celje 2001. Celje: Banka Celje d.d., 2000, 78 str.
10. Letno poročilo Banke Celje 2000. Celje: Banka Celje d.d., 1999, 83 str.
11. Metodologija za izračun kazalcev – Navodila za izvajanje sklepa o poslovnih knjigah in poslovnih poročilih bank in hranilnic,
(URL: http://www.bsi.si/html/zakoni_predpisi/nbp/Navodilo_o_posl_knjig.pdf), 2004, 20 str.
12. SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook. Chicago, Ibbotson Associates, 2005. 274 str.
13. Spletna stran Banke Slovenije (URL: <http://www.bsi.si>).
14. Zakon o bančništvu (ZBan), (Uradni list RS, št. 7-286/99, str. 521).
15. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1), (Uradni list RS, št. 42-1799/2006, str. 4405).
16. Sklep o kapitalski ustreznosti bank in hranilnic, (Uradni list RS, št. 24-1079/2002, str. 1910).

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov, uporabljenih v magistrskem delu:

American Society of Appraisers (ASA)	Ameriško društvo cenilcev
Arbitrage Pricing Model (APM)	Večfaktorski model ocene stroškov kapitala
Book value (BV)	Knjigovodska vrednost
Capital Asset Pricing Model (CAPM)	Enofaktorski model ocene stroškov lastniškega kapitala
Credit risk	Kreditno tveganje
Default risk	Tveganju neizpolnitve obveznosti
Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)	Dobičkom iz poslovanja, pred plačilom obresti in davkov
Enterprise value	Tržna vrednost investiranega kapitala
Fair market value	Poštena tržna vrednost
Fair value	Poštena vrednost
Goodwill based methods	Metode, ki temeljijo na oceni dobrega imena
Internal Revenue Service (IRS)	Davčna uprava v ZDA
International Accounting Standard (IAS)	Mednarodni računovodski standard
Intrinsic value	Notranja vrednost
Investment value	Investicijska vrednost
Market value (MV)	Tržna vrednost
Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT)	Čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih
Operating value	Vrednost poslovanja podjetja
Price / book ratio oz. (P/BV)	Multiplikator knjigovodske vrednosti
Price/earnings multiple (P/E)	Multiplikator čistega poslovnega izida
Restricted stocks	Delnice, s katerimi je omejeno javno trgovanje
Return On Invested Capital (ROIC)	Dobičkonosnost investiranega kapitala podjetja
ROA	Čista donosnost sredstev
ROE	Donosnost navadnega lastniškega kapitala
Shareholders value	Vrednosti za lastnika podjetja
Size premium	Premija za velikost
Stakeholders	Interesne skupine v podjetju
Terminal value (TV)	Končna vrednost
Value creation methods	Metode večanja vrednosti
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	Tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala
Working capital	Obratni kapital

PRILOGE

PRILOGA A: Najpogosteje uporabljeni mnogokratniki za tržno vrednotenje podjetij iz izbranih industrijskih sektorjev na razvitih kapitalskih trgih

PRILOGA B: Izbrane transakcije v bančnem sektorju v centralni Evropi in njihove kontrolne premije

PRILOGA C: Izbrani kazalniki za vzorec primerljivih bank iz centralne in vzhodne Evrope, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu, na 31.12.2004

PRILOGA D: Izbrani večkratniki tržne vrednosti kapitala za vzorec primerljivih bank iz centralne in vzhodne Evrope, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu, na 31.12.2004

PRILOGA E: Izbrani kazalniki za vzorec bank iz centralne in vzhodne Evrope pred prevzemno ponudbo

PRILOGA F: Izbrani večkratniki za vzorec bank iz centralne in vzhodne Evrope pred prevzemno ponudbo

PRILOGA G: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2004-2009

PRILOGA H: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2010-2014

PRILOGA A: Najpogosteje uporabljeni mnogokratniki za tržno vrednotenje podjetij iz izbranih industrijskih sektorjev na razvitih kapitalskih trgih

