

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**MAGISTRSKO DELO**

DAVID FRIC



UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VREDNOTENJE POSLOVNIH BANK NA PRIMERU NOVE  
KREDITNE BANKE MARIBOR**

Ljubljana, oktober 2010

DAVID FRIC

## **IZJAVA**

Študent David Fric izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal v soglasju s svetovalcem dr. Aljoše Valentinčiča, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 29.10.2010

Podpis: \_\_\_\_\_

## KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 FINANČNE INSTITUCIJE .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Razlike med poslovnimi bankami in nefinančnimi družbami.....</b>	<b>4</b>
<b>2 BASEL II IN MINIMALNE KAPITALSKE ZAHTEVE.....</b>	<b>5</b>
<b>2.1 Tveganju prilagojeni zneski izpostavljenosti in sestava kapitala.....</b>	<b>6</b>
2.1.1 Kapital banke .....	6
2.1.2 Razvrščanje finančnih sredstev v skupine .....	8
2.1.3 Izpostavljenost banke .....	10
<b>2.2 Kreditno tveganje .....</b>	<b>11</b>
2.2.1 Obravnava skupine terjatev v okviru standardiziranega pristopa.....	12
2.2.2 Pristop na podlagi notranjih bonitetnih sistemov .....	17
<b>2.3 Operativno tveganje .....</b>	<b>19</b>
2.3.1 Enostavni pristop .....	20
2.3.2 Standardiziran pristop.....	20
2.3.3 Napredni pristopi .....	22
<b>2.4 Tržna tveganja .....</b>	<b>23</b>
<b>3 METODE VREDNOTENJA.....</b>	<b>24</b>
<b>3.1 Metode sedanje vrednosti donosov .....</b>	<b>27</b>
3.1.1 Model prostih denarnih tokov podjetju .....	29
3.1.2 Model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu .....	31
<b>3.2 Tržni pristop – metoda primerljivih podjetij.....</b>	<b>34</b>
3.2.1 Multiplikator čistega dobička – PER.....	35
3.2.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti - PBV .....	37
<b>3.3 Diskontna mera.....</b>	<b>39</b>
3.3.1 Dolžniški kapital.....	40
3.3.2 Lastniški kapital.....	40
3.3.3 Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala (WACC).....	42
<b>4 FINANČNA SREDSTVA .....</b>	<b>43</b>
<b>4.1 Opredelitev štirih kategorij finančnih instrumentov .....</b>	<b>45</b>
<b>4.2 Evidentiranje in oslabitve finančnih sredstev .....</b>	<b>46</b>
4.2.1 Finančna sredstva, izkazana po odplačni vrednosti.....	47
4.2.2 Finančna sredstva, izkazana po nabavni vrednosti .....	47
4.2.3 Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva .....	47
<b>4.3 Nepristranski dokazi .....</b>	<b>48</b>
<b>5 VREDNOTENJE SKUPINE NKBM .....</b>	<b>48</b>
<b>5.1 Predstavitev skupine .....</b>	<b>49</b>
<b>5.2 Metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu .....</b>	<b>50</b>
5.2.1 Napoved bilance stanja.....	50
5.2.2 Napoved izkaza poslovnega izida.....	58
5.2.3 Napoved čistega denarnega toka .....	62
<b>5.3 Tržni pristop – metoda primerljivih podjetij.....</b>	<b>64</b>

<b>SKLEP</b> .....	<b>66</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>68</b>
<b>PRILOGE</b>	

## **KAZALO SLIK**

<i>Slika 1: Najpogosteje uporabljene metode za vrednotenje evropskih podjetij</i> .....	26
<i>Slika 2: Prikaz razmerja med PER ttm in ROE za banke na dan 6.7.2010</i> .....	37
<i>Slika 3: Prikaz razmerja med PBV in ROE za banke na dan 6.7.2010</i> .....	39

## **KAZALO TABEL**

<i>Tabela 1: Statistični povzetek analize kapitalske ustreznosti bank na dan 31.12.2009</i> .....	8
<i>Tabela 2: Stopnje tveganja (uteži po S&amp;P) za kreditno tveganje držav %</i> .....	12
<i>Tabela 3: Stopnje tveganja (uteži po ECA) za kreditno tveganje držav v %</i> .....	13
<i>Tabela 4: Stopnje tveganja (uteži po S&amp;P) za kreditno tveganje do bank v %</i> .....	14
<i>Tabela 5: Stopnje tveganja (uteži po S&amp;P) za kreditno tveganje do podjetij</i> .....	14
<i>Tabela 6: Faktorji <math>\beta</math> v % za posamezna poslovna področja</i> .....	21
<i>Tabela 7: Izračun prostega denarnega toka podjetja (FCFF)</i> .....	30
<i>Tabela 8: Izračun vrednosti lastniškega kapitala</i> .....	31
<i>Tabela 9: Izračun prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu (FCFE)</i> .....	32
<i>Tabela 10: Prosti denarni tok navadnim delničarjem poslovne banke</i> .....	34
<i>Tabela 11: Statistični povzetek – za PER bank na dan 6. 7. 2010</i> .....	36
<i>Tabela 12: Statistični povzetek za PBV bank na dan 6.7.2010</i> .....	38
<i>Tabela 13: Praksa ocenjevanja stroškov lastniškega kapitala v podjetjih</i> .....	41
<i>Tabela 14: Uporabljene premije za tveganje v letu 2010</i> .....	42
<i>Tabela 15: Stanje finančnih obveznosti gospodinjstev v mio EUR</i> .....	51
<i>Tabela 16: Krediti domačih bank nebančnemu sektorju v mio EUR</i> .....	51
<i>Tabela 17: Bilančna vsota bank v Sloveniji v primerjavi z BDP</i> .....	52
<i>Tabela 18: Bonitetna struktura razvrščenih terjatev in pokritost z oslabitvami</i> .....	52
<i>Tabela 19: Posojila in stroški oslabitev in rezervacij v %</i> .....	53
<i>Tabela 20: Napoved rasti kreditov (v mio EUR)</i> .....	53
<i>Tabela 21: Gibanje oslabitev kreditov Skupine NKBM (v 000 EUR)</i> .....	54
<i>Tabela 22: Vrednost slabih kreditov v portfelju Skupine NKBM</i> .....	55
<i>Tabela 23: Napoved ocene oslabitev kreditov in odpisov kreditov v (v mio EUR)</i> .....	55
<i>Tabela 24: Bruto dohodek in delež oslabitev v bruto dohodku NKBM</i> .....	56
<i>Tabela 25: Napoved finančnih sredstev razpoložljivih za prodajo (v mio EUR)</i> .....	56
<i>Tabela 26: Napoved stopenj rasti bilančne vsote Skupine NKBM</i> .....	56
<i>Tabela 27: Napoved tveganju prilagojene aktive in kapitalske ustreznosti NKBM</i> .....	57
<i>Tabela 28: Napoved finančnih obveznosti merjenih po odplačni vrednosti (v mio EUR)</i> ..	58
<i>Tabela 29: Predpostavke za napoved prihodkov in odhodkov za obresti</i> .....	59
<i>Tabela 30: Napoved prihodkov in odhodkov iz obresti in podobnih prihodkov</i> .....	59

<i>Tabela 31: Predpostavke za napoved prihodkov in odhodkov za opravnine .....</i>	60
<i>Tabela 32: Napoved prihodkov in odhodkov iz opravnin.....</i>	60
<i>Tabela 33: Predpostavke za napoved stroškov amortizacije.....</i>	61
<i>Tabela 34: Napoved dobička iz rednega poslovanja in čistega dobička poslovnega leta ..</i>	61
<i>Tabela 35: Izračun stroškov kapitala NKBM .....</i>	62
<i>Tabela 36: Povzetek vrednotenja NKBM v obdobju visoke rasti (v mio EUR).....</i>	63
<i>Tabela 37: Izračun vrednosti lastniškega kapitala in cene delnice NKBM .....</i>	63
<i>Tabela 38: Analiza občutljivosti cene delnice NKBM (v EUR) .....</i>	64
<i>Tabela 39: Relativni kazalniki NKBM in primerljivih bank na dan 5.3.2010.....</i>	64
<i>Tabela 40: Izračun ocene vrednosti delnice NKBM po metodi primerljivih podjetij .....</i>	65
<i>Tabela 41: Razpon ocene vrednosti delnice NKBM .....</i>	66





## UVOD

Svetovni bančni sistem je v letih 2008 in 2009 doživel številne pretrese. Nepremičninska kriza v Združenih državah Amerike je bankam povzročila številne težave. Cene nepremičnin v ZDA so najvišjo vrednost, merjeno s četrletnim S&P/Case-Shiller Indexom, dosegle v drugem četrletju leta 2006, ko je indeks dosegel 189,93 točke, kar je 39,5 % manj od vrednosti indeksa za zadnje četrletje leta 2009. Najbolj pogosta vrsta zavarovanja nepremičninskih kreditov je zastava kupljene nepremičnine; tako so ob padcu cen nepremičnin in nezmožnosti plačila kreditojemalcev banke z zasegom in prodajo nepremičnin ustvarile izgubo.

Svetovna finančna kriza je povzročila nemalo težav tudi slovenskim bankam. Banke so v prvih 10 mesecih leta 2009 odplačale 3,3 mrd evrov obveznosti do tujih kreditodajalcev. Zaradi krčenja tujih finančnih virov so morale spremeniti način financiranja, pri tem jim je pomagala država, ki je v večjem obsegu povečala vloge pri bankah s sredstvi, ki jih je zbrala z izdajo vrednostnih papirjev v višini 4 mrd evrov. Dve banki sta v tujini izdali dolgoročni obveznici z jamstvom države v višini 2 mrd evrov. Banke so dodatne vire pridobile tudi z enoletnim zadolževanjem pri Evropski centralni banki. Republika Slovenija je za spodbujanje kreditne aktivnosti v aprilu 2009 sprejela Zakon o jamstveni shemi Republike Slovenije, s katerim je podjetjem omogočila lažji dostop do posojil. Slovenske banke so v času gospodarske krize povečale tudi pribitke nad referenčno obrestno mero (EURIBOR). Dinamika slovenskih obrestnih mer za posojila podjetjem v letu 2009 ni sledila zniževanju referenčne obrestne mere. Pribitek nad referenčno obrestno mero se je tako oktobra 2009 v primerjavi z decembrom 2008 za nova kratkoročna posojila podjetjem za obratna sredstva povečal za 1,4 odstotne točke na 3,6 odstotne točke, pri dolgoročnih posojilih za obratna sredstva za slabi 2 odstotni točki na 4,2 odstotne točke. Pribitki novoodobrenih posojil gospodinjstvom so bili manjši kot pri posojilih podjetjem. Pri potrošniških posojilih so se pribitki povečali za 0,6 odstotne točke na 3,7 odstotne točke, pri stanovanjskih posojilih pa za 0,3 odstotne točke na 2,4 odstotne točke (Banka Slovenije, 2009, str. 5–8).

Gospodarska kriza je vplivala tudi na dobiček pred obdavčitvijo bank v Sloveniji, ki je po nerevidiranih podatkih v letu 2009 znašal 160 mio evrov, kar je 48 % manj kot v letu 2008. V letu 2009 se je za 4,3 odstotne točke zmanjšala tudi donosnost kapitala bank in znaša 3,83 %. Zmanjšanje dobička in donosnosti kapitala je v največji meri posledica povečanih stroškov oslabitev in rezervacij. Banke so zaradi poslabšanja kreditnega portfelja v letu 2009 oblikovale za 218 mio evrov stroškov oslabitev in rezervacij več kot leta 2008 oziroma za 78 % več. Oblikovane oslabitve in rezervacije bank so ob konca leta 2009 znašale 1,8 mrd evrov, kar je 30 % več kot konec leta 2008 (Banka Slovenije, 2010, str. 78-94).

Vse spremembe in problematike, s katerimi se banke soočajo, vplivajo na težavnost ocenjevanja vrednosti le-teh. Učinkovito ocenjevanje vrednosti bank temelji na dobrem

poznavanju bančnega poslovanja, bančnega poslovnega okolja in sprememb v okolju. Posebnosti poslovanja bank izhajajo iz njihove temeljne funkcije, ki jo opravljajo v gospodarstvu, to je posredni prenos finančnih prihrankov od suficitnih gospodarskih celic k deficitnim gospodarskim celicam. Opravljanje te funkcije prinaša dobiček, ki ga banke ustvarijo na razliki med prejetimi in danimi obrestmi. Na izbiro metode vrednotenja vpliva predvsem interesna skupina, kateri je namenjeno vrednotenje. Vrednotenje poslovnih bank je specifično zaradi posebnosti poslovanja bank. Specifičnost poslovanja se odraža tudi v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida, katera se močno razlikujeta od bilance stanja in izkaza poslovnega izida nefinančnega podjetja, kar otežuje določitev njihovega dolga, investicij in s tem določitev denarnega toka.

Vrednotenje temelji na predpostavki o pol-učinkovitosti trga kapitala, saj je na učinkovitem trgu kapitala tržna cena najboljša ocena vrednosti in vrednotenje na takšnem trgu je nesmiselno (Damodaran, 2002, str. 3).

Namen magistrskega dela je prikazati uporabo modelov vrednotenja na primeru finančne institucije ter opredeliti dejavnike, ki vplivajo na metodo vrednotenja in pristop k vrednotenju finančnih institucij. Opredelil bom najbolj pomembne značilnosti poslovanja bank, na podlagi teh pa bom predstavil modele vrednotenja, katere je smiselno in možno uporabiti pri vrednotenju finančnih institucij.

Osnovni cilj magistrskega dela je določiti razpon ocene vrednosti delnice Nove Kreditne banke Maribor z uporabo dveh najbolj pogosto uporabljenih pristopov vrednotenja poslovnih bank. To sta pristop k ocenjevanju vrednosti poslovnih bank z metodo diskontiranega denarnega toka, ter tržni pristop, ki temelji na standardizaciji cen, kar pomeni, da se cene konvertirajo v večkratnike dobička, knjigovodske vrednosti, itd. Obstajajo pa še drugi cilji, kot:

1. Opozoriti na posebnosti finančnih institucij, ki le-te ločujejo od nefinančnih podjetij. Banke se razlikujejo od nefinančnih institucij predvsem po visokem finančnem vzvodu saj kapital banke predstavlja le nekaj odstotkov bilančne vsote. Zaradi specifičnosti poslovanja se pojavi vprašanje zaradi ali je dolg banke sploh dolg.
2. Razkriti in izpostaviti glavne razlike v procesu vrednotenja bank in nefinančnih institucij.
3. Opozoriti na tveganja, s katero se soočajo banke. Poslovne banke se soočajo z večjim številom tveganj, za katera nameravam prikazati izračun kapitalskih zahtev za kreditno, operativno in tržna tveganja.
4. Definirati strošek kapitala in opredeliti primerno diskontno stopnjo. Predstavitev najbolj uporabljenega modela za izračuna stroškov kapitala (CAPM).
5. Predstaviti praktični vidik vrednotenja na osnovi teoretično predstavljenih modelov na primeru vrednotenja Nove Kreditne banke Maribor.

V magistrskem delu preverjam trditev, da se vrednotenje poslovnih bank s pomočjo metode diskontiranega denarnega toka razlikuje od vrednotenja nefinančnih institucij. Vrednost lastniškega kapitala banke je odvisna od zunanjih dejavnikov, tudi zakonsko opredeljenih, kot sta Basel II in mednarodni standardi računovodskega poročanja (MSRP), ki opredeljujejo evidentiranje in oslabitve finančnih sredstev banke, s katerimi banka ustvarja dodano vrednost.

Pri pisanju magistrske naloge sem uporabil sekundarne podatke. Magistrsko delo se bo opiralo na javno razpoložljivo tujo in domačo literaturo ter ostale javno dostopne vire, ki teoretično in praktično obravnavajo tematiko vrednotenja finančnih institucij. Vrednotenje navadnega lastniškega kapitala Nove KBM temelji na javno dostopnih informacijah o aktivnostih in poslovanju banke ter na podlagi informacij, katere je mogoče dobiti na podatkovni bazi Bloomberg. Osnovno vodilo pri izdelavi magistrskega dela bo prikaz sodobnih finančnih modelov za vrednotenje nefinančnih podjetij kot orodja, katera se lahko uporabi tudi za vrednotenje finančnih institucij.

Magistrsko delo je zasnovano tako, da na začetku predstavim finančne institucije ter pojasnim tudi razlike med poslovnimi bankami in nefinančnimi institucijami, ki vplivajo na vrednotenje. V drugem poglavju se posvetim kapitalskemu sporazumu, imenovanemu Basel 2. V tem poglavju opredelim tveganju prilagojeno aktivo ter pojasnim pristope za računanje minimalnih kapitalskih zahtev za kreditno, operativno ter tržna tveganja. Tretji del je namenjen teoretičnemu vidiku vrednotenja. Posvetil sem se tržnemu pristopu in metodam prostih denarnih tokov ter teoretičnemu vidiku izračuna stroškov kapitala. Četrto poglavje je namenjeno finančnim sredstvom poslovnih bank, njihovemu evidentiranju in oslabitvah. Zadnje, peto poglavje pa namenjeno praktičnemu vidiku vrednotenja, v katerem prikažem vrednotenje na podlagi obeh obravnavanih pristopov.

## 1 FINANČNE INSTITUCIJE

Finančne institucije obstajajo v različnih oblikah, saj se prilagajajo različnim željam varčevalcev in investitorjev. Najbolj običajna delitev finančnih institucij je na finančne institucije, ki sprejemajo vloge, in na tiste, ki jih ne. Finančne institucije, ki sprejemajo vloge, imenujemo depozitne finančne institucije, ostale pa imenujemo ne-depozitne finančne institucije. Poznamo štiri osnovne oblike depozitnih finančnih institucij (Mramor, 1994, str. 89-92):

1. **Poslovne banke** so najpogostejša oblika finančnih institucij, za katere je značilno, da sprejemajo vrsto različnih vlog, ki se razlikujejo glede na ročnost, donosnost itd. Kapitalski vložek lastnikov je v primerjavi z vsemi sredstvi relativno majhen.
2. **Hranilnice** prav tako zbirajo prihranke prebivalstva in dajejo posojila prebivalstvu ter nalagajo svoja sredstva v druge finančne institucije ali v različne finančne oblike (državne obveznice). Običajno se specializirajo za stanovanjska hipotekarna posojila

ter druga predvsem bolj dolgoročna posojila. Podobno kot pri bankah je delež lastniškega kapitala v sredstvih relativno majhen.

3. **Vzajemne hranilnice** se razlikujejo od običajnih hranilnic predvsem z vidika lastništva. Vloge varčevalcev so v bistvu lastniški deleži, čeprav jih je možno kadarkoli dvigniti. Kredite dajejo predvsem za nakup nepremičnin.
4. **Kreditne zadruga** so z razliko od poslovnih bank in hranilnic neprofitne, omejuje se le na poslovanje s člani kreditne zveze, ki imajo običajno skupnega delodajalca. Zaradi te splošne značilnosti je večina kreditnih zvez majhnih, svoja sredstva pa koristijo za dajanje posojil svojim članom.

## 1.1 Razlike med poslovnimi bankami in nefinančnimi družbami

Poslovna banka in podjetje imata drugačen namen oziroma drugačno vlogo v gospodarstvu. Glavna razlika med banko in podjetjem je posebnost poslovanja banke in njena vloga v poslovnem okolju. Kot smo že omenili, je banka posrednik med suficitarnimi in deficitarnimi gospodarskimi celicami. Njen cilj je zbirati denarna sredstva od suficitnih gospodarskih celic ter jih v obliki kreditov dajati subjektom, ki za svoj obstoj in razvoj potrebujejo denarna sredstva. Banka je s tradicionalnimi posli poskušala zaslužiti z razliko med obrestnimi merami. Banke se soočajo s konkurenco neposrednih financ, ki omogočajo neposreden pretok finančnih prihrankov od deficitarnih k suficitarnim gospodarskim celicam. Banke lahko neposrednim financam konkurirajo le toliko časa, dokler razlika med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami ni prevelika. V nasprotnem primeru neposredne finance postanejo privlačnejše in začnejo nadomeščati posredniško funkcijo (Ribnikar, 1993, str. 216).

Razlike med poslovnimi bankami in nefinančnimi institucijami so izražene v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida banke, ki se močno razlikujeta od bilance stanja in izkaza poslovnega izida nefinančnih podjetij. Najpomembnejše razlike sem predstavil spodaj.

### **Kapital**

Poslovne banke imajo izredno visok finančni vzvod. Delež kapitala v financiranju banke znaša le nekaj odstotkov bilančne vsote, kar je precej manj od deleža kapitala v financiranju podjetja. Razlika med bankami in nefinančnimi institucijami je posledica specifične vloge kapitala v bankah. Primarna funkcija lastniškega kapitala nefinančnih podjetij je financiranje realnih naložb podjetja. Osnovna funkcija kapitala banke je varovanje upnikov banke oziroma vlagateljev pred tveganji, katerim je banka izpostavljena. Tveganja, s katerimi se sooča banka, so zaradi visoke stopnje razpršitve sredstev in obveznosti razmeroma majhna; tako imajo banke majhen delež lastniškega kapitala. V njihovi premoženjski pasivi pa prevladuje dolžniški kapital. 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, str. 306-308).

### **Opredelitev dolga**

Kapital nefinančnih družb je definiran kot lastniški in dolžniški kapital. Podjetja zberejo kapital z izdajo lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev ter z najemom posojil (banke) ter ta sredstva uporabijo za investicije. Pri vrednotenju nefinančnih institucij običajno ugotavljamo vrednost celotnih sredstev, ki jih ima v lasti podjetje, in ne samo vrednost lastniškega kapitala. Finančne družbe ne smatrajo dolga kot vir kapitala, ampak kot surovino, ki jo je mogoče vključiti v finančne produkte in te prodati po višji ceni in ustvariti dobiček. Posledično je kapital finančnih institucij ožje definiran kot pri nefinančnih družbah in vključuje le lastniški kapital. Tako opredelitev kapitala podpirajo tudi regulatorji, ki spremljajo in določajo višino kazalnikov kapitalске 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 (Damodaran, 2002, str. 576-578).

### **Likvidnost premoženja**

Delež realnih naložb v aktivih premoženjske bilance tipične poslovne banke je precej manjši od deleža lastniškega kapitala v njeni premoženjski pasivi. V sredstvih 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. Naložbe in obveznosti banke so v primerjavi z naložbami in obveznostmi nefinančnih podjetij precej bolj standardizirane, na trgih kapitala pa se z veliko oblikami naložb in obveznosti banke aktivno trguje na sekundarnem trgu kapitala (Miller, 1995, str. 242).

## **2 BASEL II IN MINIMALNE KAPITALSKE ZAHTEVE**

Jedro mednarodnih bančnih standardov banke za mednarodne povezave (*angl. Bank for international settlements*, v nadaljevanju BIS), krajše Basel II, predstavljajo trije stebri bančnega nadzora (Bank for international settlements, 2006, str. 12-242):

1. Prvi steber kapitalskega sporazuma predstavlja ugotavljanje minimalnih kapitalskih zahtev. Določa, da mora stopnja najnižje kapitalске ustreznosti predstavljati najmanj 8 % celotnega kapitala banke. Koeficient kapitalске ustreznosti pa izračunamo kot razmerje med celotnim kapitalom in tveganju prilagojeno aktivo.

2. Drugi steber predstavlja regulativni nadzor, ki spremlja kapitalno ustreznost v bankah. Glavna naloga nadzornikov je preverjanje, ali banka korektno ocenjuje tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju bančnih in finančnih storitev. Nadzorniki morajo imeti pooblastilo zahtevati višjo kapitalno ustreznost, kot jo določi banka sama oz. kot jo izračuna v skladu s standardizirano metodologijo.
3. Tretji steber baselskega sporazuma je izboljšati tržno disciplino s povečanjem obsega podatkov, ki jih morajo banke razkriti. Javno razkritje ter objave podatkov in informacij, povezanih s poslovanjem banke, omogoča vsem subjektom, ki so na kakršen koli način povezani z banko oziroma želijo biti povezani, boljši pregled nad poslovanjem bank ter tako doseganje večje tržne discipline. Banke bodo imele velik interes poslovati varno, predvsem pa z ustrežno količino kapitala, s pomočjo katere se bodo lahko zavarovale pred izgubami, ki bi nastale zaradi izpostavljenosti različnim tveganjem.

## **2.1 Tveganju prilagojeni zneski izpostavljenosti in sestava kapitala**

Tveganju prilagojeni zneski izpostavljenosti (angl. *risk weighted assets*) so seštevek posameznih aktivnih postavk, tehtanih s stopnjo kreditnega tveganja. Pri izračunavanju tveganjem prilagojeni zneskov izpostavljenosti banke uporabijo ustrezne uteži za tehtanje tveganj. Med aktivne postavke spadajo neto knjigovodske vrednosti aktivnih bilančnih postavk in kreditne nadomestitvene vrednosti za neto vrednost zunajbilančnih postavk. S pojmom neto knjigovodska vrednost mislimo na knjigovodsko vrednost bilančne postavke, ki je zmanjšana za znesek oblikovanih posebnih rezervacij. Enako je pri zunajbilančnih postavkah, pri katerih se knjigovodska vrednost zniža za znesek oblikovanih posebnih rezervacij za zunajbilančne postavke (Zakon o bančništvu, Ur. l. RS, št. 131/2006-Zban-1, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009).

### **2.1.1 Kapital banke**

Pri izračunu kapitala banke upoštevamo temeljni in dodatni kapital. Temeljni kapital banke mora predstavljati vsaj 50 % vsega kapitala banke, zato se pri izračunu kapitala banke upošteva dodatni kapital le do višine temeljnega kapitala.

Temeljni kapital banke sestavljajo (Sklep o izračunu kapitala bank in hranilnic, Ur. l. RS, št. 135/2006, 104/2007):

1. Vplačani osnovni kapital in vplačani presežek kapitala, razen osnovnega kapitala, vplačanega na podlagi prednostnih kumulativnih delnic in s temi delnicami povezanih kapitalskih rezerv, med katere spadajo:
  - navadne delnice in prednostne nekumulativne delnice po nominalni vrednosti;
  - kapitalne rezerve, povezane z navadnimi in prednostnimi nekumulativnimi delnicami.

2. Rezerve in zadržani dobiček ali izguba, med katere spadajo:
  - rezerve iz dobička, za katerega se predvideva, da bo ostal še naprej sestavina kapitala in ne bo razdeljen;
  - zadržani dobiček, oblikovan iz čistega dobička preteklih let, ki je neobremenjen z morebitnimi prihodnjimi obveznostmi in je potrjen na skupščini banke, v delu, za katerega se predvideva, da bo ostal še naprej sestavina kapitala in ne bo razdeljen.
  - Dobiček med letom, če so izpolnjeni vsi naslednji pogoji:
    - a) višino dobička mora potrditi pooblaščen revizor s pisnim mnenjem; v enaki višini se dobiček lahko vključi v izračun temeljnega kapitala tudi v naslednjih poročevalskih obdobjih, če je banka realizirala višji dobiček od tistega, ki ga je potrdil pooblaščen revizor;
    - b) dobiček mora biti zmanjšan za morebitne vmesne (delne) dividende, izplačane med letom, davke in druge obveznosti, ki bremenijo dobiček;
    - c) sredstva in obveznosti banke morajo biti vrednotene v skladu z veljavnimi računovodskimi standardi;
    - d) organi vodenja ali nadzora banke morajo sprejeti odločitev, na podlagi katere se utemeljeno predvideva razporeditev dobička v rezerve ali zadržani dobiček, ki ga ni mogoče uporabiti za izplačilo delničarjem ali drugim osebam;
    - e) vsa zahtevana dokazila, naštetá v zgornjih alinejah, mora banka posredovati Banki Slovenije skupaj s poročili za izračun kapitala, ki so sestavni del sklepa o poročanju.
3. Inovativni instrumenti (z dovoljenjem Banke Slovenije).

Rezerve in zadržani dobiček ali izguba se zmanjšajo za naslednje postavke:

1. negativni učinki iz presežka iz prevrednotenja v zvezi z delnicami in deleži, razpoložljivimi za prodajo in izkazanimi po pošteni vrednosti;
2. kumulativni dobički iz naložbenih nepremičnin, merjenih po modelu poštene vrednosti;
3. neto dobički iz naslova kapitalizacije prihodnjih donosov listinjenih izpostavljenosti, ki izboljšujejo kreditno kvaliteto teh izpostavljenosti, če je banka v vlogi originatorja listinjenja.

Višina temeljnega kapitala se zmanjša za naslednje postavke (Sklep o izračunu kapitala bank in hranilnic, Ur. l. RS, št. 135/2006, 104/2007):

1. lastne delnice, ki imajo značilnosti temeljnega kapitala po knjigovodski vrednosti;
2. neopredmetena dolgoročna sredstva banke, vključno s presežkom iz prevrednotenja v zvezi z neopredmetenimi dolgoročnimi sredstvi;
3. čista izguba poslovnega leta oziroma izguba med letom;
4. druge postavke.

Dodatni kapital I sestavljajo (Sklep o izračunu kapitala bank in hranilnic, Ur. l. RS, št. 135/2006, 104/2007):

1. Presežki iz prevrednotenja:
  - 80 % zneska pozitivnih učinkov iz presežka iz prevrednotenja v zvezi z delnicami in deleži, razpoložljivimi za prodajo in izkazanimi po pošteni vrednosti;
  - 80 % zneska kumulativnih pozitivnih učinkov iz presežka iz prevrednotenja v zvezi z opredmetenimi osnovnimi sredstvi, vrednotenimi po modelu poštene vrednosti;
  - 80 % zneska kumulativnih dobičkov iz naložbenih nepremičnin, merjenih po modelu poštene vrednosti.
2. Presežek oslabitev in rezervacij nad pričakovanimi izgubami, izračunanimi po pristopu na podlagi notranjih bonitetnih sistemov
3. Hibridni instrumenti
4. Presežki iz naslova inovativnih instrumentov
5. Prednostne kumulativne delnice s fiksnim donosom
6. Podrejeni dolg (z dovoljenjem Banke Slovenije)
7. Prednostne kumulativne delnice brez fiksnega donosa

Dodatni kapital II banke predstavlja podrejeni dolg, ki mora ustrezati več pogojem Banke Slovenije, od katere mora banka dobiti dovoljenje, da se podrejeni dolg obravnava kot del dodatnega kapitala II (Sklep o izračunu kapitala bank in hranilnic, Ur. l. RS, št. 135/2006, 104/2007).

V Tabeli 1 je prikazan statistični povzetek kapitalske ustreznosti 60 bank iz Evrope, Severne Amerike, Južne Amerike in Azije. Podatki so pridobljeni s podatkovne baze Bloomberg. Vzorec bank in podatki za posamezne banke so predstavljeni v Prilogi 11.

*Tabela 1: Statistični povzetek analize kapitalske ustreznosti bank na dan 31.12.2009*

	Delež celotnega kapitala v tveganju prilagojeni aktivni v %	Delež temeljnega kapitala v tveganju prilagojeni aktivni
Aritmetično povprečje	15,3	11,4
Mediana	14,8	10,8
Standardni odklon	3,0	2,8
Max	23,3	18,3
Min	9,8	6,4
1. kvartil – Q1	12,9	9,5
3. kvartil – Q3	17,1	12,7

## 2.1.2 Razvrščanje finančnih sredstev v skupine

Finančna sredstva oziroma prevzete zunajbilančne obveznosti se za potrebe skupinske oslabitve oziroma oblikovanja rezervacij razvrstijo v skupine od A do E. Sredstva se razvršča na podlagi ocene in vrednotenju sposobnosti dolžnika za izpolnjevanje obveznosti



do banke ob dospelosti, ki se presoja na podlagi (Sklep o ocenjevanju izgub iz kreditnega tveganja bank in hranilnic, Ur. l. RS, št. 28/2007, 102/2008, 3/2009):

1. ocene finančnega položaja dolžnika;
2. dolžnikove zmožnosti zagotovitve zadostnega denarnega pritoka za redno izpolnjevanje obveznosti do banke v prihodnosti;
3. vrste in obsega zavarovanja finančnega sredstva oziroma prevzete obveznosti po zunajbilančnih postavkah do posameznega dolžnika;
4. izpolnjevanja dolžnikovih obveznosti do banke v preteklih obdobjih.

Finančna sredstva oziroma prevzete obveznosti po zunajbilančnih postavkah za potrebe skupinske oslabitve oziroma oblikovanja rezervacij, po skupinah:

1. V skupini A so terjatve:
  - do Banke Slovenije, Republike Slovenije, Evropskih skupnosti, vlad in centralnih bank držav cone A<sup>1</sup>, kot je opredeljena v veljavnem sklepu o kapitalski ustreznosti bank in hranilnic;
  - do dolžnikov, za katere se ne pričakujejo težave s plačevanjem obveznosti in ki plačujejo svoje obveznosti ob dospelosti oziroma izjemoma z zamudo do 15 dni;
  - terjatve, ki so zavarovane s prvovrstnim zavarovanjem.
2. V skupini B so terjatve do dolžnikov:
  - za katere se ocenjuje, da bodo poravnali dospele obveznosti, vendar je njihovo finančno stanje trenutno šibko, ni pa znakov poslabšanja;
  - ki plačujejo obveznosti z zamudo do 30 dni, občasno tudi z zamudo od 31 do 90 dni;
3. V skupini C so terjatve do dolžnikov:
  - za katere se ocenjuje, da denarni tokovi ne bodo zadostovali za redno poravnavanje dospelih obveznosti;
  - ki plačujejo obveznosti z zamudo do 90 dni, občasno tudi z zamudo od 91 do 180 dni;
  - ki so izrazito podkapitalizirana;
  - ki nimajo zadostnih dolgoročnih virov sredstev za financiranje dolgoročnih naložb;
  - od katerih banka ne prejema tekoče zadovoljivih informacij ali ustreznih dokumentacije v zvezi s poravnavanjem obveznosti.
4. V skupini D so terjatve do dolžnikov:
  - pri katerih obstaja velika verjetnost izgube dela finančnega sredstva oziroma plačila po prevzeti obveznosti;

---

<sup>1</sup> Vse države članice Evropske unije ali države podpisnice Sporazuma o ustanovitvi Evropskega gospodarskega prostora, države polnopravne članice OECD in države, ki so sklenile posebne posojilne aranžmaje (angl. *special lending arrangements*) z Mednarodnim denarnim skladom, povezane s skladovimi splošnimi aranžmaji posojanja (angl. *Fund's General Arrangements to Borrow*). Pri tem vsaka država, ki odloži plačilo svojega suverenega dolga, za 5 let ne šteje pod Cono A.

- ki plačujejo obveznosti z zamudo nad 90 dni do 180 dni, občasno tudi z zamudo od 181 do 360 dni;
  - ki so plačilno nesposobna;
  - za katere je bil pri pristojnem sodišču vložen predlog za začetek postopka prisilne poravnave ali stečaja;
  - ki so v sanaciji oziroma postopku prisilne poravnave;
  - ki so v stečaju.
5. V skupini E so terjatve do dolžnikov:
- za katere se ocenjuje, da ne bodo poplačane;
  - s sporno pravno podlago;
  - ki plačujejo obveznosti z zamudo nad 360 dni.

V skupino P se razvrstijo finančna sredstva oziroma prevzete obveznosti po zunajbilančnih postavkah, za katere banka pri posamični ocenitvi ugotovi, da je potrebna oslabitev ali oblikovanje rezervacije.

Pod prvovrstna zavarovanja finančnih sredstev oziroma prevzetih obveznosti po zunajbilančnih postavkah spadajo (Sklep o ocenjevanju izgub iz kreditnega tveganja bank in hranilnic, Ur. l. RS, št. 28/2007, 102/2008, 3/2009):

1. bančne vloge, za katere je pogodbeno določena obveznost, da se uporabijo za poplačilo;
2. vrednostni papirji Republike Slovenije, Banke Slovenije ter vlad in centralnih bank držav cone A;
3. nepreklicne garancije na prvi poziv bank, ki so pridobile dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih storitev, prvovrstnih bank držav članic in prvovrstnih tujih bank<sup>2</sup>;
4. prvovrstni dolžniški vrednostni papirji bank<sup>3</sup>, s katerimi se trguje na finančnih trgih; pri tem se ne upoštevajo podrejeni in zamenljivi dolžniški vrednostni papirji in
5. nepreklicna jamstva Republike Slovenije (vključno z nepreklicnimi garancijami na prvi poziv SID<sup>4</sup>, ki so bile izdane do uveljavitve Zakona o zavarovanju in financiranju mednarodnih gospodarskih poslov).

### 2.1.3 Izpostavljenost banke

Omejitve, ki jih zakonodaja predpisuje poslovnim bankam z namenom zavarovanja prevelikih tveganj, so povezane tudi z določitvijo nekaterih največjih dopustnih

---

<sup>2</sup> Prvovrstnost banke države članice ali tuje banke se presoja na podlagi zadnje razpoložljive ocene bonitete banke po Moody's, Standard & Poor's in Fitch. Banka mora za izpolnjevanje kriterija prvovrstnosti dosegati bonitetno oceno najmanj BBB - ustanove Standard & Poor's ali Fitch oziroma Baa3 ustanove Moody's.

<sup>3</sup> Prvovrstni dolžniški vrednostni papirji bank so dolžniški vrednostni papirji, katerih izdajateljice so banke, ki so dobile dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih storitev, oziroma vrednostni papirji, katerih bonitetna ocena je najmanj BBB - pri Standard & Poor's ali Fitch oziroma Baa3 pri Moody's.

<sup>4</sup> Slovenska izvozna družba

izpostavljenosti banke. Zakon o bančništvu (Ur. l. RS, št. 131/2006-Zban-1, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009) v 163. členu določa, da je velika izpostavljenost banke do posamezne osebe, kadar izpostavljenost banke do te osebe dosega ali presega 10 odstotkov kapitala banke. Pri ugotavljanju velike izpostavljenosti in izračunu omejitev izpostavljenosti do posamezne osebe se za posamezno osebo šteje tudi skupina povezanih oseb.

Po 165. členu Zakona o bančništvu (Ur. l. RS, št. 131/2006-Zban-1, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009) največja dopustna izpostavljenost banke do posamezne osebe ne sme presegati 25 odstotkov kapitala banke, razen v naslednjih primerih:

1. Izpostavljenost banke do posamezne osebe, ki ima položaj osebe v posebnem razmerju z banko, ne sme presegati 20 odstotkov njenega kapitala.
2. Izpostavljenost banke do naslednjih oseb ne sme presegati 20 odstotkov kapitala:
  - do njene nadrejene družbe;
  - do posamezne osebe, ki jo banka posredno ali neposredno obvladuje, in
  - do posamezne osebe, ki jo posredno ali neposredno obvladuje ista oseba kot banko.
3. Ne glede na prejšnjo točko lahko Banka Slovenije določi višjo največjo dopustno izpostavljenost, če hkrati določi tudi posebne ukrepe in postopke za upravljanje s tveganji na podlagi teh izpostavljenosti, vendar največ 25 odstotkov kapitala banke.

Vsota vseh velikih izpostavljenosti banke ne sme presegati 800 odstotkov kapitala banke, vsota izpostavljenosti do oseb v posebnem razmerju pa ne sme presegati 200 % kapitala banke (Zakon o bančništvu, Ur. l. RS, št. 131/2006-Zban-1, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009, 166. člen).

## **2.2 Kreditno tveganje**

Po Baslu II obstajajo trije možni pristopi za merjenje kapitalske zahteve za kreditno tveganje (Bank for international settlements, 2006, str. 19):

1. Standardiziran pristop (spremenjena verzija obstoječega pristopa),
2. osnovni pristop, ki temelji na internih ratingih in
3. razviti pristop, ki prav tako temelji na internih ratingih.

Temeljni element kapitalskega sporazuma Basel II je standardiziran pristop. Ta pristop je prenova standardiziranega pristopa za obravnavanje kreditnega tveganja iz leta 1988. Standardiziran pristop Basla II za ugotavljanje tveganju prilagojene aktive in kapitalskih zahtev diferencira kreditnega tveganja med različnimi skupinami komitentov. Temeljne spremembe se nanašajo na spremembe v izračunu tveganju prilagojene aktive, in sicer gre za uvedbo novih kategorij uteži kreditnega tveganja in več kategorij dolžnikov oz. terjatev, številnih diskrecij nacionalnega nadzornika ter uporabo zunanjih bonitetnih ocen

posameznih dolžnikov. Uteži kreditnega tveganja temeljijo na zunanjih ratingih bonitetnih agencij, katere bo nadzornik na podlagi izpolnjevanja minimalnih kriterijev priznal za ustrezne.

## 2.2.1 Obravnava skupine terjatev v okviru standardiziranega pristopa

Basel II v okviru standardiziranega pristopa razdeli terjatve na več skupin:

1. terjatve do držav;
2. terjatve do multilateralnih razvojnih bank;
3. terjatve do poslovnih bank in borzno posredniških družb;
4. posojila, za katera se ne izpolnjuje pogodbenih obveznosti;
5. terjatve zavarovane z zastavo premoženja in višje kategorije tveganja;
6. terjatve do drugih podjetij.

### 2.2.1.1 Terjatve do držav

Pri ocenjevanju tveganosti držav, državnih organov in centralnih bank se tveganost terjatev določa z zunanjimi ratingi. Basel II v primerjavi z Baslom I uvaja večjo diferenciacijo tveganja. Tako sedaj velja pet stopenj tveganja (Bank for international settlements, 2006, str. 19-20):

1. Utež 0 % se uporabi za terjatve do države in državna telesa s kreditnim ratingom od AAA do AA - po Standard&Poor's (S&P);
2. Utež 20 % za terjatve do držav s kreditnim ratingom od A+ do A-;
3. Utež 50 % za terjatve do držav s kreditnim ratingom od BBB+ do BBB-;
4. Utež 100 % za terjatve do držav s kreditnim ratingom od BB+ do B-;
5. Utež 150 % se uporabi visoko tvegane države s kreditnim ratingom pod B-;
6. Stopnja tveganja oz. utež 100 % za države brez izdelanega kreditnega ratinga.

*Tabela 2: Stopnje tveganja (uteži po S&P) za kreditno tveganje držav %*

Rangiranje kreditnega tveganja	AAA do AA-	A+ do A-	BBB+ do BBB-	BB+ do B-	Pod B-	Brez ratinga
Uteži za dodeljeno tveganje (S&P)	0	20	50	100	150	100

*Vir: Bank for international settlements, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, 2006, str. 19.*

Namesto zunanjih ratingov lahko nadzorniki za namen izračunavanja kapitalske ustreznosti priznajo tudi ratinge izvoznih agencij iz svojih držav, če le-te izpolnjujejo predpisane kriterije.

Tabela 3: Stopnje tveganja (uteži po ECA) za kreditno tveganje držav v %

Rangiranje kreditnega tveganja s strani nacionalnih izvoznih agencij - ECA <sup>5</sup>	0-1	2	3	4 do 6	7
Uteži za dodeljeno tveganje	0	20	50	100	150

Vir: Bank for international settlements, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, 2006, str. 20.

### 2.2.1.2 Terjatve do multilateralnih razvojnih bank

Ocenjevanje tveganosti terjatev, ki jih imajo poslovne banke do multilateralnih razvojnih bank<sup>6</sup> (angl. *multilateral development banks*, v nadaljevanju *MDB*), temelji na zunanjih ratingih. Stopnjo tveganja oz. utež 0 % je poslovnim bankam dovoljeno uporabiti zgolj v primeru terjatev do visoko rangiranih MDB, ki izpolnjujejo spodaj navedene kriterije (Bank for international settlements, 2006, str. 21):

1. Banka mora dosegati zelo visoke ratinge v daljšem časovnem obdobju (večina zunanjih ocen mora biti AAA).
2. Pomemben lastniški delež v banki morajo imeti države, ki so v daljšem časovnem obdobju imele rating AA - ali boljši ali pa je večina zbranih sredstev banke v obliki lastniškega kapitala, delež dolga pa je zelo majhen ali pa ga sploh ni.
3. Banka mora dosegati ustrezen nivo kapitala in likvidnosti (ustrezen nivo kapitala se razlikuje in določi od primera do primera).
4. Močna podpora delničarjev, ki se demonstrira z velikostjo vplačanega kapitala. Banka mora imeti pravico, da pozove delničarje k dokapitalizaciji banke, če je potrebno poplačati obveznosti banke.
5. S statutom mora imeti opredeljene točno določene pogoje za dodeljevanje kreditov, ki vključujejo poleg ostalih pogojev tudi natančno določene postopke na podlagi katerih je možno dodeljevanje kreditov, interne presoje kreditne sposobnosti, omejitve za koncentracijo tveganj, točno določene načrte odplačevanja kreditov, učinkovit nadzor nad porabo dohodkov, revizijo procesov in strogo ocenjevanje tveganja ter oblikovane rezervacije za slaba posojila.

<sup>5</sup> Kreditno tveganje določijo nacionalne izvozne družbe (angl. *export credit agencies - ECA*)

<sup>6</sup> Multilateralne razvojne banke, ki zadovoljujejo navedenim kriterijem in se pri terjatvah do njih upošteva utež 0 %, so: Skupina Svetovne banke (angl. *World Bank Group*), ki jo sestavljajo Mednarodna banka za prestrukturiranje in razvoj (angl. *International Bank for Reconstruction and Development – IBRD*), Korporacija za mednarodne finance (angl. *International Finance Corporation – IFC*), Azijska razvojna banka (angl. *Asian Development Bank – ADB*), Afriška razvojna banka (angl. *African Development Bank – AfDB*), Evropska banka za prestrukturiranje in razvoj (angl. *European Bank for Reconstruction and Development – EBRD*), Med-Ameriška razvojna banka (angl. *Inter-American Development Bank – IADB*), Evropska investicijska banka (angl. *European Investment Bank – EIB*), Evropski investicijski sklad (angl. *European Investment Fund – EIF*), Skandinavski investicijski sklad (angl. *Nordic Investment Bank – NIB*), Karibska razvojna banka (angl. *Caribbean Development Bank – CDB*), Muslimanska razvojna banka (angl. *Islamic Development Bank – IDB*) in Svet Evropske razvojne banke (angl. *Council of Europe Development Bank – CEDB*).