Industrija	Pod-sektor	Najpogosteje uporabljeni multiplikatorji
Avtomobilska industrija	proizvajalci avtomobilov proizvajalci komponent	P/S P/CE relative in P/S
Banke		P/BV
Osnovni materiali	papir kemikalije kovine&rudarstvo	P/BV EV/EBITDA, EV/S, P/CE P/LFCF in EV/EBITDA
Gradbeništvo		P/LFCF, EV/FCF, PER in EV/EBITDA
Poslovne storitve		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER in PEG
Proizvodna sredstva	inženiring obramba	PER, EV/EBITDA in EV/S PER, EV/EBITDA in EV/S
Hrana, pijača & tobak	prehrambena industrija pivovarne&pivnice alkoholne pijače tobak	EV/EBITDA in EV/CE ROCE, PEG in PER relative EV/EBITDA ROCE
Zdravstvo		PER, PER relative glede na S&P IN EV/EBITDA
Zavarovalništvo		P/AV
Prosti čas		EV/EBITDA
Mediji		PER relative, EV/EBITDA
Nafta in plin	integrirana	PER, EV/CE
Nepremičnine		P/FAD, EV/EBITDA, P/NAV
Potrošne dobrine	oblačila hrana luksuzne dobrine	PER relative (glede na trg in sektor), EV/EBITDA PER relative PER, PEG, EV/S in EV/EG
Tehnologija	Software, oprema & polprevodniki	PER, PER relative
Telekomi		EV/EG, EV/S in P/število strank
Transport	zračni cestni	EV/EBITDA P/S
Javne dobrine		PER, P/CE

Kjer je:

- PER - multiplikator čistega poslovnega izida
- EV/EBITDA - tržna vrednost investiranega kapitala / poslovni izid pred davki, obrestmi in amortizacijo
- EV/EG - tržna vrednost investiranega kapitala / rast poslovnega izida pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA growth)
- P/BV - multiplikator knjigovodske vrednosti
- P/CE - cena delnice / čisti poslovni izid pred amortizacijo na delnico
- EV/S - tržna vrednost investiranega kapitala / prihodki iz prodaje
- P/S - cena delnice / prodaja iz prodaje na delnico
- EV/FCF - tržna vrednost investiranega kapitala / prosti denarni tok
- PEG - (cena delnice / čisti poslovni izid na delnico) / rast dobička
- P/LFCF - tržna kapitalizacija / (izid iz poslovanja po obrestih in davkih + amortizacija - povečanje potrebnega obratnega kapitala-investicije v obstoječe poslovanje)
- ROCE - donos na uporabljen kapital
- EV/CE - tržna vrednost investiranega kapitala / čisti poslovni izid pred amortizacijo
- P/AV - tržna kapitalizacija / vrednost sredstev
- P/FAD - tržna kapitalizacija / sredstva za distribucijo
- P/NAV - tržna kapitalizacija / neto vrednost sredstev
- P/število strank - tržna kapitalizacija / število strank

Vir: Fernandez, 2001, str. 6

PRILOGA B: Izbrane transakcije v bančnem sektorju v centralni Evropi in njihove kontrolne premije

Ciljna banka	Prevzemnik	Datum prevzemne ponudbe	Prevzemna cena	Povprečna cena v 6 mesecih pred prevzemno ponudbo	Kontrolna premija
PBR	BRE Bank	13.5.1998	28,50 PLN	19,50 PLN	46,2%
Amerbank	DG	14.10.1998	34,50 PLN	22,66 PLN	52,3%
BPH	BHV	23.11.1998	480,00 PLN	269,82 PLN	77,9%
BPH	BHV	13.1.1999	420,00 PLN	240,42 PLN	74,7%
Amerbank	DB	10.5.1999	34,00 PLN	33,06 PLN	2,8%
PEKAO	UC	23.6.1999	56,00 PLN	46,18 PLN	21,3%
BPH	BHV	6.7.1999	230,00 PLN	209,04 PLN	10,0%
PPAB	Fortis	30.9.1999	42,10 PLN	32,83 PLN	28,2%
PPAB	Fortis	7.10.1999	40,10 PLN	33,05 PLN	21,3%
BK	Nordbanken	12.10.1999	17,50 PLN	13,75 PLN	27,3%
BK	Nordbanken	17.11.1999	16,50 PLN	13,48 PLN	22,4%
PBZ	BCI	1.1.2000	218,30 HRK	98,40 HRK	121,8%
RB	BL	1.5.2000	323,90 PLN	96,70 PLN	235,0%
Handlowy	Citibank	12.5.2000	70,00 PLN	63,35 PLN	10,5%
OP	Sampo	1.6.2000	9,00 PLN	9,20 PLN	-2,2%
BIG	BPC	7.6.2000	13,50 PLN	12,64 PLN	6,8%
Handlowy	Citibank	12.6.2000	70,00 PLN	64,25 PLN	8,9%
BK	Nordbanken	18.7.2000	20,00 PLN	13,85 PLN	44,4%
BSK	ING	8.3.2001	265,00 PLN	223,90 PLN	18,4%
Kredyt Bank	KBC	19.12.2001	18,00 PLN	17,86 PLN	0,8%
Amerbank	DZ Bank	3.4.2002	21,30 PLN	21,15 PLN	0,7%
Ceska Sporitelna	Erste Bank	18.4.2002	375,00 CZK	330,00 CZK	13,6%
BCz	BRE Bank	10.5.2002	5,50 CZK	4,69 CZK	17,3%
Mediana					21,3%

Vir: Bloomberg.

PRILOGA C: Izbrani kazalniki za vzorec primerljivih bank iz centralne in vzhodne Evrope, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu, na 31.12.2004

Banka	Velikost sredstev glede na BC ¹	ROA pred davki	ROE pred davki	Neto obrestna marža	Rezervacije/ Celotni krediti	Kapital/ Sredstva
BACA	97,2	0,6%	13,4%	2,4%	3,1%	4,5%
OTP Bank	11,2	4,4%	44,7%	10,2%	2,8%	10,4%
PEKAO	9,7	2,6%	20,8%	7,4%	1,1%	13,3%
Komerčni banka	10,0	2,8%	29,8%	3,6%	1,4%	9,7%
Bank BPH SA	8,8	2,0%	18,1%	4,4%	3,4%	11,0%
Handlowy bank	5,5	1,6%	9,0%	4,6%	1,2%	18,1%
Bank WBK	4,5	2,2%	20,7%	5,7%	2,4%	11,0%
ING Bank Slaski	5,7	1,3%	14,3%	4,1%	1,9%	9,0%
Zagrebačka banka	5,6	1,9%	23,6%	5,0%	0,4%	8,3%
Privredna banka	3,8	2,1%	23,2%	5,3%	0,8%	9,7%
BRE Bank	5,3	-0,7%	-23,3%	2,6%	4,1%	5,7%
Millennium bank	3,3	1,7%	18,9%	5,6%	3,6%	9,8%
Povprečna vrednost	14,2	1,9%	17,8%	5,1%	2,2%	10,0%
Srednja vrednost	5,6	2,0%	19,8%	4,8%	2,1%	9,7%
Banka Celje	1,0	1,2%	15,9%	3,6%	3,0%	7,6%

Vir: Lastni izračuni

PRILOGA D: Izbrani večkratniki tržne vrednosti kapitala za vzorec primerljivih bank iz centralne in vzhodne Evrope, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu, na 31.12.2004