### 2.2.1.3 Terjatve do bank in borzno posredniških družb

Nova kapitalska shema ponuja dve možnosti za uvrstitev terjatev do bank za izračun tveganju prilagojene aktive, nacionalni regulator pa določi eno izmed možnosti, ki velja za vse banke v državi.

*Tabela 4: Stopnje tveganja (uteži po S&P) za kreditno tveganje do bank v %*

Rangiranje kreditnega tveganja	AAA do AA-	A+ do A-	BBB+ do BBB-	BB+ do B-	Pod B-	Brez ratinga
Možnost 1 – uteži	20	50	100	100	150	100
Možnost 2 – uteži	20	50	50	100	150	50
Možnost 2 – uteži (zapadlost < 3 mes)	20	20	20	50	150	50

*Vir: Bank for international settlements, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, 2006, str. 22.*

Pri prvi možnosti se določitev stopnje tveganja oziroma uteži navezujejo na rating države, v kateri ima banka sedež. Terjatve do bank naj bi se tehtale z utežjo, ki je za eno stopnjo slabša oz. manj ugodna od uteži, ki pripada državi glede na njen rating. V primeru, da imata obe, banka in država, v kateri je sedež te banke, kreditni rating med BB+ in B-, se uporabi utež 100 %, kadar pa imata banka in država kreditni rating nižji od B-, pa se uporabi utež 150 %. Za banke, katerih države nimajo zunanjega ratinga, bi se uporabljala utež 100 % oz. 150 %. Druga možnost za določanje stopnje tveganosti bank sloni na samostojnih zunanjih ratingih bank. Uteži, ki se bodo uporabile za tehtanje tveganja bank, se bodo gibale od 20 % za najkvalitetnejše banke z ratingom najmanj AA- do 150 % za slabše rangirane banke. Za banke brez ratinga se uporabi utež 50 %, kar je ugodnejše kot pri prvi možnosti. Terjatvam do bank, katerih rok zapadlosti je krajši kot tri mesece, bo mogoče pripisati za eno stopnjo manjšo tveganost, kot bi veljalo po zunanjih ratingih bank, vendar le ta ne bo mogla biti manjša kot 20 % oz. bolj ugodna od razvrstitve države (Bank for international settlements, 2006, str. 21- 22).

### 2.2.1.4 Terjatve do drugih podjetij

Po kapitalskem sporazumu Basel II se za določanje tveganja podjetij uporabijo zunanji ratingi le teh. Podjetja so razdeljena v pet skupin tveganja. Za podjetja brez kreditnega ratinga se uporabi utež 100 %. Podrobnejši prikaz je v Tabeli 5.

*Tabela 5: Stopnje tveganja (uteži po S&P) za kreditno tveganje do podjetij*

Rangiranje kreditnega tveganja	AAA do AA-	A+ do A-	BBB+ do BB-	Pod BB-	Brez ratinga
Uteži za dodeljeno tveganje	20	50	100	150	100

*Vir: Bank for international settlements, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, 2006, str. 23.*

Regulator se lahko tudi odloči, da dovoli bankam, da pri vseh terjatvah do podjetij, ne glede na zunanji kreditni rating, uporabi utež 100 %. Regulator mora tudi zagotoviti, da je banka pri določanju tveganja podjetij konsistentna, da uporabi zunanje ratinge takrat, ko so na voljo, ali jih pa sploh ne uporabi in pri oceni tveganja uporabi utež 100 %. Tako se prepreči banki, da bi izbirala njej bolj ugodno možnost (Bank for international settlements, 2006, str. 23).

### **2.2.1.5 Terjatve zavarovane z zastavo premoženja in višje kategorije tveganja**

Terjatvam, ki so zavarovane s hipotekami na stanovanjske nepremičnine, ki jih zaseda dolžnik, se dodeli utež 35 % za izračun tveganju prilagojene aktive. Za hipoteke na komercialne nepremičnine se uporabi utež 100 %, saj so posojila za komercialne nepremičnine v preteklih desetletjih vedno povzročala težave bankam. Poslovne banke oblikujejo ustrezne rezervacije, s katerimi se bodo pokrile morebitne izgube. V kolikor se kvaliteta kreditnega portfelja slabša, lahko pričakujemo, da se bo zaradi tega povečala volatilitnost terjatev. Za bolj tvegana posojila se uporabi utež 150 %, veljale pa bodo za (Bank for international settlements, 2006, str. 25-26):

1. terjatve do držav, bank, borzno-posredniških družb, družb javnega sektorja, ki ne sodijo k vladam rangiranih pod B-;
2. terjatve do podjetij rangiranih pod BB-;
3. posojila, za katera se ne izpolnjuje pogodbenih obveznosti (opis v točki 2.2.1.6 spodaj);
4. dolžniškimi vrednostnim papirjem s kreditnimi ratingi med BB+ in BB- bo dodeljena utež 350 %.

### **2.2.1.6 Posojila, za katera se ne izpolnjuje pogodbenih obveznosti**

Nezavarovanemu delu posojila (razen hipotekarnih posojil), za katerega se več kot 90 dni ni izpolnilo pogodbene obveznosti, zmanjšane za specifične rezervacije, se dodeli naslednje uteži za merjenje tveganju prilagojene aktive (Bank for international settlements, 2006, str. 25):

1. Utež 150 % se uporabi za posojila, pri katerih specifične rezervacije za prav to posojilo znašajo manj kot 20 % neporavnanih obveznosti.
2. Utež 100 % se uporabi za posojila, pri katerih rezervacije za to posojilo ne znašajo manj kot 20 % neporavnanih obveznosti.
3. Utež 100 % se uporabi za posojila, pri katerih rezervacije za to posojilo ne znašajo manj kot 50 % neporavnanih obveznosti, z možnostjo zmanjšanja uteži na 50 %, seveda ob dovoljenju nacionalnega regulatorja.

Pri polno zavarovanem posojilu, kjer je oblika zavarovanja drugačna od spodaj omenjenih, potem se utež 100 % dodeli tistim posojilom, pri katerih specifične rezervacije za prav to posojilo znašajo vsaj 15 % neporavnanih obveznosti

Za določitev zavarovanega dela posojila, za katerega se ne izpolnjuje pogodbenih obveznosti, se bodo upoštevale naslednje vrste finančnega poročstva (Bank for international settlements, 2006, str. 35-36):

1. Depoziti
2. Zlato
3. Dolžniški vrednostni papirji z zunanjo oceno kreditnega tveganja:
  - vrednostni papirji, ki jih izda država ali državne institucije in imajo zunanji rating vsaj BB-;
  - vrednostni papirji, ki jih izdajo druge pravne osebe (vključuje tudi banke in finančne posrednike) in imajo zunanji rating vsaj BBB-;
  - kratkoročni dolžniški vrednostni papirji s kreditnim ratingom A-3/P-3 (po oceni Moody's).
4. Dolžniški vrednostni papirji brez zunanje ocene kreditnega tveganja:
  - izdajatelj teh papirjev mora biti banka;
  - morajo biti uvrščeni na »priznано« borzo vrednostnih papirjev;
  - so opredeljeni, kot dolg, ki se poplača prednostno (angl. *Senior debt*);
  - banka, ki vzame vrednostne papirje za poročstvo, ne sme imeti nobenih informacij, ki bi sugerirale, da bi vrednostnim papirjem dodeljen rating nižji od BBB- (po S&P);
  - regulator mora biti prepričan, da je likvidnost trga vrednostnih papirjev zadostna.
5. Lastniški vrednostni papirji (tudi konvertibilne obveznice), ki so vključeni v glavni indeks borze
6. Investicijski skladi, ki spadajo pod direktivo o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (angl. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities - UCITS*), pri katerih:
  - se cena enote premoženja objavlja dnevno;
  - so omejeni na investiranje v instrumente opisane v točkah 1 do 5.

V primeru stanovanjskih hipotekarnih posojil za katera se več kot 90 dni ni izpolnilo pogodbene obveznosti, zmanjšane za specifične rezervacije, se jim dodeli utež 100 %, pri čemer specifične rezervacije za prav to posojilo znašajo manj kot 20 % neporavnanih obveznosti. Preostanku posojila se bo lahko ob dovoljenju nacionalnega regulatorja dodelila utež 50 %.



## 2.2.2 Pristop na podlagi notranjih bonitetnih sistemov

Pristop, ki temelji na podlagi notranjih bonitetnih sistemih (angl. *IRB - Internal Ratings-Based Approach*) je kompleksnejši pristop k merjenju kreditnega tveganja. Odpravlja pomanjkljivost standardiziranega pristopa, saj omogoča večjo diferenciacijo tveganja in tako natančnejši izračun kapitalskih zahtev za izpostavljenost kreditnemu tveganju. Primeren je za banke z razvitimi sistemi za merjenje in upravljanje kreditnega tveganja, ki stroške uvajanja notranjih bonitetnih sistemov lahko nadomestijo s kapitalskimi olajšavami, ki naj bi bile rezultat uporabe tega pristopa. Banka mora za uporabo notranjih bonitetnih sistemov pridobiti soglasje nadzorne institucije na podlagi izpolnjenih kriterijev, s katerimi dokaže svojo usposobljenost za uporabo bolj sofisticiranega pristopa. Temelji na sistemu internih ratingov oz. razvrščanju komitentov, ki mora ustrezati minimalnim kriterijem, ki jih določa Basel II, ter omogočiti diferenciacijo kreditnega tveganja. Banke morajo svojo izpostavljenost uvrstiti v pet skupin izpostavljenosti, kot jih definira Basel II. V okviru posamezne skupine izpostavljenosti Basel II določa metodo za izračun kapitalskih zahtev na podlagi vhodnih podatkov (komponente tveganja). Pristop, temelječ na notranjih bonitetnih sistemih, naj bi bil zanimiv predvsem za mednarodno aktivne banke, ki se ukvarjajo z zelo tveganimi posli. Za uporabo internega pristopa bo potrebno pridobiti nadzorno soglasje. Za pridobitev soglasja mora banka izpolnjevati minimalne standarde ter dokazati dobro bančno prakso na področju upravljanja s kreditnim tveganjem. (Bank for international settlements, 2006, str. 52- 80).

Znotraj notranjih bonitetnih sistemov morajo banke kategorizirati sredstva banke v različne razrede sredstev, ki imajo različne osnovne karakteristike tveganja. Ti razredi sredstev so (Bank for international settlements, 2006, str. 52- 55):

1. Velika podjetja (angl. *corporate*), znotraj razreda je identificiranih pet podrazredov:
  - **Projektne finance** (angl. *Project finance*), pri katerih posojilodajalec gleda samo prihodke ustvarjene s posameznim projektom, ne samo poplačila kredita ampak tudi zavarovanja. V takih transakcijah posojilodajalec dobi vrnjen denar izključno z denarjem, ki ga je generiral ta projekt.
  - **Stvarne finance** (angl. *Object finance*) se nanašajo na nakup premičnega premoženja (npr. Letalo, ladja, satelit, lokomotive, tovorno vozilo, itd.) pri čemer je denarni tok, ki ga ustvari premičnina, primarni vir poplačila kredita. Banke sklenejo s kreditojemalci pogodbo o finančnem ali poslovnem najemu, na podlagi katerega prejemajo plačila.
  - **Blagovne finance** (angl. *Commodities finance*) se nanašajo na kratkoročna posojila, s katerimi podjetja financirajo zaloge ali terjatve do blaga, s katerim se trguje na organiziranem trgu (npr. surova nafta, žita ter kovine). Kredit se bo poplačal z izkupičkom od prodaje blaga.

- **Komercialne nepremične** (angl. *Income-producing real estate*) se poplačajo z denarnim tokom, ki ga nepremičnina ustvari. Denarni tok je običajno najemnina po pogodbi ali kupnina od prodaje.
  - Krediti za **komercialne nepremičnine** (angl. *High-volatility commercial real estate lending*), ki imajo bolj spremenljivo stopnjo izgube.
2. Majhna podjetja in fizične osebe (angl. *retail*):
    - izpostavljenost kreditom, zavarovanim s stanovanjsko hipoteko (angl. *exposures secured by residential properties*);
    - izpostavljenost obnavljajočim kreditom (angl. *revolving retail exposures*);
    - ostalo.
  3. Banke
  4. Države (angl. *sovereign*)
  5. Kapitalski deleži (angl. *equity*)

### 2.2.2.1 Elementi kreditnega tveganja pri notranjih bonitetnih sistemov

Za vsako kategorizirano sredstvo v notranjih bonitetnih sistemih obstajajo natanko trije ključni elementi za izračun kapitalske zahteve (Bank for international settlements, 2006, str. 59-76):

#### 1. Parametri kreditnega tveganja

Banke, ki so dobile dovoljenje regulatorja za uporabo pristopa, ki temelji na notranjih bonitetnih sistemih, se lahko zanašajo na interne ocene komponente tveganja pri ocenjevanju kapitalske ustreznosti pri dani izpostavljenosti. Te komponente so:

- verjetnost neplačila (angl. *probability of default*, v nadaljevanju PD) – ocena verjetnosti, da dolžnik ne bo poravnal svoje obveznosti, ki jo določijo na podlagi kvantitativnih informacij (računovodski izkazi) in kvalitativnih informacij (ocena kakovosti managementa dolžnika, lastniška struktura, itd.). Časovni horizont za oceno verjetnosti neplačila (PD) je eno leto;
- izguba v primeru neplačila (angl. *Loss given default*, v nadaljevanju LGD) se izraža v odstotku od izpostavljenosti (pri oceni se upoštevajo zavarovanja, prednostne pravice) za vsako posamezno interno bonitetno oceno;
- izpostavljenost ob neplačilu (angl. *exposure at default*, v nadaljevanju EAD) izraža dejavnik odvisnosti velike izgube od zneska izpostavljenosti banke v trenutku neplačila (praviloma enaka nominalnemu znesku, v primeru odprtih kreditnih linij pa je potrebno upoštevati tudi pričakovane prihodnje odlive iz naslova neizkoriščenega dela kreditne linije). Ob nastanku neplačila banka le redko izgubi celoten znesek izpostavljenosti, saj ji različne oblike zavarovanja omogočajo vsaj delno poplačilo;
- preostala zapadlost posojila (angl. *Maturity – M*).

Banka ima možnost uporabe dveh vrst pristopov, ki temeljijo na notranjih bonitetnih sistemih. Prvi se imenuje osnovni (angl. IRB Foundation), drugi pa napredni pristop (angl. IRB Advanced). Medtem ko v naprednem pristopu banka s svojimi metodologijami računa vse štiri parametre kreditnega tveganja, v osnovnem pristopu sama oceni le PD, ostale parametre pa določi nadzorna oblast.

## 2. Izračun funkcije tveganju prilagojeno aktivo

Uteži po IRB pristopu so izražene kot kontinuirana funkcija PD, LGD in v nekaterih primerih tudi M izpostavljenosti tveganju. S pomočjo te funkcije se pretvarja omenjene parametre tveganja v uteži, s katerimi se lahko določa kapitalske zahteve za posamezne postavke bančnega portfelja. Ta pristop torej opušča enoten nabor uteži, ki ga uporablja standardizirani pristop, in na ta način omogoča večjo diferenciacijo tveganja ter prilagajanje različnim bonitetnim strukturam bank.

## 3. Minimalne zahteve

Za kvalifikacijo uporabe in tudi za nadaljnjo uporabo pristopa, ki temelji na notranjih bonitetnih ocenah morajo banke izpolnjevati obsežen nabor minimalnih zahtev. V primeru naprednega pristopa mora banka poleg vseh zahtev za uporabo osnovnega pristopa izpolnjevati tudi minimalne zahteve, v zvezi z relevantno komponento kreditnega tveganja (LGD, EAD, M), ki jo ocenjuje.

## 2.3 Operativno tveganje

Baselski komite je podal definicijo operativnega tveganja, ki pravi, da so operativna tveganja »tveganja izgub kot posledice neprimernega ali neuspešnega izvajanja notranjih procesov, ravnanj ljudi ali delovanja sistemov oziroma zaradi zunanjih dejavnikov«. Ta definicija vključuje tudi pravno tveganje, ne vključuje pa strateškega tveganja in tveganja ugleda (Bank for international settlements, 2006, str. 144).

Zakon o bančništvu (Ur. l. RS, št. 131/2006-Zban-1, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009) v 112. členu operativno tveganje opredeljuje kot tveganje nastanka izgube, vključno s pravnim tveganjem, zaradi naslednjih okoliščin:

1. zaradi neustreznosti ali nepravilnega izvajanja notranjih procesov;
2. zaradi drugih nepravilnih ravnanj ljudi, ki spadajo v notranjo poslovno sfero pravne osebe;
3. zaradi neustreznosti ali nepravilnega delovanja sistemov, ki spadajo v notranjo poslovno sfero pravne osebe;
4. zaradi zunanjih dogodkov ali dejanj.

Obstajajo trije pristopi za merjenje kapitalske zahteve za operativno tveganje, in sicer (Bank for international settlements, 2006, str. 144):

1. Enostavni pristop (angl. *Basic Indicator Approach*);
2. Standardiziran pristop (angl. *Standardised Approach*);
3. Napredni pristopi (angl. *Advanced Measurement Approaches*).

Za merjenje in upravljanje operativnega tveganja ne obstaja splošno uveljavljena metodologija, ki velja za dobro bančno prakso. Banke se pred potencialnimi izgubami z naslova operativnega tveganja varujejo na različne načine, nekatere tudi s kapitalom. Značilnost operativnega tveganja je, da v večini primerov nastopa skupaj s tržnim in kreditnim tveganjem.

### 2.3.1 Enostavni pristop

Enostavni pristop (angl. *Basic Indicator Approach*) za izračun kapitalske zahteve za operativno tveganje temelji na enotnem indikatorju, ki predstavlja približek izpostavljenosti bank celotnemu operativnemu tveganju. Indikator, na katerem sloni izračun kapitalske zahteve za izpostavljenost operativnemu tveganju, je povprečni bruto prihodek posamezne banke v zadnjih treh letih. Bruto prihodek je po Baslu II definiran kot seštevek neto obrestnih in neto ne-obrestnih prihodkov. Kapitalska zahteva za operativno tveganje se izračuna tako, da povprečni triletni pozitivni bruto prihodek pomnožimo s faktorjem  $\alpha$ , ki ga določi baselski komite in je izražen v %. Omenjeni izračun (1) lahko prikažemo na naslednji način (Bank for international settlements, 2006, str. 144):

$$K_{BIA} = \left[ \frac{\sum (GI_{1..n} \times \alpha)}{n} \right] \quad (1)$$

Kjer je:

$K_{BIA}$  = kapitalska zahteva za operativna tveganja pri Enostavnem pristopu (angl. *Basic Indicator Approach*),  $GI$  = povprečni letni pozitiven bruto prihodek (angl. *GI = Gross Income*) v zadnjih treh letih,  $\alpha$  = faktor, ki ga določi Baselski komite in trenutno znaša 15 %.  $n$  = število preteklih let, kadar je bruto prihodek pozitiven.

### 2.3.2 Standardiziran pristop

Standardiziran pristop je naslednja stopnja razvojnega procesa pri izračunavanju kapitala za operativno tveganje. Standardiziran pristop vsebuje določene kriterije, ki jih mora banka za uporabo le-tega izpolnjevati. Osnovni kriteriji, ki veljajo za standardizirani in napredni pristop, so naslednji (Bank for international settlements, 2006, str. 148):

1. uprava banke in višji management morata imeti aktivno vlogo pri nadzoru operativnih tveganj;
2. upravljanje operativnih tveganj mora biti transparentno in celovito izvedeno;
3. na razpolago morajo biti primerna sredstva za uporabo tega pristopa predvsem na področju kontrole in revizije.

Osnovni in standardiziran pristop se razlikujeta po načinu izračuna minimalne kapitalске zahteve za operativna tveganja. Od enostavnega pristopa se razlikuje po tem, da so aktivnosti banke razdeljene na osem poslovnih področij (Bank for international settlements, 2006, str. 146):

1. podjetniške finance (angl. corporate finance);
2. trgovanje in prodaja (angl. trading and sales);
3. poslovanje s prebivalstvom (angl. retail banking);
4. komercialno bančništvo (angl. commercial banking);
5. plačilni instrumenti (angl. payment and settlement);
6. agentske storitve (angl. agency services);
7. upravljanje premoženja (angl. asset management);
8. borzno posredovanje (angl. retail brokerage).

Vrednosti  $\beta$  za posamezno področje so podrobneje predstavljene v Tabeli 6.

*Tabela 6: Faktorji  $\beta$  v % za posamezna poslovna področja*

Poslovna področja	$\beta$ faktorji
Podjetniške finance	18
Trgovanje in prodaja	18
Poslovanje s prebivalstvom	12
Komercialno bančništvo	15
Plačilni instrumenti	18
Agentske storitve	15
Upravljanje premoženja	12
Borzno posredovanje	12

*Vir: Bank for international settlements, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. 2006, str. 147.*

Bruto prihodek je osnovni indikator za vsako poslovno področje. Služi kot približek za obseg aktivnosti ter posledično za obseg izpostavljenosti operativnemu tveganju vsakega poslovnega področja. Kapitalška zahteva za posamezno poslovno področje se izračuna tako, da se bruto prihodek pomnoži s faktorjem  $\beta$ , ki je dodeljen vsakemu poslovnemu področju. Celotna kapitalška zahteva po standardiziranem pristopu za operativno tveganje je pa seštevek delnih kapitalskih zahtev po posameznih poslovnih področjih.  $\beta$  predstavlja približek razmerja med izgubo iz operativnega tveganja za posamezno poslovno področje in višino bruto prihodka tega poslovnega področja. Izračun (2) lahko prikažemo na naslednji način (Bank for international settlements, 2006, str. 146):

$$K_{TSA} = \frac{\left\{ \sum_{leta1-3} \max \left[ \sum (GI_{1-8} \times \beta_{1-8}), 0 \right] \right\}}{3} \quad (2)$$

Kjer je:

$K_{TSA}$  - kapitalska zahteva za operativna tveganja pri standardiziranem pristopu (angl. TSA – Standardised Approach),  $GI_{1-8}$  - letni pozitiven bruto prihodek (angl. GI = Gross Income) za dano leto za vsako poslovno področje, definiran je pa enako kot pri enostavnem pristopu,

$\beta_{1-8}$  - faktor izražen v odstotkih, predpisan s strani Komiteja, ki se nanaša na višino zahtevanega kapitala v primerjavi z višino bruto prihodka za posamezno poslovno področje.