Banka	TVK ² (000 EUR)	TVK/ KV ³	TVK/ Celotna Sredstva	TVK/ Depoziti strank	TVK/ Krediti strankam	TVK/ Poslovni izid pred davki
BACA	9.777.611	1,47	0,07	0,17	0,12	11,70
OTP Bank	6.352.425	3,60	0,37	0,54	0,60	9,36
PEKAO	5.639.293	2,91	0,39	0,58	0,93	14,67
Komerčni banka	4.088.631	2,80	0,27	0,34	0,77	9,73
Bank BPH SA	3.594.817	2,47	0,27	0,52	0,58	14,41
Handlowy bank	1.817.176	1,20	0,22	0,44	0,76	13,65
Bank WBK	1.737.150	2,34	0,26	0,40	0,54	12,29
ING Bank Slaski	1.242.241	1,61	0,14	0,20	0,51	12,13
Zagrebačka banka	1.241.034	1,79	0,15	0,22	0,30	8,02
Privredna banka	1.084.150	1,95	0,19	0,28	0,34	8,95
BRE Bank	803.460	1,76	0,10	0,23	0,26	3,22
Millennium bank	700.356	1,43	0,14	0,23	0,42	8,08
Povprečna vrednost	3.173.195	2,11	0,21	0,34	0,51	10,52
Srednja vrednost	1.777.163	1,87	0,20	0,31	0,52	10,71

Vir: Lastni izračuni

¹ BC – Banka Celje d.d.

² TVK – tržna vrednost lastniškega kapitala

³ KV – knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

PRILOGA E: Izbrani kazalniki za vzorec bank iz centralne in vzhodne Evrope pred prevzemno ponudbo

Banka	Velikost sredstev glede na BC ⁴	Pridobljeni delež	ROA pred davki	ROE pred davki	Neto obrestna marža	Rezervacije/ Celotni krediti	Kapital/ Sredstva
BZ WBK	1,4	80,00%	3,6%	35,2%	29,3%	0,6%	9,4%
Pekao	8,8	52,10%	1,7%	23,5%	4,5%	5,0%	5,6%
Privredna Banka	1,5	66,30%	1,1%	10,3%	6,4%	3,7%	11,8%
Česka Sporitelna	6,9	52,00%	-1,0%	-17,7%	5,8%	2,2%	6,0%
Slovenska Sporitelna	2,7	87,20%	2,1%	45,6%	1,4%	-	3,7%
Komerčni Banka	7,7	60,40%	0,0%	-0,5%	3,9%	6,4%	5,2%
Zagrebačka Banka	4,3	77,10%	1,4%	16,3%	6,5%	0,6%	7,9%
Postabank ES	1,1	99,97%	-0,5%	-4,7%	7,7%	1,3%	9,2%
DSK Bank	0,7	100,00%	2,0%	16,0%	13,5%	3,3%	12,6%
Zivnostenska B.	1,1	15,00%	0,2%	4,1%	3,4%	0,3%	5,6%
Nova banka	0,7	95,59%	0,7%	10,2%	6,1%	0,9%	7,5%
Delta banka	0,5	75,00%	3,5%	21,8%	8,9%	0,8%	16,5%
Continental banka	0,1	98,43%	-22,0%	-82,8%	7,0%	1,0%	30,6%
ABS banka	0,0	100,00%	0,4%	3,0%	6,7%	0,5%	12,8%
Povprečna vrednost	2,7	75,6%	-0,5%	5,7%	7,9%	2,0%	10,3%
Srednja vrednost	1,2	78,6%	0,9%	10,3%	6,5%	1,0%	8,5%
Banka Celje	1,0	-	1,2%	15,9%	3,6%	3,0%	7,6%

Vir: Lastni izračuni

PRILOGA F: Izbrani večkratniki za vzorec bank iz centralne in vzhodne Evrope pred prevzemno ponudbo