Po Baslu II obstaja tudi alternativni standardizirani pristop, ki se je razvil prav zaradi kritik standardiziranega pristopa in omogoča izboljšane osnove, hkrati pa preprečuje dvojno upoštevanje istega tveganja. Metodologija za izračun minimalne kapitalske zahteve za operativna tveganja je enaka kot pri standardiziranem pristopu, razen pri dveh poslovnih področjih, in sicer pri področju poslovanja s prebivalstvom in področju komercialnega bančništva. Za ti dve poslovni področji se indikator bruto dohodek nadomesti s triletnim povprečjem skupnega nominalnega zneska kreditov (angl. *loans*) in zunajbilančnih obveznosti (angl. *advances*), ki jih pomnožimo s fiksno določenim faktorjem  $m$ , medtem ko  $\beta$  ostane nespremenjena. Enačba (3) za izračun minimalne kapitalske zahteve za operativna tveganja po alternativnem standardiziranem pristopu za poslovno področje bančništvo na drobno je naslednja (enačba za poslovno področje komercialno bančništvo je podobna) (Bank for international settlements, 2006, str. 146):

$$K_{RB} = \beta_{RB} \times m \times LA_{RB} \quad (3)$$

Kjer je:

$K_{RB}$  - minimalna kapitalska zahteva za poslovno področje Poslovanje s prebivalstvom (RB = Retail Banking),  $\beta_{RB}$  - faktor  $\beta$  za poslovno področje Poslovanje s prebivalstvom,  $LA_{RB}$  - povprečni znesek kreditov in zunajbilančnih kreditnih obveznosti na področju Poslovanje s prebivalstvom za zadnja tri leta;  $m$  - fiksni faktor ( $m = 0,035$ ).

### 2.3.3 Napredni pristopi

Napredni pristopi (angl. *Advanced Measurement Approaches*, v nadaljevanju AMA) temeljijo na sofisticiranem zaznavanju operativnih tveganj poslovnih bankah. Namenjeni so bankam, ki imajo razvite najučinkovitejše sisteme za obvladovanje operativnega tveganja. Bistvo teh pristopov je v tem, da jih lahko banka uporablja pri lastnem ocenjevanju operativnega tveganja, vendar ji mora to dovoliti bančni nadzornik. Pri tem mora banka izpolnjevati vrsto kvalitativnih in kvantitativnih kriterijev, ki jih je za uporabo AMA predpisala BIS. Banka, ki uporablja napredni pristop, lahko z dovoljenjem

regulatorja uporabi alokacijske mehanizme za določitev kapitalske ustreznosti podružnic mednarodno aktivnih bank z majhno pomembnostjo v celotni skupini. Uprava vsake podružnice je dolžna oceniti operativno tveganje podružnice in zagotoviti ustrezno raven kapitala (Bank for international settlements, 2006, str. 147-148).

Za uporabo naprednega pristopa mora banka zadovoljevati naslednje osnovne zahteve regulatorja:

1. Uprava družbe in višji management mora biti aktivno udeležen v nadzoru pri upravljanju z operativnim tveganjem.
2. Sistem za upravljanje z operativnem tveganjem banke mora biti konceptualno pravilen ter implementiran v sistem z integriteto.
3. Imeti mora zadostne resurse za uporabo naprednega pristopa v vseh pomembnih poslovnih segmentih ter v kontrolingu in reviziji banke.

## **2.4 Tržna tveganja**

Tržno tveganje se pojavi takrat, ko banke aktivno trgujejo z osnovnimi in izvedenimi finančnimi instrumenti. Ni pa prisotno takrat, ko namerava banka držati finančno premoženje kot dolgoročno naložbo ali za zavarovanje pozicij v bančni knjigi (npr. pozicije v kreditih ali dolgoročnih investicijah). Tržno tveganje predstavlja tveganje izgube v vrednosti določene trgovalne pozicije zaradi neugodne spremembe tržnih obrestnih mer, valutnih tečajev in drugih cen (npr. delnic, blaga idr.), do katere lahko pride v minimalnem obdobju, v katerem je določeno pozicijo oz. finančni instrument možno na trgu prodati. Posamezne vrste finančnih instrumentov (lastniški, dolžniški, izvedeni instrumenti, idr.) se med seboj razlikujejo tako po trajanju obdobja, v katerem jih je možno prodati. Zato se izpostavljenost tržnemu tveganju spremlja in meri glede na vrste finančnih instrumentov oz. vrste poslov trgovanja, pri katerih se tržno tveganje pojavlja (Bessis, 2000, str. 102-108).

Tržno tveganje je definirano kot tveganje potencialnih izgub, ki nastanejo zaradi premikov v različnih cenah. Tržne cene se nanašajo na (Bank for international settlements, 2006, str. 157-159):

1. tveganja, ki se nanašajo na spremembe cen lastniških vrednostnih papirjev in finančne instrumente, katerih vrednost se določa na podlagi obrestnih mer;
2. valutno tveganje in tveganje sprememb cen blaga.

Zakon o bančništvu (Ur. l. RS, št. 131/2006-Zban-1, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009) v 111. členu tržna tveganja opredeljuje tako:

1. Pozicijsko tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi spremembe cen finančnih instrumentov. Obsega posebno in splošno pozicijsko tveganje:

- posebno pozicijsko tveganje je tveganje spremembe cene finančnega instrumenta zaradi dejavnikov povezanih z njegovim izdajateljem oziroma pri izvedenem finančnem instrumentu v zvezi z izdajateljem osnovnega finančnega instrumenta;
  - splošno pozicijsko tveganje je tveganje spremembe cene finančnega instrumenta pri dolžniškem finančnem instrumentu zaradi spremembe ravni obrestnih mer oziroma pri lastniškem finančnem instrumentu cenovnih gibanj na kapitalskem trgu, ki niso povezana s posebnimi lastnostmi posameznih finančnih instrumentov.
2. Tveganje poravnave in kreditno tveganje nasprotne stranke je tveganje nastanka izgube zaradi neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke na podlagi postavk trgovalne knjige.
  3. Tveganje preseganja največjih dopustnih izpostavljenosti na podlagi trgovanja je tveganje nastanka izgube zaradi preseganja največjih dopustnih izpostavljenosti iz trgovanja do posamezne osebe.
  4. Valutno tveganje je tveganje nastanka izgube zaradi spremembe tečaja valut.
  5. Tveganje spremembe cen blaga je tveganje nastanka izgub zaradi spremembe cene blaga, na katerega se nanaša izvedeni finančni instrument.

### 3 METODE VREDNOTENJA

Ocena vrednosti podjetja je različna za različne kupce in je lahko različna tako za kupca kot prodajalca. Vrednost podjetja ne smemo zamenjati s ceno podjetja, ki je bila dogovorjena procesu prodaje. Razlika med oceno vrednosti podjetja in prodajno ceno podjetja nastane zaradi različnih razlogov, kot je različno dojetje trenutnega in prihodnjega stanja industrije in podjetja, vpliv ekonomije obsega (angl. *economies of scale*) itd. (Fernandez, 2007, str. 2-3).

Podjetja vrednotimo za različne namene (Fernandez, 2007, str. 3):

1. V primeru, da podjetje kupuje ali prodaja dejavnost (angl. *operations*):
  - kupec z vrednotenjem dobi najvišjo ceno, po kateri je pripravljen kupiti dejavnost,
  - prodajalec z vrednotenjem dobi najnižjo ceno, po kateri se mu splača prodati dejavnost.
2. Vrednotenje podjetij, uvrščenih v borzno kotacijo:
  - vrednotenje za primerjavo s tržno vrednostjo delnice in investicijsko odločitvijo, ali delnico podjetja kupiti, prodati ali držati;
  - vrednotenje z namenom iskanja podcenjenih naložb na trgu.
3. Javna ponudba:
  - vrednotenje z namero upravičenja cene delnice, ki se je ponudila javnosti.
4. Strateško planiranje:
  - vrednotenje posamezne enote z namenom ugotovitve, katera enota ustvarja ali zavira rast celotnega podjetja.



Metode za vrednotenje podjetij lahko klasificiramo v šest skupin (Fernandez, 2007, str. 2-18):

1. Metode vrednotenja podjetja, s katerimi ocenimo vrednost sredstev podjetja. Te metode smatrajo, da vrednost podjetja izhaja iz bilance stanja.
  - knjigovodska vrednost (angl. *book value*);
  - popravljena knjigovodska vrednost;
  - likvidacijska vrednost;
  - nadomestitvena vrednost.
2. Metode vrednotenja podjetij, s katerimi ocenjujemo vrednost podjetja na podlagi prihodkov, dobička in ostalih indikatorjev. Te metode smatrajo, da vrednost podjetja temelji na uporabi večkratnikov iz postavk izkaza poslovnega izida.
  - multiplikator poslovnega izida (angl. *price to earnings ratio - PER*);
  - dividenda na delnico (angl. *dividend per share - DPS*);
  - Cena delnice/ prodaja na delnico (angl. *price to sales - P/S*);
  - EV/EBIT - (Tržna vrednost investiranega kapitala (angl. *enterprise value*) = tržna kapitalizacija + prednostne delnice + manjšinski delež + neto dolg)/Dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki (angl. *earning before interest and taxes*);
  - EV/EBITDA – (Tržna vrednost investiranega kapitala (angl. *enterprise value*) = tržna kapitalizacija + prednostne delnice + manjšinski delež + neto dolg)/Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. *earning before interest, taxes, depreciation and amortization*);
  - EV/CFO - (Tržna vrednost investiranega kapitala (angl. *enterprise value*) = tržna kapitalizacija + prednostne delnice + manjšinski delež + neto dolg) /Denarni tok iz poslovanja (angl. *operating cash flow*).
3. Mešane metode, ki temeljijo na dobrem imenu (angl. *goodwill based methods*).
4. Metode, s katerimi se poskuša določiti vrednost podjetja na podlagi diskontiranih denarnih tokov, ki se jih bo ustvarilo v prihodnosti:
  - metoda prostega denarnega toka podjetju (angl. *FCF-F - free cash flow to firm*);
  - metoda prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu (angl. *FCF-E - free cash flow to equity*);
  - dividendno-diskontni model (angl. *DDM - dividend discount model*);
  - model prilagojene sedanje vrednosti (angl. *APV - adjusted present value*).
5. Metode večanja vrednosti (angl. *value creation*)
  - ekonomsko dodana vrednost (angl. *EVA - economic value added*);
  - model denarne dodane vrednosti (angl. *CVA - cash value added*).
6. Opcijski modeli
  - Black-Scholesov model.

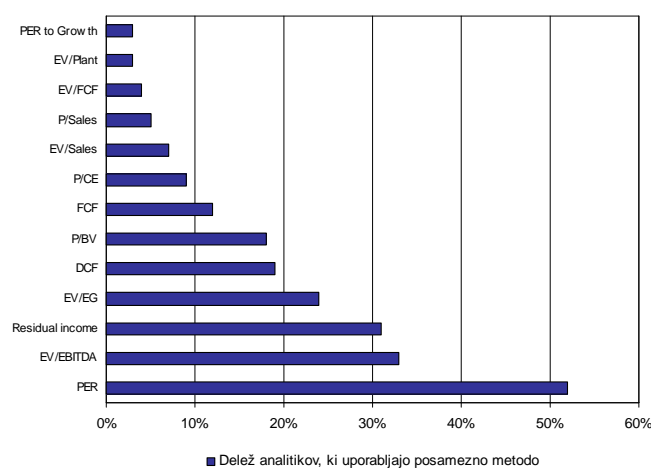
Odbor za finančne računovodske standarde (angl. *Financial Accounting Standards Board - FASB*) je določil, da se bodo za oceno poštene vrednosti sredstev (angl. *fair value*

*Measurements*) uporabile metode, ki so v skladu z naslednjimi tremi pristopi (Financial Accounting Standards Board, 2006a, str. 9-10):

1. Tržni pristop (angl. *market approach*) uporablja cene ter druge uporabne informacije, ki jih generirajo transakcije primerljivih podjetij, sredstev ali obveznosti na trgu. Tehnike vrednotenja, ki temeljijo na tržnem pristopu, običajno uporabljajo večkratnike različnih kazalnikov.
2. Prihodkovni pristop (angl. *income approach*) uporablja tehnike vrednotenja, ki konvertirajo prihodnje denarne tokove ali dobičke na diskontirano sedanjo vrednost. Med prihodkovne pristope spadajo opcijski modeli (npr. *Black Scholes-Merton*), tehnike vrednotenja, ki slonijo na sedanji vrednosti denarnih tokov itd.
3. Pri stroškovnem pristopu iščemo oportunitetni znesek, ki je potreben, da bi nadomestili storitveno kapaciteto sredstva. Oportunitetni znesek, katerega potrebujemo za nakup substituta sredstva, mora biti prilagojen za starost.

Slika 1 prikazuje metode vrednotenja, katere so najpogosteje uporabljali analitiki pri banki Morgan Stanley za vrednotenja evropskih podjetij med leti 1991 in 1999. Metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF) je šele na petem mestu po uporabi, za multiplikatorjem čistega poslovnega izida, EV/EBITDA in EV/EG (Fernandez, 2002, str. 3).

*Slika 1: Najpogosteje uporabljene metode za vrednotenje evropskih podjetij*



Vir: P. Fernandez, *Valuing using multiples. How do analysts reach their conclusions?*, 2002, str. 3.

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 – tržna kapitalizacija/čisti poslovni izid pred amortizacijo in deprecijacijo 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.

Fernandez (2002, str. 3) je prišel do spoznanja, da imajo multiplikatorji posameznih podjetij razmet vrednosti, zato so 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.

Metode vrednotenja, ki temeljijo na multiplikatorjih, Fernandez (2002, str. 4-7) razdeli v tri skupine:

1. Med večkratnike, ki temeljijo na kapitalu podjetja (angl. *equity value*) spadajo:
  - multiplikator čistega poslovnega izida (angl. *price to earnings ratio – P/E*);
  - multiplikator prihodkov od prodaje (angl. *price to sales ratio – P/S*);
  - multiplikator knjigovodske vrednosti (angl. *price to book value – P/BV*);
  - multiplikator čistega poslovnega izida pred amortizacijo in depreciacijo (angl. *price to cash earnings - P/CE = Tržna kapitalizacija/čisti poslovni izid pred amortizacijo in depreciacijo*) itd.
2. Med večkratnike, ki temeljijo na vrednosti kapitala in dolga (angl. *equity value and debt value: E+D*), spadajo:
  - tržna vrednost investiranega kapitala/poslovni izid pred davki, obrestmi in amortizacijo (angl. *enterprise value to EBITDA - EV/EBITDA*);
  - tržna vrednost investiranega kapitala/prihodki iz prodaje (angl. *enterprise value to sales - EV/Sales*).
3. Med večkratnike povezane z rastjo podjetja spadajo:
  - (cena delnice/čisti poslovni izid na delnico)/pričakovana rast dobička v naslednjih letih (angl. *PER to Growth*);
  - tržna vrednost investiranega kapitala/pričakovana rast poslovnega izida pred davki, obrestmi in amortizacijo v naslednjih letih (angl. *EBITDA growth*).

V nadaljevanju magistrskega dela se bom posvetil predvsem dvema pristopoma vrednotenja, in sicer tržnemu in prihodkovnemu pristopu.

### 3.1 Metode sedanje vrednosti donosov

Metode sedanje vrednosti donosov so teoretično najprilnejše metode vrednotenja naložb. Vrednost sredstva je funkcija denarnega toka, ki ga 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

vrednost pričakovanih denarnih tokov tega sredstva, kot je prikazano v enačbi 4 (Damodaran, 2002, str. 11-12):

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

Kjer je:

$n$  = življenjska doba sredstva,  $CF_t$  = denarni tok v času  $t$ ,  $r$  = diskontna stopnja.

Obstajajo trije osnovni pristopi k vrednotenju na osnovi diskontiranih denarnih tokov. Prvi pristop je, da se vrednoti samo lastniški kapital podjetja, v drugem pristopu se vrednoti celotno podjetje, kar vključuje poleg lastniškega kapitala tudi ostale dolžniške obveznosti do virov (npr. obveznice, prednostne delnice itd.). V tretjem pristopu pa se vrednoti podjetje po delih, in sicer začnemo s poslovnimi segmenti, katerim se doda učinke dolga in drugih dolžniških obveznosti na vrednost. Govorimo o metodi prilagojene sedanje vrednosti (angl. *adjusted present value*). Najprej vrednotimo lastniški kapital v podjetju, s predpostavko, da se podjetje financira samo z lastniškim kapitalom. Dobljeni vrednosti prištejemo 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, prilagojenimi 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 (Damodaran, 2002, str. 12–13).

Ključno pri modelih vrednotenja je napovedovanje rasti poslovanja podjetja. Pred napovedovanjem prihodkov in dobičkov podjetja običajno pogledamo pretekle stopnje rasti. Pretekle rasti niso vedno najboljši pokazatelj prihodnjih rasti, kljub temu pa sporočajo določene informacije, ki so lahko koristne pri napovedovanju bodočih rasti. Povprečne stopnje rasti lahko variirajo, kar je odvisno od tega, ali računamo aritmetično ali geometrično povprečje. Aritmetično povprečje (5) je enostavno povprečje preteklih stopenj rasti, medtem ko je geometrično povprečje (6)  $n$ -ti koren zmnožka, kjer je  $n$  število let (Damodaran, 2002, str. 269).

$$A = \frac{\sum_{t=1}^{t=n} g_t}{n} \quad (5)$$

Kjer je:

$g_t$  = stopnja rasti v letu  $t$ .

$$G = \left( \frac{NI_t}{NI_{-n}} \right)^{\left( \frac{1}{n} \right)} - 1 \quad (6)$$

Kjer je:

$NI_t$  = čisti dobiček v letu t.

Razlike med geometrično in aritmetično sredino (Fernandez, 2004, str. 11):

1. geometrična sredina je vedno enaka ali manjša od aritmetične sredine;
2. večja kot je volatilitnost donosov oz. stopenj rasti, večja bo razlika med aritmetično in geometrično sredino;
3. geometrična sredina je odvisna zgolj od vrednosti postavke, za katero merimo stopnje rasti na začetku in na koncu proučevanega obdobja, medtem ko je aritmetična sredina odvisna od dolžine proučevanega obdobja in teži k rasti, če se obdobje krajša.

Pri oceni denarnih tokov običajno začnemo z oceno čistega dobička. Med stopnjami rasti čistega dobička in zadržanimi dobički obstaja tesna povezava. Podjetja z višjim deležem zadržanih dobičkov in z višjim donosom lastniškega kapitala bi morala imeti višje stopnje rasti čistega dobička. V enačbi (7) spodaj je prikazan izračun pričakovane stopnje rasti čistega dobička (Damodaran, 2002, str. 283 - 285).

$$g_t = \frac{RE_{t-1}}{NI_{t-1}} \times ROE_{t-1} \quad (7)$$

Kjer je:

$g_t$  = pričakovana stopnja rasti čistega dobička v letu t,  $RE_{t-1}$  = zadržani dobiček v letu t-1,  $NI_{t-1}$  = čisti dobiček v letu t-1, ROE = donosnost lastniškega kapitala.

### 3.1.1 Model prostih denarnih tokov podjetju

Metoda denarnega toka podjetju vrednoti lastniški kapital kot vrednost poslovanja podjetja, ki je na voljo vsem investitorjem, zmanjšana za vrednost dolga in ostalih terjatev investitorjev, ki so nadrejene navadnemu lastniškemu kapitalu. Vrednost podjetja je enaka vsoti diskontiranih denarnih tokov, kar je prikazano v enačbi 8. Uporabljena diskontna stopnja mora odražati tveganje denarnih tokov (Damodaran, 2002, str. 13):

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (8)$$

Kjer je:

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

Razlika med prostim denarnim tokom lastniškemu kapitalu (v nadaljevanju FCFE) in prostem denarnem toku podjetju (v nadaljevanju FCFF) je predvsem povezana s plačilom

obresti, vračilom glavnice, izdajo novega dolga in dividende prednostnih delnic. Damodaran (2002, str. 382-383) pravi, da bo pri podjetjih, ki imajo želeno kapitalsko strukturo in z njo financirajo investicije in obratni kapital, zraven tega pa za odplačilo glavnice obstoječih posojil najemajo nova posojila, prosti denarni tok podjetju višji od prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu.

Dobiček pred davki, obrestmi, amortizacijo in depreciacijo (v nadaljevanju EBITDA) je pogosto uporabljen pri vrednotenju. Prosti denarni tok je zelo povezan z EBITDA, vključuje pa še morebitne davčne obveznosti iz naslova dobička kot tudi reinvestiranje in spremembe v obratnem kapitalu. Prosti denarni tok izpeljemo iz dobička iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT). Ko ga prilagodimo za davke, dobimo dobiček iz poslovanja po davkih (angl. *net operating profit less adjusted taxes - NOPLAT*) (Damodaran, 2002, str. 383).

Z izračunom prostega denarnega toka podjetju ugotovimo, kako podjetje generira denar in za katere namene ga porablja. Prosti denarni tok je na razpolago tako delničarjem kot upnikom. FCFE izračunamo tako, da dobičku iz poslovanja po davkih prištejemo amortizacijo, nato pa odštejemo bruto investicije, kar je tudi ponazorjeno v Tabeli 7 (Copeland et al., 2000, str. 167).

Tabela 7: Izračun prostega denarnega toka podjetja (FCFF)

Dobiček iz poslovanja (EBIT)
- Prilagoditve za davke (EBIT * (1-T))
<b>= NOPLAT</b>
+ Amortizacija
<b>= Bruto denarni tok</b>
<hr/>
Δ obratnega kapitala
+ kapitalski izdatki
<b>= Bruto investicije</b>
<hr/>
<b>Prosti denarni tok podjetju (FCFF) = Bruto denarni tok - Bruto investicije</b>
+ Denarni tok iz neposlovnih investicij podjetja
<b>= Celoten prosti denarni tok podjetja</b>

Vir: T. Copeland et al., *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, 2000, str. 168

Pri modelu vrednotenja prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu smo prihodnost podjetja razdelili na dve obdobji, in sicer na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost, ki ga imenujemo preostala vrednost. Formula za izračun preostale vrednosti podjetja pri modelu vrednotenja prostih denarnih tokov podjetju je podobna kot pri modelu vrednotenja prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu. Formuli se razlikujeta v denarnih tokovih in diskontni stopnji, kar je prikazano v enačbi 9 spodaj (Copeland et al., 2000, str. 269).

$$CV = \frac{FCFF_{t+1}}{(WACC - g)} \quad (9)$$

Kjer je;

CV – preostala vrednost (angl. *continuing value*),  $FCFF_{t+1}$  – normaliziran prosti denarni tok podjetju v prvem letu po eksplicitnem obdobju,  $g$  – rast prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu po koncu eksplicitnega obdobja, WACC – tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala.

### 3.1.1.1 Izračun vrednosti lastniškega kapitala

Po napovedi prostega denarnega toka moramo narediti še naslednje (Copeland et al., 2000, str. 289–291):

1. z diskontno stopnjo diskontiramo napovedane denarne tokove iz eksplicitnega obdobja na sedanjo vrednost;
2. prav tako z diskontno stopnjo diskontiramo preostalo vrednost podjetja na sedanjo vrednost;
3. nato seštejemo sedanjo vrednost podjetja iz eksplicitnega obdobja in sedanjo vrednost preostale vrednosti podjetja. Vrednost podjetja moramo prilagoditi za medletno diskontiran denarni tok;
4. prišteti moramo vrednost neoperativnih sredstev, katerih denarni tok je bil izključen iz napovedovanja FCF-ja. Ta sredstva so denar, tržni vrednostni papirji in investicije v nepovezane družbe;
5. na koncu odštejemo tržno vrednost celotnega dolga, hibridnih instrumentov, manjšinske lastniške deleže in ostale terjatve. Izračun vrednosti lastniškega kapitala je predstavljen v Tabeli 8.

Tabela 8: Izračun vrednosti lastniškega kapitala

Sedanja vrednost poslovanja v obdobju (FCFF)
+ Denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe
+ Finančne naložbe (nepovezane družbe)
<b>= Vrednost podjetja</b>
- Dolg
- Vrednost operativnih lizingov
- Prednostne delnice
- Manjšinski delež
- Delniške opcije zaposlenih
<b>= Vrednost lastniškega kapitala</b>

Vir: T. Copeland et al., *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, 2000, str. 296.

### 3.1.2 Model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu

Denarni tok lastniškemu kapitalu (angl. *free cash flow to equity* – FCFE) predstavlja denarni tok, ki ostane po izpolnitvi vseh finančnih obveznosti, tudi odplačila glavnice kreditov, po pokritju kapitalskih izdatkov in potreb po dodatnem obratnem kapitalu.

Za oceno vsote denarja, ki ga je podjetje sposobno izplačati svojim delničarjem, začnemo pri čistem poslovnem izidu, katerega moramo spremeniti v denarni tok. Najprej moramo zmanjšati čisti poslovni izid za potrebe podjetja po dodatnih investicijah. Tako odštejemo kapitalske izdatke, katerih definicija zajema tudi prevzeme podjetij. Zajema pa naložbe za vzdrževanje obstoječih osnovnih sredstev, nove naložbe v osnovna sredstva ter predstavlja odliv denarnih sredstev. Amortizacija in deprecijacija predstavljata strošek podjetja, ne pa tudi izdatek podjetja, zato ju prištejemo k čistemu poslovnemu izidu. Razlika med kapitalskimi izdatki in amortizacijo se opredeljuje tudi kot neto kapitalski izdatek in je funkcija rasti podjetja. Hitreje rastoča podjetja imajo tako visoko stopnjo neto kapitalskih izdatkov glede na prihodke, medtem ko imajo počasneje rastoča podjetja nizke, včasih tudi negativne neto kapitalske izdatke. Povečanje obratnega kapitala zmanjšuje denarni tok podjetja, medtem ko zmanjšanje obratnega kapitala povečuje denarni tok, ki je na voljo lastniškemu kapitalu. Pri vrednotenju nas zanima samo učinek obratnega kapitala na denarni tok, zato pri izračunu FCFE upoštevamo samo spremembe v obratnem kapitalu (Damodaran, 2002, str. 351–352).

Pri ugotavljanju FCFE upoštevamo tudi učinek spremembe zadolženosti podjetja na denarni tok. Odplačilo glavnice oz. dela glavnice obstoječih posojil predstavlja odtok denarja, pri čemer je lahko odplačilo v celoti ali delno financirano s pridobitvijo novih posojil, kar pa predstavlja pritek denarja. Razlika med novim zadolževanjem in odplačilom glavnice obstoječih posojil predstavlja denarni učinek sprememb v dolgu (Damodaran, 2002, str. 352).

Na podlagi neto kapitalskih izdatkov, sprememb v obratnem kapitalu in neto sprememb dolga se preostali denarni tok definira kot prosti denarni tok lastniškemu kapitalu, kar je prikazano v Tabeli 9.

*Tabela 9: Izračun prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu (FCFE)*

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

*Vir: A. Damodaran, Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset, 2002, str. 353.*

Vrednotenje lastniškega kapitala na osnovi diskontiranih denarnih tokov predpostavlja časovno neomejen obstoj podjetja, kar pomeni, da podjetje nima določene življenjske dobe. Denarne tokove lastniškemu kapitalu napovedujemo zelo daleč v prihodnost. Zato zaradi poenostavitve vrednotenja prihodnost podjetja razdelimo na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na preostalo obdobje, to je obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost. Vrednost lastniškega kapitala je tako sestavljena iz



sedanje vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi (Copeland et al., 2000, str. 267–269).

Vrednost prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu po eksplicitnem obdobju napovedovanja Damodaran (2002, str. 363) imenuje končna cena (angl. *terminal price*), poznamo pa še kar nekaj izrazov kot nadaljnja vrednost (angl. *continuing value*) in preostala vrednost (angl. *residual value*). Formula za izračun končne cene izhaja iz modela enakomerne rasti dividend, kar je prikazano v enačbi 10 spodaj.

$$P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(k_e - g)} \quad (10)$$

Kjer je:

$P_n$  – končna cena,  $FCFE_{n+1}$  – normaliziran prosti denarni tok lastniškemu kapitalu v prvem letu po eksplicitnem obdobju,  $g$  – rast prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu po koncu eksplicitnega obdobja,  $k_e$  – strošek lastniškega kapitala.

Za vrednotenje podjetij je najbolj priporočljiva uporaba modela prostih denarnih tokov podjetju. Model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu je pa bolj primeren za vrednotenje poslovnih bank, saj je enostavnejši za uporabo in odseva dejstva, da lahko banke kreirajo vrednost s pasivne strani bilance stanja. Pasivno stran bilance sestavljaja majhen delež lastniškega kapitala ter večinski delež (90 %) dolga. Prav strošek dolga je zelo težko oceniti, saj je obrestna marža med zaračunanimi in plačanimi obrestmi zelo majhna. Zaradi večinskega deleža dolga v financiranju banke je nizko tudi tehtano povprečje stroškov kapitala (v nadaljevanju WACC) in že samo majhna napaka pri oceni WACC-a lahko povzroči večje nihanje ocene vrednosti banke (Copeland et al., 2000, str. 434–435).

Pri napovedovanju prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu bank naletimo na nekaj nevšečnosti in vprašanj, ki so povezane z reinvestiranjem in obratnim kapitalom. Poslovne banke so, kot vse ostale finančne institucije, pri reinvestiranju omejene s strani regulatorja, ki določi, kam lahko investirajo sredstva ter koliko lahko investirajo. Na vrednost nefinančnih institucij vrednotenih z metodo prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu vpliva obseg reinvestiranja. Na reinvestiranje nefinančnih institucij vplivata dve postavki, in sicer neto kapitalski izdatki (angl. *net capital expenditures*) in ne-denarni obratni kapital (angl. *non cash working capital*). Neto kapitalski izdatki so razlika med kapitalskimi izdatki in amortizacijo (Damodaran, 2002, str. 255–256).

Poslovne banke za razliko od nefinančnih institucij, ki investirajo sredstva predvsem v opredmetena osnovna sredstva, investirajo predvsem v 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 (Damodaran, 2002, str. 578).

Pri opredelitvi obratnega kapitala kot razliko med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi velik del bilance stanja banke uvrstimo med kratkoročna sredstva ali obveznosti. Spremembe v teh kategorijah so lahko velike in zelo volatilne, pri čemer ni rečeno, da obstaja povezava med reinvestiranjem in rastjo v prihodnosti. Pri merjenju reinvestiranja naletimo na dva praktična problema pri vrednotenju finančnih družb. Prvi je ta, da ne moremo ocenjevati denarnega toka brez ocene reinvestiranja, kar pomeni, da za napoved denarnih tokov potrebujemo neto kapitalske izdatke in spremembe v obratnem kapitalu. Drugi pa je oteženo napovedovanje pričakovane prihodnje rasti ob ne-izmeritvi stopnje reinvestiranja (Damodaran, 2002, str. 578–579).

*Tabela 10: Prosti denarni tok navadnim delničarjem poslovne banke*

<b>Izkaz poslovnega izida</b>	<b>Bilanca stanja</b>	
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 posojila	+Povečanje drugih obveznosti	+Povečanje drugih sredstev
+Ostali ne-obrestni prihodki	+Povečanje obveznosti do dobaviteljev	+Povečanje neto opredmetenih sredstev
-Ne-obrestni odhodki (vključno z amortizacijo)		-Zmanjšanje vlog
+Dobiček (izguba) iz tečajnih razlik		-Zmanjšanje zunanjega dolga
- Davki		
=Čisti dobiček		
+Izredne postavke		
+Amortizacija		
<b>Denarni tok iz poslovanja</b>	<b>+Viri</b>	<b>-Uporaba</b>
<b>= Prosti denarni tok navadnemu lastniškemu kapitalu – FCFE</b>		

Vir: T. Copeland et al., *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, 2000, str. 436.

Prilagoditi moramo prosti denarni tok lastniškemu kapitalu, saj je ta pri bankah drugače definiran. Oblikovanje rezervacij za slaba posojila v tekočem letu in amortizacija vplivata na denarni tok le preko zmanjšanja davka. Iz praktičnih razlogov oblikovanje rezervacij za slaba posojila pri izračunu denarnega toka iz poslovanja čistemu dobičku ne dodamo nazaj in se obravnava kot dejanski denarni odtok, saj namreč dejanski denarni odtoki, ki so posledica neodplačila posojil, niso javno dostopni. Denarni tok je pri bankah definiran kot čisti dobiček, h kateremu prištejemo nedenarne stroške in odštejemo denarni tok, ki je bil potreben za rast bilančne vsote (Copeland et al., 2000, str. 435–436).

### 3.2 Tržni pristop – metoda primerljivih podjetij

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. Možnost obstoja trenutne precenjenosti ali podcenjenosti, ki jo dela trg pri vrednotenju posameznih

delnic, predstavlja eno glavnih slabosti metod vrednotenja na podlagi primerljivih podjetij. Poleg tega je mogoče pojem primerljivega podjetja tudi hitro zlorabiti in zmanipulirati, saj gre za subjektiven pojem.

Vrednotenje, ki temelji na tržnem pristopu, predpostavlja, da se vrednost podjetja določi na podlagi tega, kolikor je investitor na kapitalskem trgu pripravljen plačati za lastništvo izbranega lastniškega deleža oziroma, da je vrednost enaka stroškom pridobivanja enako želenega substituta. Poznamo dve osnovni komponenti relativnega vrednotenja. Prva komponenta vrednotenja sredstev na relativni osnovi je standardizacija cen, kar pomeni, da moramo konvertirati cene v večkratnike dobička, knjigovodske vrednosti, prihodkov od prodaje itd. Druga komponenta je pa iskanje podobnih podjetij, kar je običajno težko, saj nista niti dve podjetji povsem enaki. Podjetja v isti industriji se lahko razlikujejo glede na tveganje, potencialno rast in denarni tok (Damodaran, 2002, str. 453).

Pri relativnem vrednotenju poslovnih bank sta najbolj primerna multiplikator čistega dobička in multiplikator knjigovodske vrednosti (Damodaran, 2002, str. 596).

### 3.2.1 Multiplikator čistega dobička – PER

Multiplikator čistega dobička (v nadaljevanju PER) se izračuna kot razmerje med tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico (angl. *earnings per share – EPS*), kar je ponazorjeno v spodnji enačbi (11) (Damodaran, 2002, str. 468).

$$PER = \text{Tržna cena delnice} / \text{Čisti dobiček na delnico} \quad (11)$$

Obstaja več variant čistega dobička na delnico, medtem pa je v števcu običajno uporabljena trenutna tržna cena. Čisti dobiček na delnico v imenovalcu je lahko iz zadnjega fiskalnega leta, kar doprinese trenuten PER (angl. *current PER*), lahko je iz zadnjih štirih četrtletij, kar doprinese PER zadnjih štirih četrtletij (angl. *trailing PER*) ali pričakovanega čistega dobička na delnico v prihodnjem letu, kar doprinese prihodnji PER (angl. *forward PER*). Multiplikator čistega dobička je lahko izračunan iz navadnih delnic, zmanjšanih za lastne delnice ali iz delnic, v katere so vključene vse tiste delnice, ki še to niso, pa bi to lahko bile oz. še to bodo (angl. *fully diluted shares*). Med te morebitne delnice spadajo konvertibilne obveznice, konvertibilne prednostne delnice, opcije itd. (Damodaran, 2002, str. 456).

Največja težava multiplikatorja čistega dobička je prav variiranje čistega dobička na delnico. Prihodnji dobički so lahko bistveno drugačni od dobičkov v zadnjih štirih četrtletjih in le-ti se lahko bistveno razlikujejo od trenutnih dobičkov. Prav tako se lahko razlikuje število navadnih delnic in vseh potencialnih delnic (angl. *diluted shares*) (Damodaran, 2002, str. 468–469).

PER ter ostali multiplikatorji so pogosto uporabljeni pri vrednotenju. Osnove, ki določajo večkratnike, so izpeljane iz modelov prostih denarnih tokov. Dividendni diskontni model se uporabi za analiziranje večkratnikov, ki temeljijo na kapitalu podjetja. Za analiziranje večkratnikov, ki temeljijo na vrednosti kapitala in dolga, se uporabi model prostih denarnih tokov podjetju (Damodaran, 2002, str. 470).

Tabela 11 prikazuje statistični povzetek analize, v katero sem vključil 60 bank iz Evrope, Severne Amerike, Južne Amerike in Azije. Izbor bank s pripadajočimi podatki je predstavljen v Prilogi 10. Na podlagi Bloombergovih podatkov o PER ttm, pričakovanem PER za leto 2010, in pričakovanem PER za leto 2011, sem izračunal aritmetično povprečje, mediano in standardni odklon. PER ttm je izračunan na podlagi zadnje cene delnice in čistega dobička na delnico za zadnjih 12 mesecev, za katere obstajajo podatki (angl. *trailing twelve months – ttm*). PER za leto 2010 je izračunan na podlagi zadnje cene delnice in ocene Bloombergovih analitikov o dobičku na delnico v 2010, PER za leto 2011 je izračunan na enak način kot za leto 2010 samo ocene Bloombergovih analitikov o dobičku na delnico so za leto 2011.

*Tabela 11: Statistični povzetek – za PER bank na dan 6. 7. 2010*

	PER ttm	PER 2010E	PER 2011E
Aritmetično povprečje	22,8	16,5	12,7
Mediana	16,5	13,0	10,4
Standardni odklon	23,7	12,4	9,3
Min	5,3	6,9	4,9
Max	130,5	37,4	36,9
1. kvartil - Q1	10,5	10,4	7,8
3. kvartil - Q3	21,2	17,4	12,6

Ob pogledu na vse tri kazalnike PER opazimo, da je mediana pri vseh treh PER nižja od aritmetičnega povprečja, kar kaže na to, da je kazalnik navzgor neomejen, negativen pa ne more biti. In prav visoki kazalniki PER vplivajo na to, da je mediana nižja od aritmetičnega povprečja. Prav tako lahko vidimo, da je aritmetično povprečje pričakovanih kazalnikov PER 2010 in PER 2011 nižje od aritmetičnega povprečja PER ttm. Iz tega lahko sklepamo, da analitiki v letu 2010 in letu 2011 pričakujejo višje dobičke bank. Ob pogledu na statistični povzetek opazimo, da je aritmetično povprečje PER ttm in PER 2010E višje od tretjega kvartila (Q3).

Osnove, ki določajo PER (12), so tri (Damodaran, 2002, str. 470–472):

1. Delež izplačanega dobička (v povezavi z dobičkonosnostjo kapitala). PER se povečuje ob povečevanju deleža izplačanega dobička. Enaka je tudi povezava med PER in dobičkonosnostjo kapitala (v nadaljevanju ROE); kadar se povečuje ROE, se povečuje tudi PER in obratno.
2. Tveganje (določimo ga s diskontno stopnjo). Višja kot je diskontna stopnja, nižji je PER.
3. Pričakovana rast dobička. Ob večanju stopenj rasti se povečuje tudi PER.

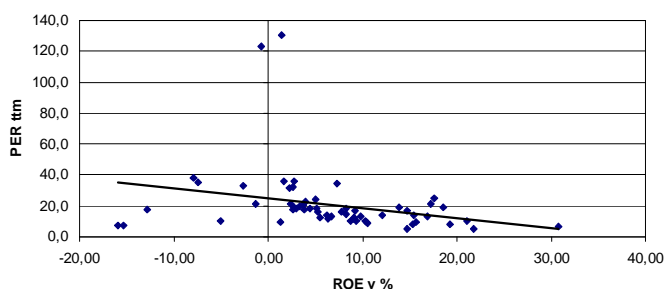
$$PER = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{DID(1 + g_n)}{r - g_n} \quad (12)$$

Kjer je:

$P_0$  = tržna cena delnice,  $EPS_0$  = dobiček na delnico,  $DID$  = delež izplačanega dobička,  $r$  = diskontna stopnja,  $g_n$  = stopnja rasti izplačanega dobička po letu  $n$ .

Poslovne banke so posebne v eni stvari, oblikujejo namreč rezervacije za slaba posojila, ki znižujejo čisti dobiček banke, kar vpliva na PER. Posledično bodo banke, ki so bolj konservativne pri oblikovanju rezervacij, za slaba posojila imela manjše dobičke in višji PER. Banke, ki bodo oblikovale manjše rezervacije, pa bodo imele višje dobičke in nižji PER (Damodaran, 2002, str. 596).

Slika 2: Prikaz razmerja med PER ttm in ROE za banke na dan 6.7.2010



Z linearno regresijo PER ttm in ROE izbranih bank sem dobil naslednjo enačbo:

$$PER\ ttm = -0,641\ ROE + 25,140 \quad (13)$$

Omenil sem, da obstaja povezava med kazalnikom PER ttm in ROE v povezavi z deležem izplačanega dobička; kadar se povečuje PER, se povečuje tudi ROE in obratno. Želel sem preveriti Damodaranovo trditev o povezavi med PER in ROE ter ugotovil, da to za 60 obravnavanih bank iz Severne Amerike, Južne Amerike, Evrope in Azije ne velja. Izbrane banke s pripadajočimi podatki so predstavljene v Prilogi 9. Za omenjene banke sem izračunal korelacijo med PER bank in dobičkonosnostjo kapitala bank. Korelacija med ROE in PER znaša -0,26, kar pomeni, da se ob povečevanju dobičkonosnosti kapitala bank multiplikator čistega dobička zmanjšuje, kar je tudi grafično prikazano v sliki (2) zgoraj.

### 3.2.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti - PBV

Multiplikator knjigovodske vrednosti (angl. *price to book value ratio*, v nadaljevanju *PBV*) se izračuna kot razmerje med tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice (angl. *book value of equity per share - BV*), kar je ponazorjeno v spodnji enačbi (14) (Damodaran, 2002, str. 512).

$$PBV = \text{Tržna cena delnice} / \text{Knjigovodska vrednost delnice} \quad (14)$$

Pri računanju knjigovodske vrednosti delnice moramo paziti, kako izračunavamo ter kaj vključimo v izračun. Posebej v primeru, da ima podjetje izdanih več razredov delnic, se lahko cena delnic med posameznimi razredi razlikuje. Obstaja pa tudi nejasnost, kako pravilno porazdeliti knjigovodsko vrednost med posameznimi razredi delnic. Paziti moramo tudi, da v izračun ne vključimo prednostnih delnic, saj se tržna vrednost kapitala nanaša na navadni lastniški kapital. Nekatere težave rešimo tako, da PBV (15) izračunamo tako, da tržno vrednost kapitala celotnega delimo s celotno knjigovodsko vrednostjo kapitala (Damodaran, 2002, str. 512–513).

$$PBV = \text{Tržna vrednost kapitala} / \text{Knjigovodska vrednost kapitala} \quad (15)$$

PBV je večkratnik, ki tako kot PER temelji na kapitalu podjetja, zato se za analiziranje osnovnega modela uporabi dividendni diskontni model. Osnove, ki določajo PBV (16), so enake osnovam, ki določajo PER z eno spremembo, ki je dobičkonosnost lastniškega kapitala. ROE je pri PBV samostojna osnova in ne v povezavi z deležem izplačanega dobička (Damodaran, 2002, str. 517–518).

$$PBV = \frac{P_0}{BV_0} = \frac{DID \times ROE}{k_e - g_n} \quad (16)$$

Kjer je:

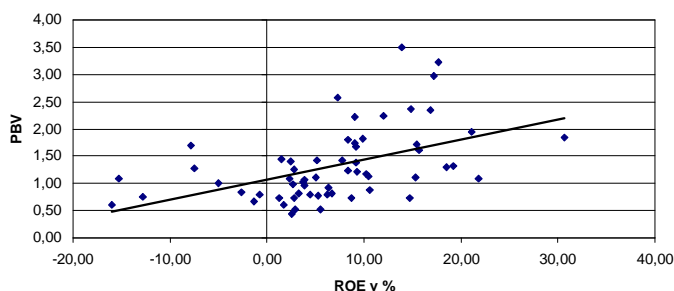
$P_0$  = tržna cena delnice,  $BV_0$  = knjigovodska vrednost delnice, DID = delež izplačanega dobička, ROE = dobičkonosnost lastniškega kapitala,  $k_e$  = strošek kapitala,  $g_n$  = stopnja rasti izplačanega dobička po letu n.

*Tabela 12: Statistični povzetek za PBV bank na dan 6.7.2010*

<b>Korelacija med ROE in PBV</b>	0,48
<b>Aritmetična sredina</b>	1,32
<b>Mediana</b>	1,13
<b>Standardni odklon</b>	0,67
<b>Min</b>	0,44
<b>Max</b>	3,50
<b>1. kvartil - Q1</b>	0,81
<b>3. kvartil - Q3</b>	1,68

Tako kot obstaja povezava med kazalnikom PER in ROE, obstaja tudi povezava med knjigovodsko ceno delnice in dobičkonosnostjo kapitala, kadar se povečuje PBV se povečuje tudi ROE. Tako kot za PER, sem preveril tudi povezavo med PBV in ROE. Korelacija med ROE in PBV analiziranih bank znaša 0,48, kar pomeni, da se ob povečevanju ROE PBV dejansko povečuje, kar je tudi grafično prikazano v Sliki 3.

Slika 3: Prikaz razmerja med PBV in ROE za banke na dan 6.7.2010



Z linearno regresijo PBV in ROE izbranih bank sem dobil naslednjo enačbo (17):

$$PBV = 0,0366 ROE + 1,074 \quad (17)$$

### 3.3 Diskontna mera

Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (angl. *International Valuation Standards Council – IVSC*) opredeljujejo diskontno mero kot »mero donosa, uporabljeno za pretvorbo denarnega zneska, prejetega v prihodnosti, v sedanjo vrednost. Teoretično izraža oportunitetne stroške kapitala, in sicer mero donosa, ki ga kapital lahko ustvari, če je uporabljen drugje s podobnim tveganjem.« (International Valuation Standards Council, 2005, str. 245).

Johnson (1999, str. 29) navaja, da diskontna mera izraža strošek kapitala, ki predstavlja pričakovanja posojilodajalcev in investitorjev. Ta pričakovanja usmerjajo investitorje pri izbiri dolgoročnih naložb. Strošek kapitala je enak diskontni meri, poznamo pa ga tudi pod imenom zahtevana ali pričakovana mera donosa.

Investitorji prilagodijo zahtevano stopnjo donosa trenutnim pogojem na trgu, zato stroški lastniškega kapitala slonijo na trenutnih pogojih na trgu in ne na preteklih. Tako so stroški lastniškega kapitala mejni stroški, saj so odvisni od trenutnih zahtevanih stopnjah donosa in znašajo toliko, kolikor bi zanje prejel investitor za naložbo enakega tveganja (Brigham, str. 344, 2010).