Banka	TVK ⁵ (000 EUR)	TVK/KV ⁶	TVK/ Celotna Sredstva	TVK/ Depoziti strank	TVK/ Krediti strankam	TVK/ Poslovni izid pred davki
BZ WBK	793.750	4,15	0,39	0,52	0,95	11,78
Pekao	1.996.161	2,43	0,16	0,21	0,38	8,43
Privredna Banka	455.505	1,72	0,20	0,36	0,54	17,67
Česka Sporitelna	994.231	1,57	0,09	0,11	0,34	-
Slovenska Sporitelna	486.239	2,05	0,11	0,13	0,38	5,18
Komerčni Banka	1.976.512	3,27	0,17	0,25	0,47	-
Zagrebačka Banka	811.933	1,59	0,13	0,16	0,36	9,92
Postabank ES	394.218	2,54	0,23	0,29	0,49	-
DSK Bank	311.000	2,37	0,30	0,35	0,66	17,22
Zivnostenska B.	252.304	2,70	0,15	0,22	0,37	66,39
Nova banka	246.888	3,15	0,24	0,30	0,47	33,73
Delta banka	264.446	2,32	0,38	0,48	0,82	12,27
Continental banka	49.500	1,73	0,53	0,98	0,84	-
ABS banka	12.409	1,33	0,17	0,22	0,31	44,86
Povprečna vrednost	646.078	2,35	0,23	0,33	0,53	22,75
Srednja vrednost	424.862	2,34	0,19	0,27	0,47	14,75

Vir: Lastni izračuni

⁴ BC – Banka Celje d.d.

⁵ TVK – tržna vrednost lastniškega kapitala

⁶ KV – knjigovodska vrednost lastniškega kapitala

PRILOGA G: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2004-2009

v 000 SIT

	2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009
Neto obrestni prihodki	7.623.795	7.623.795	8.422.306	9.264.537	10.190.991	11.210.090
Neto neobrestni prihodki	6.988.479	6.988.479	7.656.642	8.422.306	9.264.537	10.190.991
Celotni prihodki	14.612.274	14.612.274	16.078.948	17.686.843	19.455.528	21.401.080
Splošni upravni stroški	7.354.764	7.354.764	7.910.405	8.520.165	9.172.774	9.870.702
Amortizacija	1.203.187	1.203.187	1.323.505	1.455.856	1.601.441	1.761.586
Neto odhodki za oblikovanje rezervacij	1.604.249	1.604.249	1.764.674	1.941.141	2.135.255	2.348.781
Skupaj odhodki	10.162.200	10.162.200	10.998.584	11.917.162	12.909.470	13.981.069
Poslovni izid iz rednega delovanja	4.450.074	4.450.074	5.080.364	5.769.681	6.546.057	7.420.012
Poslovni izid zunaj rednega delovanja	0	0	0	0	0	0
Celotni poslovni izid	4.450.074	4.450.074	5.080.364	5.769.681	6.546.057	7.420.012
Davki iz poslovnega izida	1.112.519	1.112.519	1.270.091	1.442.420	1.636.514	1.855.003
ČISTI POSLOVNI IZID	3.337.556	3.337.556	3.810.273	4.327.261	4.909.543	5.565.009

Vir: Lastni izračuni

PRILOGA H: Napoved prilagojenega izkaza poslovnega izida za obdobje 2010-2014

v 000 SIT

	Napoved 2010	Napoved 2011	Napoved 2012	Napoved 2013	Napoved 2014
Neto obrestni prihodki	12.213.660	13.127.335	13.978.393	14.745.168	15.369.141
Neto neobrestni prihodki	11.103.327	11.933.941	12.707.630	13.404.699	13.971.946
Celotni prihodki	23.316.987	25.061.277	26.686.022	28.149.867	29.341.087
Splošni upravni stroški	10.704.034	11.477.338	12.191.922	12.829.277	13.322.439
Amortizacija	1.902.512	2.035.688	2.157.830	2.265.721	2.345.021
Neto odhodki za oblikovanje rezervacij	2.536.683	2.714.251	2.877.106	3.020.961	3.126.695
Skupaj odhodki	15.143.230	16.227.277	17.226.857	18.115.960	18.794.156
Poslovni izid iz rednega delovanja	8.173.757	8.833.999	9.459.165	10.033.907	10.546.931
Poslovni izid zunaj rednega delovanja	0	0	0	0	0
Celotni poslovni izid	8.173.757	8.833.999	9.459.165	10.033.907	10.546.931
Davki iz poslovnega izida	2.043.439	2.208.500	2.364.791	2.508.477	2.636.733
ČISTI POSLOVNI IZID	6.130.318	6.625.499	7.094.373	7.525.430	7.910.198

Vir: Lastni izračuni