Pratt (2002, str. 3) opredeljuje strošek kapitala kot oportunitetni strošek, ki temelji na načelu nadomestitve. Investitor ne bo vlagal v določeno naložbo, če obstaja naložba, pri kateri je ob enakem tveganju pričakovani donos večji. Gre za relativen pojem, ki v največji meri temelji na primerljivosti različnih tveganj. Za investitorja pa pomenijo negotovost povračila vložka v predvidenem času in s predvidenim donosom.

Pratt (2002, str. 5) je opredelil tri temeljne sestavine stroška kapitala:

1. realna mera donosa, ki jo investitor pričakuje, če investira svoja sredstva v netvegano naložbo,
2. pričakovana inflacija (pričakovano zmanjšanje kupne moči),
3. tveganje (negotovost, povezana s tem, kdaj bomo prejeli denarni tok ali drugo obliko donosa iz naložbe in koliko).

Kapital sestavljajo različni dolgoročni viri financiranja, ki tvorijo t. i. sestavo celotnega kapitala podjetja in jih lahko na splošno uvrstimo v dve kategoriji (Johnson, 1999, str. 3):

1. dolžniški kapital in
2. lastniški kapital.

### 3.3.1 Dolžniški kapital

Damodaran (2002, str. 208) opredeljuje strošek dolžniškega kapitala kot trenuten strošek podjetja ob izposojanju denarja za financiranje projektov. Strošek kapitala določajo naslednje spremenljivke v izračunu (18):

1. Netvegana stopnja donosa (angl. *riskless rate*) – ob naraščanju netvegane stopnje, naraščajo tudi stroški dolžniškega kapitala podjetja.
2. Tveganje neizpolnjevanja obveznosti podjetja (angl. *default risk of the company*) – ob povečanju tveganja neizpolnjevanja obveznosti podjetja se povečajo stroški zadolževanja podjetja.
3. Davčne ugodnosti, povezane z dolžniškim financiranjem (angl. *tax advantage associated with debt*) – ker so obresti odbitna postavka pri davkih, so stroški dolga po davkih nižji.

$$\text{Stroški dolga po davkih} = \text{Stroški dolga pred davki} \times (1 - \text{Davčna stopnja}) \quad (18)$$

### 3.3.2 Lastniški kapital

Lastnik kapitalskih deležev ne prevzema le obrestnega tveganja in tveganja morebitne neizpolnitve obveznosti podjetja, kot je v primeru lastništva dolga podjetja. Prevzema tudi tveganje nerealiziranja pričakovanih donosov podjetja oziroma drugačne časovne realizacije. Tako se izrazito povečuje stopnja tveganja ter posledično strošek kapitala. Tveganje, povezano z lastniškim kapitalom, se kaže v dveh sestavinah (Pratt, 2002, str. 35):

1. splošno tveganje, imenovano tudi tržno ali sistematično tveganje, in
2. posebno tveganje, imenovano tudi podjetniško, specifično, nesistematično oziroma rezidualno tveganje.

V Tabeli 13 je opisana praksa ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala v podjetjih.



Tabela 13: Praksa ocenjevanja stroškov lastniškega kapitala v podjetjih

	Praksa v podjetjih
<b>Model ocenjevanja</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 81 % podjetij uporablja CAPM model,</li> <li>• 4 % podjetij uporablja modificiran CAPM,</li> <li>• 15 % pa ni dalo končnega odgovora,</li> </ul>
<b>Ne-tvegana mera donosa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 4 % uporablja donos 90 dnevne zakladne menice,</li> <li>• 33 % podjetij uporablja donos 10 letne državne obveznice,</li> <li>• 7 % jih uporablja donos 3 do 7 letne državne obveznice,</li> <li>• 4 % uporabi donos 20 letne državne obveznice,</li> <li>• 33 % uporablja donos od 10 do 30 letne državne obveznice,</li> <li>• 19 % podjetij se je izreklo, da ne-tvegano mero donosa določijo na podlagi investicije, v katero investirajo.</li> </ul>
<b>Beta</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 52 % podjetij uporablja javno objavljeno beto,</li> <li>• 30 % izračunajo sami,</li> <li>• 3 % pa se obrnejo na finančnega svetovalca,</li> <li>• 15 % podjetij se ni izjasnilo.</li> </ul>
<b>Premija za tveganje</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 11 % podjetij uporablja fiksno premijo med 4% in 4,5%,</li> <li>• 37 % jih uporablja fiksno premijo med 5% in 6%,</li> <li>• 4 % podjetij uporablja geometrično povprečje,</li> <li>• 4 % uporablja aritmetično povprečje,</li> <li>• 15 % podjetij uporablja oceno finančnih svetovalcev,</li> </ul>

Vir: R.F. Bruner et al, *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*, 1998, str. 16–19.

Ekonomski faktorji se s časom spreminjajo, prav tako pa se lahko spreminja premija za tveganje, povezana s temi faktorji. Najbolj uporabljen model za izračun stroškov lastniškega kapitala je CAPM, kar so v študiji odkrili Bruner, Eades, Harris in Higgins (1998, str. 16–19). Razlog razširjenosti modela je njegova enostavnost.

CAPM temelji na izhodišču, da investitor zahteva tem višji donos naložbe v lastniški kapital, čim višje je tveganje naložbe v primerjavi z ne-tvegano naložbo (npr. državna obveznica). CAPM meri zahtevano mero donosa na podlagi treh elementov, ki so izraženi v enačbi (18) (Copeland et al, 2000, str. 214–215):

1. Ne-tvegane mere donosa,
2. faktorja  $\beta$  in
3. splošnega pribitka za kapitalsko tveganje.

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - r_f) \times \beta_i \quad (19)$$

Člen  $R_f$  v enačbi predstavlja ne-tvegano mero donosa, faktor  $\beta_i$  predstavlja relativno tveganje naložbe, drugi člen enačbe pa predstavlja premijo za tveganje.

Ne-tvegana mera donosa je donos vrednostnega papirja ali portfelja vrednostnih papirjev, ki se ne soočajo s tveganjem neizpolnjevanja obveznosti. Z drugimi besedami najboljša ocena ne-tvegane mere donosa bi bila donosnost portfelja z beto nič. Za ne-tvegano mero donosa največkrat uporabljajo kratkoročne državne vrednostne papirje. Investicija, ki se

smatra za ne-tvegano, ne sme vsebovati tveganja reinvestiranja in tveganja neizpolnjevanja obveznosti (angl. *default risk*). Pri vrednotenju predpostavljamo neskončno dolgo poslovanje podjetja, zato je za ne-tvegano obrestno mero najbolj primerno izbrati dolgoročen državni vrednostni papir brez kupona (Copeland et al, 2000, str. 215–216).

Drugi člen v enačbi CAPM modela ( $R_m - R_f$ ) je premija za tveganje, ki jo investitor zahteva za vložek v tvegano investicijo. Premija za tveganje je odvisna od nenaklonjenost investitorja k tveganju in tveganosti povprečno tvegane investicije. Izračun premije za tveganje lahko sloni na zgodovinskih podatkih (v tem primeru predpostavljamo, da bo prihodnost podobna preteklosti) ali na predhodnih (latin. *ex ante*) ocenah, ki skušajo napovedati prihodnost.

Zadnji člen ( $\beta_i$ ) v enačbi predstavlja tveganje, ki ga izbrani vrednostni papir doprinese k tržnemu portfelju.

Tabela 14 prikazuje analizo premij za tveganje, ki so jih uporabili analitiki pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala. Kot vidimo iz tabele, je povprečje premij za tveganje v ZDA, Kanadi, Evropski uniji in Veliki Britaniji zelo podobno. Večina analitikov torej uporablja premijo med 4 % in 5,5 %, v Veliki Britaniji pa med 4 % in 7,1 %. Opazimo lahko, da so uporabljene premije za tveganje v letu 2010 skoraj identične uporabljenim premijam za tveganje iz leta 1998, ki jih je v svoji analizi predstavil Bruner.

*Tabela 14: Uporabljene premije za tveganje v letu 2010*

	<b>ZDA in Kanada</b>	<b>EU</b>	<b>VB</b>	<b>Drugi</b>
Aritmetična sredina	5,10	5,00	5,20	6,30
Standardni odklon	1,10	1,30	1,40	2,20
MAX	10,00	11,90	10,00	25,00
3. kvartil - Q3	5,50	5,50	7,10	7,00
Mediana	5,00	5,00	4,50	5,90
1. kvartil - Q1	4,50	4,00	4,00	5,00
Min	2,50	3,00	3,50	0,70

*Vir: P.Fernandez, Market Risk Premium used in 2010 by Analysts and Companies, 2010, str. 2.*

### **3.3.3 Tehtano povprečje stroškov celotnega kapitala (WACC)**

Posojilodajalci in delničarji podjetja pričakujejo, da bodo kompenzirani za oportunitetne stroške za investiranje sredstev v neko podjetje namesto v kakšno drugo s podobnim tveganjem. Tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *weighted average cost of capital*) je diskontna stopnja, ki se uporablja za pretvorbo pričakovanih prihodnjih čistih denarnih tokov na sedanjo vrednost (Copeland et al., 2000, str. 201).

WACC izračunavamo predvsem za podporo dolgoročnemu vrednotenju, zato v izračun vključimo tiste komponente, ki bodo financirale dolgoročno poslovanje podjetja, pri čemer

pa upoštevamo samo stroške, ki jih ima podjetje resnično s temi viri. Stroške investorjev znižamo za morebitne davčne olajšave, ki jih pridobi podjetje (npr. Davčne ugodnosti). V izračun vključimo tržno vrednost dolga (B), navadnega kapitala (S) in prednostnega kapitala (P). Tehtano povprečje stroškov kapitala izračunamo z enačbo 20 (Copeland et al., 2000, str. 202–203):

$$WACC = k_e \times (1 - T) \times \frac{B}{V} + k_p \times \frac{P}{V} + k_s \times \frac{S}{V} \quad (20)$$

Kjer je:

$k_e$  = donosnost do dospelja pred davki nekonvertibilne obveznice, ki se je ne da odpoklicat,  $T_e$  = efektivna stopnja davka od dobička, B = tržna vrednost dolga, V = tržna vrednost podjetja ( $V = B + P + S$ )  $k_p$  = strošek kapitala po davkih, nekonvertibilnih prednostnih delnic, ki se jih ne da odpoklicat, P = tržna vrednost prednostnih delnic,  $k_s$  = tržno določljivi oportunitetni stroški lastniškega kapitala, S = tržna vrednost kapitala.

Pri določanju tehtanega povprečja stroškov kapitala je potrebno pri vseh sestavinah celotnega kapitala in njegovih vrednostih izhajati iz tržnih in ne knjigovodskih vrednosti (Pratt et al., 2000, str. 184). Sestava celotnega kapitala na osnovi tržnih vrednosti se lahko bistveno razlikuje od tiste, ki temelji na knjigovodskih vrednostih.

Pri izračunu WACC je po Copelandu (2000, str. 201–202) pomembna konsistentnost s celotnim konceptom vrednotenja in z definicijo denarnih tokov (angl. *free cash flow*, v nadaljevanju FCF). Za konsistentnost FCF-ja je potrebno pri oceni WACC-a upoštevati:

1. da, je v izračun vključen ves kapital, ker je FCF na razpolago vsem investorjem,
2. da, je izračunan po plačilu davkov, ker je tudi FCF opredeljen po plačilu davkov,
3. da, ob izražanju FCF-ja v nominalnih kategorijah mora izračun WACC-ja upoštevati vplive inflacije,
4. da je vsaki obliki predpisano lastno tveganje, ki bo odražalo tveganje posamezne oblike financiranja,
5. da se uporabi tržne vrednosti uteži posameznih oblik kapitala,
6. da se v obdobju napovedovanja upošteva inflacijo, sistematično tveganje in strukturo kapitala.

## 4 FINANČNA SREDSTVA

Mednarodni računovodski standard 32 (v nadaljevanju MRS 32) določa načela predstavljanja finančnih instrumentov (MRS 32, Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009):

1. kot obveznosti,

2. kot lastniški kapital in
3. za izravnavo finančnih sredstev in finančnih obveznosti.

Z MRS 32 (Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009) razvrščamo finančne instrumente z vidika izdajatelja, v finančna sredstva, finančne obveznosti in instrumente lastniškega kapitala. Finančni instrument je vsaka pogodba, na podlagi katere nastane finančno sredstvo enega podjetja in finančna obveznost ali kapitalski instrument drugega podjetja. Po 11. členu MRS 32 (Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009) med finančna sredstva spadajo:

1. Denar;
2. Kapitalski instrument drugega podjetja;
3. Pogodbena pravica:
  - prejeti denar ali drugačno finančno sredstvo od drugega podjetja;
  - zamenjati z drugim podjetjem finančna sredstva ali finančne obveznosti pod pogoji, ki utegnejo biti ugodni za podjetje.
4. Pogodba, ki se lahko poravna ali se bo poravnala z lastnimi kapitalskimi instrumenti podjetja, je:
  - neizpeljan instrument, za katerega je podjetje (lahko) zavezano prejeti spremenljivo število lastnih kapitalskih instrumentov podjetja;
  - izpeljan instrument, ki se lahko ali se bo poravnal drugače kot z zamenjavo določenega zneska denarja ali drugega finančnega sredstva za določeno število lastnih kapitalskih instrumentov podjetja. Za ta namen lastni kapitalski instrumenti podjetja ne zajemajo tudi instrumentov, ki so sami po sebi pogodbe za prihodnji prejem ali izročitev lastnih kapitalskih instrumentov podjetja.

11. člen MRS 32 (Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009) finančne obveznosti definira kot:

1. Pogodbeno obvezo:
  - izročiti drugemu podjetju denar ali drugačno finančno sredstvo;
  - zamenjati z drugim podjetjem finančna sredstva ali finančne obveznosti pod pogoji, ki utegnejo biti neugodni za podjetje.
2. Pogodbo, ki se lahko poravna ali se bo poravnala z lastnimi kapitalskimi instrumenti podjetja in je:
  - neizpeljan (instrument), za katerega je podjetje (lahko) zavezano dobaviti spremenljivo število lastnih kapitalskih instrumentov podjetja;
  - izpeljan instrument, ki se lahko ali se bo poravnal drugače kot z zamenjavo določenega zneska denarja ali drugega finančnega sredstva za določeno število lastnih kapitalskih instrumentov podjetja. Za ta namen lastni kapitalski instrumenti podjetja ne zajemajo tudi instrumentov, ki so sami po sebi pogodbe za prihodnji prejem ali izročitev lastnih kapitalskih instrumentov podjetja.

## 4.1 Opredelitev štirih kategorij finančnih instrumentov

Mednarodni računovodski standard 39 (v nadaljevanju MRS 39) opredeljuje, da se za klasifikacijo finančnega sredstva ali finančne obveznosti po pošteni vrednosti preko poslovnega izida kot finančno sredstvo ali finančna obveznost mora izpolnjevati katerega koli od naslednjih pogojev (MRS 39, Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009).

1. Je uvrščeno v posesti za trgovanje. Finančno sredstvo ali finančna obveznost je v posesti za trgovanje, če je:
  - pridobljena ali prevzeta v glavnem z namenom prodaje ali ponovnega nakupa v kratkem roku;
  - del portfelja prepoznanih finančnih instrumentov, ki se obravnavajo skupaj in za katere obstajajo dokazi o nedavnem kratkoročnem pobiranju dobičkov;
  - izpeljani instrument (izjema je izpeljani instrument, ki je pogodba o finančnem poroštvu ali instrument za varovanje pred tveganjem).
2. Po začetnem pripoznanju mora podjetje finančno sredstvo evidentirati po pošteni vrednosti preko poslovnega izida. Podjetje lahko evidentira finančno sredstvo po pošteni vrednosti preko poslovnega izida le, kadar to dovoljuje 11.A<sup>7</sup> člen MRS 39 ali kadar to povzroči koristnejše informacije, ker:
  - odpravlja ali znatno zmanjša nedoslednost pri merjenju ali pripoznavanju finančnega sredstva, ki bi sicer izhajala iz merjenja sredstev ali obveznosti ali pripoznavanja dobičkov in izgub na različnih podlagah;
  - skupina finančnih sredstev, finančnih obveznosti ali obeh se obravnava in njeni dosežki se vrednotijo na podlagi poštene vrednosti, v skladu z ravnanjem s tveganji ali naložbeno strategijo, in se informacije o skupini posredujejo znotraj podjetja na tej podlagi ključnemu poslovodnemu osebju podjetja.

Finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo, so neizpeljana finančna sredstva, ki imajo natanko določena plačila in natanko določeno zapadlost v plačilo. Za evidentiranje finančnih sredstev kot finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo, mora podjetje izpolnjevati naslednji pogoj; nedvoumno jih mora nameravati in predvsem zmore posedovati do zapadlosti. Razen naslednjih finančnih sredstev (MRS 39, Ur.l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009):

1. finančnih naložb, ki jih podjetje po začetnem pripoznanju evidentira po pošteni vrednosti preko poslovnega izida;
2. finančnih naložb, ki jih podjetje označi kot razpoložljiva za prodajo;

---

<sup>7</sup> Če pogodba vsebuje enega ali več vstavljenih izpeljanih finančnih instrumentov, podjetje lahko ne glede na 11. člen označi celotno mešano (sestavljeno) pogodbo kot finančno sredstvo ali finančno obveznost po pošteni vrednosti preko poslovnega izida, razen če vstavljeni izpeljani finančni instrument(-i) ne spreminja(-jo) bistveno denarnih tokov, ki bi se sicer po pogodbi morali spremeniti, ali je pri prvem obravnavanju podobnega mešanega (sestavljenega) instrumenta brez ali z malo analize jasno, da je ločitev vstavljenega izpeljanega finančnega instrumenta (vstavljenih izpeljanih finančnih instrumentov) prepovedana, kot je opcija za predčasno plačilo, vstavljena v posojilo, ki imetniku dovoljuje predčasno plačilo posojila za približno odplačno vrednost posojila.

3. finančnih naložb, ki ustrezajo opredelitvi posojil in terjatev.

Podjetje ne sme razvrstiti nobenih finančnih sredstev kot v posesti do zapadlosti v plačilo, če je v tekočem poslovnem letu ali v prejšnjih dveh poslovnih letih prodalo ali prerazvrstilo pomemben znesek finančnih naložb v posesti do zapadlosti pred zapadlostjo, razen prodaj ali prerazvrstitev, ki (MRS 39, Ur.l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009):

1. so manj kot tri mesece pred zapadlostjo v plačilo ali datumu odpoklica finančnega sredstva tako da spremembe tržne obrestne mere ne bi mogle pomembno vplivati na pošteno vrednost finančnega sredstva;
2. se pojavijo, potem ko podjetje zbere skoraj celotno izvirno glavnico finančnega sredstva z načrtovanimi plačili ali predplačili;
3. so pripisljivi osamljenemu poslovnemu dogodku, ki ga podjetje ne obvladuje ter se ne ponavlja in ga podjetje ne more utemeljeno pričakovati.

Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva so tista neizpeljana finančna sredstva, ki so označena kot razpoložljiva za prodajo, ali pa niso uvrščena kot (MRS 39, Ur.l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009):

1. posojila in terjatve;
2. finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo;
3. finančna sredstva po pošteni vrednosti preko poslovnega izida.

Odbor za mednarodne računovodske standarde (angl. *international accounting standards board - IASB*) je v fazi zamenjave MRS 39, ki jih bodo v drugem četrtletju leta 2011 zamenjal MSRP 9 (angl. *international financial reporting standards – IFSR 9*) (IASB – spletna stran, 2010).

## **4.2 Evidentiranje in oslabitve finančnih sredstev**

Na vrednost finančnih institucij in predvsem bank vpliva tudi vrednost finančnih instrumentov, ki jih ima le-ta ima v lasti. Po mednarodnih finančnih računovodskih standardih (angl. *financial accounting standards – FAS*) morajo podjetja evidentirati vrednostne papirje v eno izmed treh kategorij (Financial Accounting Standards Board, 2008b, str. 4–6):

1. Finančna sredstva, izkazana po odplačni vrednosti ali držanje do dospetja (angl. *held to maturity – HTM*): večinoma so investicije v dolžniške vrednostne papirje, ki jih podjetje namerava držati do dospetja. Investicijo se vrednoti na podlagi amortizacije.
2. Finančna sredstva, izkazana po nabavni vrednosti ali držanje finančnih sredstev za trgovanje (angl. *held for trading – HFT*): sredstva so lahko dolžniški ali lastniški

vrednostni papirji, večinoma jih banka kupi za krajše obdobje, vrednoti se jih pa po pošteni vrednosti. Nerealizirani dobički in izgube se izkažejo v izkazu uspeha.

3. Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva (angl. *available for sale* – *AFS*): v to kategorijo spadajo dolžniški ali lastniški vrednostni papirji, vrednoti se jih po pošteni vrednosti. Nerealizirani dobički ali izgube se izkažejo v bilanci stanja v postavki lastniški kapital.

Podjetje na vsak dan bilance stanja ocenjuje obstoj kak nepristranski dokaz o morebitni oslavitvi finančnega sredstva ali skupine finančnih sredstev. V primeru obstoja takšnih dokazov mora podjetje po 63., 66., ali 67. členu MRS 39 (2008) določiti vrednost izgube zaradi oslavitve za naslednja evidentirana sredstva:

1. finančna sredstva, izkazana po odplačni vrednosti;
2. finančna sredstva, izkazana po nabavni vrednosti;
3. za prodajo razpoložljiva finančna sredstva.

#### **4.2.1 Finančna sredstva, izkazana po odplačni vrednosti**

Ob obstoju nepristranskih dokazov o izgubi zaradi oslabiljenosti pri posojilih in terjatvah ali finančnih naložbah v posesti do zapadlosti v plačilo, izkazanih po odplačni vrednosti, se izguba izmeri kot razlika med knjigovodsko vrednostjo sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov diskontiranih po izvirni efektivni obrestni meri finančnega sredstva. Knjigovodsko vrednost sredstva nato zmanjšamo neposredno ali z uporabo računa popravkov vrednosti. Vrednost izgube se mora pripoznati v poslovnem izidu (MRS 39, Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009).

#### **4.2.2 Finančna sredstva, izkazana po nabavni vrednosti**

Če obstajajo nepristranski dokazi o izgubi zaradi oslabiljenosti pri netržnem kapitalnem instrumentu, ki ni izkazan po pošteni vrednosti iz razloga, ker njegove poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti, se znesek izgube zaradi oslavitve izmeri kot razlika med knjigovodsko vrednostjo finančnega sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih po trenutni tržni donosnosti za podobna finančna sredstva (MRS 39, Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009).

#### **4.2.3 Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva**

Če je zmanjšanje poštene vrednosti finančnega sredstva, ki je na razpolago za prodajo, pripoznano neposredno v lastniškem kapitalu in obstajajo nepristranski dokazi, da je sredstvo oslabiljeno (kar pomeni, da obstajajo nepristranski dokazi o oslavitvi), potem je potrebno kumulativno izgubo, pripoznano neposredno v lastniškem kapitalu, odstraniti iz lastniškega kapitala in jo pripoznati v poslovnem izidu, četudi pri finančnem sredstvu ni

bilo odpravljeno pripoznanje. Kumulativna izguba, ki se pripozna v poslovnem izidu je razlika med nabavno vrednostjo in sprotno pošteno vrednostjo, zmanjšana za izgubo zaradi oslabitve takšnega finančnega sredstva, ki je bila prej pripoznana v poslovnem izidu (MRS 39, Ur.l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009).

### **4.3 Nepristranski dokazi**

Po 59. členu MRS 39 finančno sredstvo oslabimo takrat, kadar obstajajo objektivni dokazi o oslabitvi zaradi dogodka ali dogodkov, ki so nastopili po začetnem pripoznanju sredstva. Pričakovane izgube, ki nastanejo kot posledica prihodnjih dogodkov, ne glede na to, kako so verjetni, se ne pripoznavajo. Nepristranski dokazi o oslabiljenosti finančnega sredstva ali skupine sredstev so (MRS 39, Ur. l. EU št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009):

1. Pomembne finančne težave izdajatelja ali zavezanca;
2. Kršenje pogodbe, kot je neizpolnitev obveznosti ali kršitev pri plačevanju obresti ali glavnice;
3. Posojilodajalčeva koncesija posojilojemalcu iz gospodarskih ali pravnih razlogov v povezavi s posojilodajalčevimi finančnimi težavami, ki je posojilodajalec sicer ne bi obravnaval;
4. Verjetnosti, da bo posojilojemalec šel v stečaj ali finančno reorganizacijo;
5. Izginotje delujočega trga za takšno finančno sredstvo zaradi finančnih težav;
6. Pomembni podatki, ki kažejo, da obstaja izmerljivo zmanjšanje ocenjenih prihodnjih denarnih tokov iz skupine finančnih sredstev vse od začetnega pripoznanja sredstev, čeprav se zmanjšanja ne da prepoznati pri posameznih finančnih sredstvih v skupini, vključno:
  - neugodne spremembe v plačilnem statusu posojilojemalcev v skupini (npr. povečano število zamujenih plačil ali povečano število posojilojemalcev s kreditnimi karticami, ki so dosegli svojo zgornjo mejo in plačujejo le majhne mesečne zneske) ali
  - gospodarske razmere v državi ali lokalnem okolju, ki sovpadajo z neplačili po sredstvih v skupini (npr. povečanje stopnje brezposelnosti na geografskem področju posojilojemalcev, zmanjšanje cen nepremičnin pri hipotekah na zadevnem področju, zmanjšanje cen nafte na sredstva za posojila proizvajalcem nafte, ali neugodne spremembe razmer v industriji, ki vplivajo na posojilojemalce v skupini).

## **5 VREDNOTENJE SKUPINE NKBM**

Namen vrednotenja navadnega lastniškega kapitala na dan 31.12.2009 je ugotoviti razpon, v katerem se giblje poštena tržna vrednost navadnega lastniškega kapitala Nove kreditne banke Maribor. Vrednotenje je potekalo v skladu z danimi predpostavkami, navedenimi v nadaljevanju, in javno razpoložljivimi podatki.



Za vrednotenje navadnega lastniškega kapitala sem uporabil dve metodi, in sicer:

1. metodo javno primerljivih podjetij (tržna metoda), ki temelji na cenah delnic bank v centralni in zahodni Evropi, s katerimi se javno trguje,
2. metodo diskontiranih prostih denarnih tokov – prihodkovna metoda (angl. *Income model*), ki temelji na oceni prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju in v obdobju po eksplicitnem obdobju napovedovanja.

Metoda diskontiranih prostih denarnih tokov temelji na javno dostopnih podatkih, ki so dostopni na spletu. Tržna metoda pa temelji na podatkih, dostopnih na podatkovni bazi Bloomberg.

## **5.1 Predstavitev skupine**

Skupina NKBM je s 5,7 mrd evrov bilančne vsote druga največja banka v Sloveniji, ima pa 1500 zaposlenih. V skupino NKBM spadajo naslednje družbe: Adria Bank AG, KBM Fineko, KBM Infond, KBM Leasing, KBM Invest, Zavarovalnica Maribor, Pokojninska družba – Moja Naložba, Poštna banka Slovenije, KBM Projekt, Multiconsult Leasing in Gorica Leasing.

Družbe, vključene v skupino NKBM, opravljajo različne dejavnosti: od klasičnih bančnih in zavarovalniških storitev, upravljanja investicijskih in pokojninskih skladov do trženja nedepozitnih investicijskih produktov kot tudi specializirane finančne storitve, kot so investicijsko svetovanje s projektnim spremljanjem uporabnikov, lizing premičnin in nepremičnin, gradnja nepremičnin in njihova prodaja za trg ter storitve pri posredovanju nepremičnin. Nova KBM d.d. se ukvarja z bančnimi storitvami, ki predstavljajo sprejemanje depozitov od javnosti ter dajanje kreditov za svoj račun.

### **Poslovanje Skupine NKBM v letu 2009**

Čisti obrestni prihodki Skupine NKBM so v letu 2009 znašali 136,4 mio evrov, kar je 1,5 mio evrov (1 %) več kot v letu poprej. Čisti neobrestni prihodki so znašali 71,3 mio evrov, od tega so čiste opravnine znašale 59,5 mio evrov, kar je 9,2 % več kot v letu 2008. Skupina NKBM je v letu 2009 izboljšala učinkovitost poslovanja, saj so kljub povečanem obsegu poslovanja v letu 2009 v primerjavi z letom poprej uspeli znižati stroške administracije za 1,5 %, na 99,4 mio evrov (Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2010, str. 39).

Skupina NKBM je v letu 2009 ustvarila 17,6 mio evrov dobička iz poslovanja, kar je 19 % manj kot v letu 2008. Čisti dobiček Skupine pa je znašal 12,8 mio evrov. Na višino dobička je vplivalo znižanje kvalitete kreditnega portfelja, saj so se odhodki iz naslova oslabitev v primerjavi z letom 2008 povišali za 35 % in so konec leta 2009 znašali 78 mio

evrov. Bilančna vsota Skupine NKBM se je v letu 2009 v primerjavi z letom poprej povečala za 295 mio evrov (5,4 %) in je na dan 31.12.2009 znašala 5,78 mrd evrov (Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2010, str. 39–40).

## **5.2 Metoda prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu**

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

Za napoved čistega denarnega toka lastniškemu kapitalu moramo izdelati:

1. napoved bilance stanja,
2. napoved izkaza poslovnega izida in
3. napoved kapitala za zagotavljanje kapitalske ustreznosti.

V nadaljevanju bom prikazal napoved izkaza poslovnega izida in bilanco stanja na konkretnem primeru Nove kreditne banke Maribor. Presečni datum ocenjevanja vrednosti, za katerega veljajo podatki iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida, je 31.12.2009. Za obdobje napovedi sem vzel obdobje desetih let do leta, v katerem naj bi Nova KBM zagotovila stabilno rast v neskončnost.

### **5.2.1 Napoved bilance stanja**

Po Copeland et al. (2000, str. 440–441) obstajata dva načina napovedovanja bilance stanja. Prvi način predpostavlja, da se delež posameznih postavk v celotnih sredstvih z leti ne spreminja ter tako predstavlja konstantno enak del aktive oziroma pasive. S tem se izognemo potencialnemu suficitu ali deficitu sredstev. Pri drugem načinu se posamezno po postavkah bilance stanja predpostavlja pričakovane rasti le-teh. Višek sredstev se knjiži k postavki presežek tržnih vrednostnih papirjev (angl. *excess marketable securities*), deficit sredstev pa kot nepredviden dolg (angl. *unscheduled debt*).

Pri napovedovanju bilance stanja Skupine NKBM sem uporabil drugi način, prvega sem uporabil samo za preverjanja nekaterih postavk. Rast bilančne vsote in posameznih postavk bilance stanja sloni na preteklih stopnjah rasti ter prihodnjih pričakovanjih, ki temeljijo na stopnjah varčevanja gospodinjstev, zadolževanju gospodinjstev, rasti kreditnega poslovanja bank, rasti bilančnih vsot slovenskih bank itd.

Rast posojil gospodinjstvom pri bankah se je v letu 2009 v primerjavi z letom poprej znižala za 8,2 odstotne točke na 6,7 %. Pri tem je rast stanovanjskih posojil upadla na 15,7 %, rast potrošniških posojil pa na 0,6 % (Banka Slovenije, 2010, str. 8).

Tabela 15: Stanje finančnih obveznosti gospodinjstev v mio EUR

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Skupaj</b>	<b>6.882,00</b>	<b>8.093,00</b>	<b>10.054,00</b>	<b>11.204,00</b>	<b>11.805,00</b>
st. rasti v %	19,70	17,60	24,20	11,40	5,40
v % BDP	24,00	26,10	29,20	30,20	33,50

Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2010, str. 8.

Banke so v prvih petih mesecih leta 2010 neto odobrile za 653,5 mio evrov kreditov, kar je za 1 % manj kot v enakem obdobju lani. Slovenska gospodinjstva so se v prvih petih mesecih leta 2010 zadolževala predvsem v obliki stanovanjskih kreditov. V maju 2010 so neto prilivi stanovanjskih kreditov znašali 77,4 mio evrov. Neto tokovi kreditov slovenskim gospodinjstvom so v prvih petih mesecih leta 2010 znašali 288,2 mio evrov, kar je 1,4-krat več kot v enakem obdobju leta 2009. Banke so v maju 2010 oblikovale za 37,0 mio evrov dodatnih rezervacij in oslabitev, kar je nekoliko več kot v maju 2009. V prvih petih mesecih letos pa je njihova raven dosegla 184,9 mio evrov, kar je za približno 30 % več kot v enakem obdobju leta 2009 (Urad za makroekonomske analize in raziskave, 2010, str. 24–25).

Tabela 16: Krediti domačih bank nebančnemu sektorju v mio EUR

	31.12.2009	31.5.2010	31. 5.2010/ 30.4.2010 (v %)	31.5. 2010/ 31.5.2009 (v %)
<b>Kreditni skupaj</b>	<b>32.444,95</b>	<b>33.098,49</b>	<b>0,40</b>	<b>2,80</b>
Kreditni podjetjem	23.161,09	23.485,22	0,20	0,30
Kreditni državi	870,95	912,18	4,40	8,60
Kreditni prebivalstvu	8.412,91	8.701,10	0,60	9,50
Potrošniški	2.899,95	2.886,98	0,00	1,00
Stanovanjski	3.927,13	4.251,30	1,90	19,60
Ostalo	1.585,84	1.562,82	-1,50	1,90

Vir: Urad za makroekonomske analize in raziskave, Ekonomsko ogledalo, 2010, str. 24.

Neto tokovi kreditov podjetjem in NFI so v maju 2010 znašali 38,3 mio evrov. Podjetja in NFI so v petih mesecih leta 2010 neto najemala kredite pri domačih bankah v višini 234,1 mio evrov, kar je za 13,0 % več kot v enakem obdobju leta 2009. Podjetja so aprila odplačevala tuje kredite v višini 13,5 mio evrov, kar je najvišja vrednost letos. V obdobju od januarja 2010 do aprila 2010 so se podjetja in NFI na tujem neto zadolžila za 29,6 mio evrov, kar je za skoraj tri četrtine manj kot v enakem obdobju leto poprej. Obrestne mere za kredite podjetjem nad 1 mio evrov z variabilno oziroma do enega leta s fiksno obrestno mero so bile za 268 bazičnih točk višje od povprečja v območju evra. Banke so tudi v aprilu 2010 neto odplačale kredite, najete v tujini, v višini 271,7 mio evrov. Neto odplačila so posledica neto odplačevanja dolgoročnih kreditov. Enako kot krediti, najeti v tujini, so tudi tuje vloge v aprilu 2010 beležile neto odlive, vendar le v višini 6,6 mio evrov. Banke so v prvih štirih mesecih letos neto odplačevale tuje kredite in vloge v višini 1,0 mrd evrov, kar pa je za 20 % manj kot v enakem obdobju leta 2009 (Urad za makroekonomske analize in raziskave, 2010, str. 24–25).

*Tabela 17: Bilančna vsota bank v Sloveniji v primerjavi z BDP*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bilančna vsota bank (v mio EUR)	23.691,00	29.287,00	33.868,00	42.343,00	47.498,00	51.427,00
Stopnja rasti bilančne vsote bank (v %)	12,20	23,60	15,60	25,00	12,20	8,30
BDP v tekočih cenah (v mio EUR)	27.073,00	28.704,00	31.008,00	34.471,00	37.126,00	34.892,00
Bilančna vsota v % BDP	87,50	102,00	109,20	122,80	127,90	147,40
Razmerje med rastjo bilančne vsote in	1,60	3,90	2,00	2,20	1,60	-1,30
Število zaposlenih v bankah	11.534,00	11.632,00	11.714,00	11.878,00	12.046,00	11.935,00

Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2010, str. 63.

Bilančna vsota bank v Sloveniji je decembra 2009 znašala 51,4 mrd evrov, hranilnic pa 396,7 mio evrov. Tako je bilančna vsota bank predstavljala približno 147 % BDP. Rast bilančne vsote je v letu 2009 znašala 8,3 % nominalno in je za tretjino nižja kot v letu 2008. Razmerje bilančne vsote slovenskih bank do BDP se iz leta v leto povečuje, kljub temu je še vedno približno 2,5-krat manjše od povprečja EU (Banka Slovenije, 2010, str. 63).

*Tabela 18: Bonitetna struktura razvrščenih terjatev in pokritost z oslabitvami*

	31.12.2008			31.12.2009			28.2.2010		
	Razvrščene terjatve	Oslabitve	Pokritost terjatev z oslabitvami v %	Razvrščene terjatve	Oslabitve	Pokritost terjatev z oslabitvami v %	Razvrščene terjatve	Oslabitve	Pokritost terjatev z oslabitvami v %
Skupaj (v mio EUR)	47.129	1.403	3	49.757	1.827	3,7	48.679	1.882	3,9
	Struktura v (%)			Struktura v (%)			Struktura v (%)		
A	74,4	8,8	0,4	70,7	7,0	0,4	69,6	7,0	0,4
B	22,7	34,4	4,5	24,5	30,8	4,6	25,4	30,8	4,7
C	1,0	8,7	24,8	2,6	16,2	23,2	2,6	16,2	24,1
D	1,0	20,8	62,3	1,4	24,7	62,9	1,5	25,5	63,9
E	0,8	27,2	100,0	0,8	21,2	100,0	0,8	20,5	100,0

Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2010, str. 93.

Nedonosne terjatve, to so tiste terjatve, ki so uvrščene skupino D in E, so bile konec leta 2009 za 30 % višje kot konec leta 2008. Stanje oblikovanih oslabitev in rezervacij je do konca leta 2009 narastlo na 1,8 mrd evrov, kar pomeni 30-odstotno medletno povečanje. Pokritost razvrščenih terjatev bank z oslabitvami se je povečala na 3,7 %, kar je za 0,7 odstotne točke več kot konec leta 2008 (Banka Slovenije, 2010, str. 93).

Banke so v letu 2009 oblikovale za 218 mio evrov stroškov oslabitev in rezervacij več kot leta 2008 oziroma za 78 % več. Višje oslabitve so odraz poslabšanja kreditnega portfelja v zaostrenih gospodarskih razmerah. Odstotek stroškov oslabitev in rezervacij v bruto dohodku, ki je v letu 2008 znašal 20,4 %, se je v letu 2009 še dodatno povečal in dosegel 35 %. Najvišjo rast stroškov oslabitev in rezervacij so realizirale banke v večinski tuji lasti. Vendar je skupina bank v tuji lasti v letu 2009 imela nižje stroške oslabitev in rezervacij v

bruto dohodku v primerjavi z ostalima skupinama bank, ki so predstavljene v Tabeli 19 (Banka Slovenije, 2010, str. 79).

*Tabela 19: Posojila in stroški oslabitev in rezervacij v %*

	Velike banke	Majhne banke	Tuje banke	Bančni sistem
Rast posojil nebančnemu sektorju 2009	0,3	9,0	-0,5	0,6
Rast kapitalskih zahtev	6,3	5,8	-0,5	4,3
Rast oslabitev in rezervacij 2009	72,8	51,9	120,4	78,5
Odstotek oslabitev in rezervacij v bruto dohodku 2009	39,4	36,1	25,1	35,0
Odstotek oslabitev in rezervacij v bruto dohodku 2008	23,7	27,6	11,6	20,4

*Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2010, str. 79.*

## Kreditni

Ob koncu leta 2009 je stanje kreditov nebančnemu sektorju znašalo 3.335 mio evrov in se je glede na začetek leta povečalo za 53,8 mio evrov oziroma za 1,6 odstotka. Največje povečanje na področju kreditov nebančnemu sektorju je Skupina NKBM zabeležila pri kreditih gospodinjstvom v višini 52,9 mio evrov.

*Tabela 20: Napoved rasti kreditov (v mio EUR)*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>Kreditni</b>	<b>3.452,50</b>	<b>3.990,62</b>	<b>4.055,90</b>	<b>4.328,64</b>	<b>4.606,15</b>	<b>4.885,47</b>	<b>5.164,76</b>	<b>5.439,63</b>
rast v %	27,50	15,60	1,60	6,80	6,40	6,10	5,70	5,30
Delež v sredstvih v %	67,70	72,70	70,10	70,50	70,80	71,10	71,40	71,70
Kreditni bankam	296,31	191,53	211,76	224,47	237,26	250,07	262,83	275,45
rast v %	-25,50	-35,40	10,60	6,00	5,70	5,40	5,10	4,80
Delež v sredstvih v %	5,80	3,50	3,70	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Kreditni strankam, ki niso banke	3.156,16	3.799,09	3.842,85	4.104,17	4.368,88	4.635,39	4.901,92	5.164,17
rast v %	36,70	20,40	1,20	6,80	6,50	6,10	5,80	5,40
Delež v sredstvih v %	61,90	69,20	66,40	66,80	67,10	67,40	67,80	68,10
Finančna sredstva v posesti do zapadlosti	127,19	75,50	145,79	151,62	157,54	163,52	169,58	175,68
rast v %	-56,60	-40,60	93,10	4,00	3,90	3,80	3,70	3,60
Delež v sredstvih v %	2,50	1,40	2,50	2,50	2,40	2,40	2,30	2,30
Nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo in ustavljen poslovanje	0,14	0,57	7,68	7,91	8,15	8,40	8,65	8,91
rast v %	294,30	313,00	1.248,60	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Delež v sredstvih v %	0,00	0,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Delež kreditov gospodinjstev v strukturi kreditov strank, ki niso banke, je konec leta 2009 znašal 29 %. Neto krediti gospodinjstvom so konec leta 2009 znašali 968 mio evrov, kar je 53 mio evrov več kot so znašali v začetku leta. Najvišjo rast (12,6 %) je banka dosegla pri stanovanjskih kreditih prebivalstvu. Rast dolgoročnih investicijskih kreditov samostojnim podjetnikom je bila 5 %. Število vseh stanovanjskih kreditov je bilo konec leta 20.100 v skupni višini 465,6 milijona evrov, vseh kreditov samostojnim podjetnikom je bilo 3.389 v

skupni višini 144,5 milijona evrov, od tega 98,9 milijona evrov dolgoročnih (Nova Kreditna banka Maribor d.d., 2010, str. 50).

Na podlagi preteklih rasti, zadolževanjs gospodinjstev in nefinančnih institucij v prvih petih mesecih leta 2010 in prihodnjih pričakovanjih ocenjujem, da bo rast kreditov v letu 2010 znašala 6,8 %, v letu 2011 pa 6,4 %. Krediti bodo v celotnih sredstvih predstavljali dobrih 70 %, kakor so v preteklih letih. Največji delež kreditov bodo še naprej predstavljali krediti strankam, ki niso banke in bodo v letu 2010 predstavljali 66,8 % vseh sredstev in približno 95 % vseh kreditov.

Konec leta 2009 je imela Skupina NKBM oblikovanih za 277 mio evrov rezervacij za slaba posojila. Oslabitev kreditov so v letu 2009 znašale 76 mio evrov, kar je 95 % več kot leto poprej. Odpisi kreditov strankam, ki niso banke, pa so znašali 23 mio evrov in so bili za 42 mio evrov manjši kot leta 2008.

*Tabela 21: Gibanje oslabitev kreditov Skupine NKBM (v 000 EUR)*

	2006	2007	2008	2009
<i>Kreditni strankam, ki niso banke</i>				
Stanje na dan 1. 1.	213.768	219.881	241.292	218.913
Sredstva, pridobljena s poslovno združitvijo		17.363	-265	
Prilagoditev začetnega stanja			1.586	
<b>Neto oblikovane oslabitve za glavnice</b>	<b>6.171</b>	<b>26.640</b>	<b>38.946</b>	<b>76.101</b>
- dodatne oslabitve	158.914	174.895	186.903	243.558
- odpravljene oslabitve	-152.743	-148.255	-147.957	-167.457
Prilagoditve za evro	-58			
dodatne/odpravljene oslabitve za obresti		1.049	3.002	4.493
dodatne/odpravljene oslabitve za provizije		1	-1	-347
Odpisi kreditov strankam, ki niso banke		-23.642	-65.647	-23.637
Stanje na dan 31. 12.	219.881	241.292	218.913	275.523
<i>Kreditni bankam</i>				
Stanje na dan 1. 1.	478	527	12.486	12.397
Sredstva, pridobljena s poslovno združitvijo	0	11.918	0	0
Neto oblikovane oslabitve za glavnice	49	230	-109	-2.791
- dodatne oslabitve	501	5.272	4.378	3.732
- odpravljene oslabitve	-452	-5.042	-4.487	-6.523
dodatne/odpravljene oslabitve za obresti		-189	20	-5
Odpisi kreditov bankam		0	0	-7.237
Stanje na dan 31. 12.	527	12.486	12.397	2.364
<b>Skupaj stanje na dan 1.1.</b>	<b>214.246</b>	<b>220.408</b>	<b>253.778</b>	<b>231.310</b>
<b>Skupaj stanje na dan 31.12.</b>	<b>220.408</b>	<b>253.778</b>	<b>231.310</b>	<b>277.887</b>

Vir: Nova Kreditna banka Maribor d.d., Letno poročilo Skupine NKBM za leto 2007, 2008, str. 197-198;  
Nova Kreditna banka Maribor d.d., Letno poročilo Skupine NKBM za leto 2009, 2010 str. 119.

Opazno so se povečali tudi slabi krediti, to so tisti krediti, ki so razvrščeni v razred D in E. Bruto znesek slabih kreditov je konec leta 2009 znašal 320 mio evrov, kar je 119% več kot je znašal konec leta 2008. Delež bruto slabih kreditov v bruto znesku celotnega portfelja se je zvišal za 3,93 odstotne točke na 7,4 %. Zmanjšala se je pokritost oslabitev za slabe kredite s slabimi krediti, ki je konec leta 2009 znašala samo 86,6 %.

*Tabela 22: Vrednost slabih kreditov v portfelju Skupine NKBM*

	2006	2007	2008	2009
Bruto znesek slabih kreditov (D, E) (v mio EUR)	165,64	162,81	146,42	320,88
Izkazane oslabitve za kredite (D, E) (v mio EUR)	141,69	140,06	103,46	151,15
Neto znesek slabih kreditov (D, E) (v mio EUR)	23,94	22,75	42,95	169,72
Bruto znesek kreditov v portfelju (v mio EUR)	2.927,67	3.706,25	4.221,93	4.333,78
Neto znesek kreditov v portfelju (v mio EUR)	2.707,26	3.452,47	3.990,62	4.055,90
Bruto znesek slabih kreditov/Bruto znesek celotnega portfelja (v %)	5,66	4,39	3,47	7,40
Neto znesek slabih kreditov/Neto znesek celotnega portfelja (v %)	0,88	0,66	1,08	4,18
Skupaj oslabitve za kredite/ Bruto znesek slabih kreditov (v %)	133,06	155,87	157,98	86,60

*Vir: Nova Kreditna banka Maribor d.d., Letno poročilo Skupine NKBM za leto 2007, 2008, str. 165; Nova Kreditna banka Maribor d.d., Letno poročilo Skupine NKBM za leto 2008, 2009, str. 149; Nova Kreditna banka Maribor d.d., Letno poročilo Skupine NKBM za leto 2009, 2010, str. 95.*

Višina rezervacij za slabe kredite bo odvisna od neto oblikovanih oslabitev, odpisov kreditov in dodatnih oziroma odpravljenih oslabitev za provizije in obresti. V letu 2009 je NKBM odpisala za 30,8 mio evrov kreditov, kar je 53 % manj kot v letu poprej. V letu 2008 so odpisi kreditov predstavljali 1,55 % bruto kreditov, v letu 2009 pa 0,71 % bruto kreditov. Za leto 2010, 2011 in 2012 napovedujem, da bodo odpisi kreditov znašali 1 % bruto kreditov. Neto oblikovane oslabitve so pojasnjene v spodnjem odstavku in so napovedane na podlagi deleža neto oblikovanih oslabitev v bruto dohodku. Pričakujem, da se bo stanje rezervacij za slabe kredite z leti povečevalo, saj se je pokritost rezervacij za slabe kredite s slabimi krediti zmanjšala ter je konec leta znašala 86 %. Še leto poprej je bila ta pokritost 157 %.

*Tabela 23: Napoved ocene oslabitev kreditov in odpisov kreditov v (v mio EUR)*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Skupaj stanje rezervacij za slabe kredite na dan 1.1.	220,41	253,78	231,31	277,88	321,43	357,54	390,00	428,60
Skupaj neto oblikovane oslabitve	26,87	38,84	73,31	82,69	78,03	77,17	75,78	73,82
Dodatne/odpravljene oslabitve za provizije in obresti	30,14	4,34	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14
Odpisi kreditov	-23,64	-65,65	-30,87	-46,46	-49,57	-52,65	-44,63	-41,23
Delež odpisov kreditov v bruto kreditih v %	0,64	1,55	0,71	1,00	1,00	1,00	0,80	0,70
Skupaj stanje rezervacij za slabe kredite na dan 31.12.	253,77	231,31	277,88	318,25	350,85	379,51	414,80	451,52
Delež rezervacij v bruto kreditih (v %)	6,80	5,50	6,40	6,80	7,10	7,20	7,30	7,50

Neto oblikovane oslabitve sem napovedal na podlagi preteklih podatkov o deležu oslabitev v bruto dohodku NKBM. Delež neto oblikovanih oslabitev v bruto dohodku je v letu 2009 znašal 37,6 %, v letu 2008 pa je znašal 30,6 %, kar je v skladu s povprečjem bank v Sloveniji. Pričakujem, da bo delež neto oblikovanih oslabitev v bruto dohodku v letu 2010 ostal na ravni iz leta 2009 oziroma bo malce nižji in bo znašal 36,1 %. Pričakujem tudi, da se bo delež neto oblikovanih oslabitev z leti zmanjševal. Napovedal sem, da bo v letu 2014 delež neto oblikovanih oslabitev v bruto dohodku NKBM znašal 26,5 %, kar je na nivoju iz leta 2008.

Tabela 24: Bruto dohodek in delež oslabitev v bruto dohodku NKBM

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Neto obrestni dohodek (v mio EUR)	116,43	134,96	136,48	147,26	155,70	164,04	172,43	180,79
Neto ne-obrestni dohodek (v mio EUR)	96,68	53,93	71,09	81,81	85,97	90,03	94,13	98,23
Bruto dohodek (v mio EUR)	213,11	188,89	207,58	229,08	241,66	254,07	266,56	279,02
Neto oblikovane oslabitve (v mio EUR)	28,20	58,29	78,15	82,69	78,02	77,17	75,79	73,82
Delež neto oblikovanih oslabitev v bruto dohodku (v %)	13,20	30,90	37,60	36,10	32,30	30,40	28,40	26,50

### Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo

Skupina NKBM je imela konec leta 2009 v portfelju 1 mrd evrov finančnih sredstev razpoložljivih za prodajo, kar predstavlja 18,1 % bilančne vsote. Od tega 980 mio evrov dolžniških vrednostnih papirjev in 65 mio lastniških vrednostnih papirjev. Finančna sredstva razpoložljiva za prodajo so se v letu 2009 povečala za 11,4 %. Za prihodnja leta pričakujem, da bo v prihodnje rast finančnih sredstev, razpoložljivih za prodajo, nižja od rasti bilančne vsote, zato pričakujem, da se bodo v prihodnjih letih na letni ravni povečevala za 3 %. Napovedal sem tudi, da bo letna rast finančnih sredstev namenjenih trgovanju prav tako 3 %.

Tabela 25: Napoved finančnih sredstev razpoložljivih za prodajo (v mio EUR)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Denar v blagajni in stanje na računih pri CB	113,55	192,96	180,08	194,49	194,49	194,49	194,49	194,49
rast v %	3,50	69,90	- 6,70	8,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Delež v sredstvih v %	2,20	3,50	3,10	3,20	3,00	2,80	2,70	2,60
Finančna sredstva, namenjena trgovanju	120,28	52,23	17,30	17,82	18,36	18,91	19,48	20,06
rast v %	- 11,50	- 56,60	-66,90	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Delež v sredstvih v %	2,40	1,00	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo	993,88	938,92	1.046,16	1.077,55	1.109,87	1.143,17	1.177,46	1.212,79
rast v %	26,50	- 5,50	11,40	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Delež v sredstvih v %	19,50	17,10	18,10	17,50	17,00	16,60	16,30	16,00

Na podlagi preteklih podatkov o rasti bilančne vsote, zadolževanju gospodinjstev, rasti kreditnega poslovanja bank predpostavljam, da bo v letu 2010 rast bilančne vsote Skupine NKBM znašala 6,2 %, v letu 2011 pa 6,0 %. Podrobnejši prikaz stopenj rasti in višine sredstev banke po letih je predstavljen v Tabeli 26.

Tabela 26: Napoved stopenj rasti bilančne vsote Skupine NKBM

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Skupaj sredstva (v mio EUR)	5.097,52	5.489,94	5.786,79	6.143,72	6.510,36	6.875,48	7.234,34	7.584,74
rast v %	19,70	7,70	5,40	6,20	6,00	5,60	5,20	4,80



## Kapital

Temeljni kapital Skupine NKBM je na dan 31.12.2009 po odbitnih postavkah znašal 405,3 mio evrov, dodatni kapital po odbitnih postavkah pa 145 mio evrov. Kapitalska ustreznost Skupine NKBM je na dan 31.12.2009 znašala 11,72 %, kar je za 0,03 odstotne točke več kot leto poprej. Kapitalska ustreznost temeljnega kapitala je znašala 8,63 %, kar je 0,57 odstotne točke več kot je znašala konec leta 2008. Za prihodnja leta pričakujem, da bo banka nadaljevala z zastavljeno politiko izplačila dividend, sledna napoveduje letno izplačilo dividend v višini 35 % čistega dobička za poslovna leta 2010, 2011, 2012. V letih od 2013 do 2015 pa sem napovedal izplačilo dividend v višini 40 % čistega dobička, po letu 2015 pa izplačilo dividend v višini 50 % čistega dobička poslovnega leta.

Iz Tabele 27 je razvidno, da Skupina NKBM v vseh letih napovedovanja izpolnjuje zahteve po minimalni kapitalski ustreznosti brez potrebnih dodatnih vlaganj v kapital banke. Trendi v bančništvu kažejo na to, da imajo banke višjo kapitalsko ustreznost od minimalnih kapitalskih zahtev. Zato predvidevam, da bo tudi Skupina NKBM sledila trendom. V skladu s tem sem napovedal kapitalsko ustreznost v višini 11,44 % v letu 2010, pričakujem pa tudi, da se bo kapitalska ustreznost povišala na 11,98 % v letu 2017.

*Tabela 27: Napoved tveganju prilagojene aktive in kapitalske ustreznosti NKBM*

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Knjigovodska vrednost sredstev v mio EUR	6.143,73	6.510,35	6.875,47	7.234,33	7.584,73	7.917,97	8.224,56	8.506,55
Tveganju prilagojena aktiva (angl. Risk weighted asset - RWA) v mio EUR	4.985,37	5.282,87	5.579,14	5.870,34	6.154,68	6.425,09	6.673,87	6.902,69
RWA/ Sredstva (v %)	81,10	81,10	81,10	81,10	81,10	81,10	81,10	81,10
Temeljni kapital po odbitnih postavkah v mio EUR	425,34	452,24	483,61	518,78	559,85	602,35	641,04	682,01
Dodatni kapital po odbitnih postavkah v mio EUR	145,21	145,21	145,21	145,21	145,21	145,21	145,21	145,21
Celotni kapital po odbitnih postavkah v mio EUR	570,55	597,45	628,82	664,01	705,06	747,56	786,25	827,22
Kapitalska ustreznost (temeljni kapital) (v %)	8,53	8,56	8,67	8,84	9,10	9,38	9,61	9,88
Kapitalska ustreznost (Dodatni kapital) (v %)	2,91	2,75	2,60	2,47	2,36	2,26	2,18	2,10
Kapitalska ustreznost (celotni kapital) (v %)	11,44	11,31	11,27	11,31	11,46	11,64	11,78	11,98
Presežek/primankljaj temeljnega kapitala (v o.t.)	4,53	4,56	4,67	4,84	5,10	5,38	5,61	5,88
Presežek/primankljaj celotnega kapitala (v o.t.)	3,44	3,31	3,27	3,31	3,46	3,64	3,78	3,98

## Napoved finančnih obveznosti merjenih po odplačni vrednosti

Vloge gospodinjstev v bankah so v maju 2010 beležile neto prilive v višini 180 mio evrov. Neto prilivi vseh vlog gospodinjstev v banke so v prvih petih mesecih letos znašali 357,1 mio evrov, kar je za 17,7 % manj kot v enakem obdobju lani. V petih mesecih letos so vloge države beležile neto odliv v višini 0,9 mrd evrov, medtem ko so neto prilivi v enakem obdobju lani znašali 1,9 mrd evrov (Ekonomsko ogledalo, 2010, str. 25–26).

Skupina NKBM je konec leta 2009 izkazovala za 5 mrd evrov finančnih obveznosti merjenih po odplačni vrednosti, kar je za 4,3 % več kot konec leta 2008. Finančne obveznosti merjene po odplačni vrednosti so konec leta 2009 predstavljale kar 88 % vseh obveznosti Skupine.

Pričakujem, da se bodo finančne obveznosti, merjene po odplačni vrednosti, povečevale v skladu z rastjo bilančne vsote. Za vloge strank, ki niso banke, napovedujem, da se bodo v letu 2010 povečale 8 %. V prvih treh mesecih leta 2010 so se vloge nebančnega sektorja povečale za 3 %.

*Tabela 28: Napoved finančnih obveznosti merjenih po odplačni vrednosti (v mio EUR)*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>Finančne obveznosti, merjene po odplačni vrednosti</b>	<b>4.597,13</b>	<b>4.877,61</b>	<b>5.086,10</b>	<b>5.411,86</b>	<b>5.735,44</b>	<b>6.053,09</b>	<b>6.360,83</b>	<b>6.654,59</b>
rast v %	19,60	6,10	4,30	6,40	6,00	5,50	5,10	4,60
Delež v obveznostih v %	90,20	88,80	87,90	88,10	88,10	88,00	87,90	87,70
Vloge bank	167,37	135,66	157,11	168,11	178,53	188,17	196,83	204,31
rast v %	564,90	-18,90	15,80	7,00	6,20	5,40	4,60	3,80
Delež v obveznostih v %	3,30	2,50	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
Vloge strank, ki niso banke	2.962,36	3.184,57	3.507,53	3.788,13	4.068,46	4.345,11	4.614,51	4.872,92
rast v %	13,90	7,50	10,10	8,00	7,40	6,80	6,20	5,60
Delež v obveznostih v %	58,10	58,00	60,60	61,70	62,50	63,20	63,80	64,20
Kreditni bank	1.105,03	1.237,65	1.138,71	1.172,87	1.205,71	1.237,06	1.266,75	1.294,61
rast v %	37,40	12,00	-8,00	3,00	2,80	2,60	2,40	2,20
Delež v obveznostih v %	21,70	22,50	19,70	19,10	18,50	18,00	17,50	17,10
Kreditni strank, ki niso banke	5,64	0,64	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
rast v %	-95,10	-88,60	-86,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Delež v obveznostih v %	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dolžniški vrednostni papirji	113,92	102,23	90,44	90,44	90,44	90,44	90,44	90,44
rast v %	-26,80	-10,30	-11,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Delež v obveznostih v %	2,20	1,90	1,60	1,50	1,40	1,30	1,30	1,20
Podrejene obveznosti	242,79	216,85	192,21	192,21	192,21	192,21	192,21	192,21
rast v %	68,20	-10,70	-11,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Delež v obveznostih v %	4,80	3,90	3,30	3,10	3,00	2,80	2,70	2,50

## 5.2.2 Napoved izkaza poslovnega izida

Pri napovedovanju izkaza poslovnega izida je potrebno sprejeti veliko število predpostavk o rasti. Nekatere izmed predpostavk o rasti postavk izkaza poslovnega izida so podrobneje predstavljene spodaj, ostale pa so v Prilogi 7.

### Prihodki in odhodki iz obresti

Za napovedovanje obrestnih prihodkov in odhodkov v izkazu poslovnega izida sta možna dva načina. Pri prvem pripravimo posebej napoved prihodkov iz obresti in odhodkov za obresti. Pri drugem načinu pa pripravimo napoved čistih obresti, tako da pripravimo napoved obrestnega razmika med obrestmi, ki jih banka zaračunava, in obrestmi, ki jih banka plačuje, z drugimi besedami izračunamo neto obrestno maržo (Copeland et al., 2000, str. 436–437). V modelu sem uporabil prvi način napovedovanja obrestnih prihodkov in odhodkov.

Najprej sem izračunal povprečno obrestno mero, ki jo je NKBM prejela za sredstva, ki so prinašale obresti v letih 2006, 2007, 2008 in 2009, nato pa še povprečno obrestno mero, ki jo je NKBM plačevala za obveznosti v preteklih štirih letih. Na podlagi izračunov povprečnih obrestnih mer sem napovedal prihodnje obrestne prihodke in odhodke.

Povprečna obrestna mera, ki jo je NKBM v letih 2006, 2007, 2008 in 2009 prejela za sredstva, znaša 5,6 %, in na podlagi tega povprečja sem predpostavil, da bo zaračunana obrestna mera v prihodnosti znašala 5,6 %. Povprečna obrestna mera, ki jo je NKBM plačevala za obresti v letih od 2006 do 2009, znaša 2,9 %; napovedana obrestna mera je enaka povprečni.

*Tabela 29: Predpostavke za napoved prihodkov in odhodkov za obresti*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Prihodki iz obresti in podobni prihodki / povprečna sredstva ki prinašajo obresti (v %)	5,5	6,2	4,9	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Odhodki za obresti in podobni odhodki / povprečna sredstva ki prinašajo obresti (v %)	2,9	3,6	2,4	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9

Napovedana stopnja rasti prihodkov iz obresti in podobnih prihodkov bo v letu 2010 znašala 18,8 %, stopnja napovedane rasti odhodkov iz obresti bo v istem letu znašala 30,6 %. Napovedana stopnja rasti čistih obresti bo v letu 2010 znašala 5,7 %, v letu 2010 pa 5,4 %.

*Tabela 30: Napoved prihodkov in odhodkov iz obresti in podobnih prihodkov*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Prihodki iz obresti in podobni prihodki (v mio EUR)	243,28	314,08	262,31	311,64	329,48	347,13	364,89	382,58
rast v %	32,00	29,10	-16,50	18,80	5,70	5,40	5,10	4,80
Odhodki za obresti in podobni odhodki (v mio EUR)	126,84	179,11	125,82	164,38	173,79	183,09	192,46	201,79
rast v %	51,10	41,20	-29,80	30,60	5,70	5,40	5,10	4,80
% prihodkov iz obresti in podobnih prihodkov	52,10	57,00	48,00	52,70	52,70	52,70	52,70	52,70
<b>Čiste obresti (v mio EUR)</b>	<b>116,43</b>	<b>134,96</b>	<b>136,49</b>	<b>147,26</b>	<b>155,69</b>	<b>164,03</b>	<b>172,42</b>	<b>180,89</b>
rast v %	16,10	15,90	1,10	7,90	5,70	5,40	5,10	4,80

## Prihodki in odhodki iz opravnin

Prihodki iz opravnin so napovedani na podlagi deleža opravnin v prihodkih iz obresti in podobnih prihodkov. V letu 2009 so se stroški opravnin povečali za skoraj 50 %, prav tako se je povečal tudi delež opravnin v prihodkih iz obresti in podobnih prihodkov, ki je znašal 37,7 %. Pri napovedih sem predpostavljaj, da bo delež opravnin v prihodkih iz obresti in podobnih prihodkih znašal 35 %.

*Tabela 31: Predpostavke za napoved prihodkov in odhodkov za opravnine*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Prihodki iz opravnin (provizij) rast v %	20,4	5,7	49,5	10,2	5,7	5,4	5,1	4,8
% prihodkov iz obresti in podobnih prihodkov	25,8	21,1	37,7	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Odhodki za opravnine (provizije) rast v %	-3,6	-3,9	245,9	9,5	5,7	5,4	5,1	4,8
% prihodki iz opravnin (provizij)	19,1	17,4	40,2	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0

Napoved odhodkov za opravnine sloni na deležu odhodkov za opravnine v prihodkih iz opravnin. Ti so v letu 2009 znašali 40,2 % prihodkov iz opravnin, napovedani delež odhodkov za opravnine v prihodkih za opravnine znaša 40 %.

Napovedana rast prihodkov iz opravnin bo v letu 2010 znašala 9,8 %, v letu 2011 pa 5,7 %. Napovedana stopnja rasti odhodkov iz odpravnin bo v letu 2010 znašala 9,5 %.

*Tabela 32: Napoved prihodkov in odhodkov iz opravnin*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Prihodki iz opravnin (provizij) (v mio EUR)	62,66	99,32	99,02	109,07	115,32	121,49	127,71	133,90
rast v %	20,40	58,50	0,00	9,80	5,70	5,40	5,10	4,80
Odhodki za opravnine (provizije) (v mio EUR)	11,98	44,62	39,84	43,63	46,12	48,59	51,08	53,56
rast v %	-3,60	272,30	-10,70	9,50	5,70	5,40	5,10	4,80
Čiste opravnine (provizije) (v mio EUR)	50,67	54,70	59,17	65,44	69,19	72,89	76,62	80,34
rast v %	27,90	7,90	8,70	10,00	5,70	5,40	5,10	4,80

Prihodki iz dividend so med leti 2006 in 2009 zelo volatilni. Od leta 2010 dalje pa sem predpostavil 5-odstotno letno rast prihodkov iz dividend.

## Amortizacija

Stroški amortizacije so napovedani na podlagi deleža stroškov amortizacije v opredmetenih osnovnih sredstev. V letu 2009 so stroški amortizacije znašali 14,2 % opredmetenih sredstev, na podlagi leta 2009 sem napovedal stroške amortizacije od leta 2010 dalje, ki znašajo 14 % opredmetenih sredstev NKBM .

*Tabela 33: Predpostavke za napoved stroškov amortizacije*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Amortizacija (rast v %)	5,2	19,4	0,8	2,8	4,2	4,0	3,8	3,6
% opredmetenih osnovnih sredstev	10,9	11,9	14,2	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0

### **Oslabitev in rezervacije**

Skupina NKBM načrtuje, da bodo neto rezervacije in oslabitve v letu 2010 znašale 52,9 mio evrov. Sam se v napovedih ne strinjam s pričakovanimi oslabitvami, saj menim, da so premajhne. Podroben izračun sem predstavil v Tabeli 23 v točki 5.2.1. V modelu nisem napovedal oslabitev finančnih sredstev, razpoložljivih za prodajo, saj v preteklih letih, z izjemo leta 2008, niso pomembno vplivale na dobiček. Tako sem napovedal, da Skupina v prihodnjih letih ne bo oblikovala oslabitev finančnih sredstev, razpoložljivih za prodajo.

NKBM je v letih 2006 in 2007 oblikovala več rezervacij kot jih je ukinila, v letih 2008 in 2009 pa je ukinila več rezervacij, kot pa jih je oblikovala. Iz preteklih podatkov je zelo težko napovedati ukinjanje in oblikovanje rezervacij, zato predpostavljam, da bo banka v prihodnjih letih oblikovala natanko toliko rezervacij, kot jih bo ukinila.

### **Dobiček**

Skupina NKBM za leto 2010 napoveduje dobiček iz rednega poslovanja v višini 41,7 mio evrov ter čisti dobiček v višini 34,8 mio EUR (Nova Kreditna banka Maribor d.d, 2010, str. 17). V napovedih dobička se nisem strinjal z napovedmi Skupine, saj menim, da so načrtovane neto oslabitve preizke. Razlog mojih predvidevanj leži predvsem v nizki pokritosti oblikovanih rezervacij s slabimi krediti Skupine.

Napovedujem, da bo dobiček iz rednega poslovanja Skupine NKBM v letu 2010 znašal 31 mio EUR in bo za 78% višji kot leto poprej. Čisti dobiček pa bo po mojih napovedih znašal 24,8 mio EUR, kar je 94% več kot v letu 2008. Pričakujem tudi, da bosta dobiček iz rednega poslovanja in čisti dobiček Skupine v letu 2013 dosegla raven iz leta 2007, pred finančno krizo.

*Tabela 34: Napoved dobička iz rednega poslovanja in čistega dobička poslovnega leta*

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Dobiček iz rednega poslovanja (v mio EUR)	71,46	21,77	17,40	31,00	45,62	56,21	67,40	79,11
rast v %	28,80	-69,50	-20,10	78,10	47,10	23,20	19,90	17,40
Davek iz dohodka pravnih oseb iz rednega poslovanja (v mio EUR)	15,75	4,35	4,64	6,20	9,12	11,24	13,48	15,82
Davčna stopnja (v %)	22,00	20,00	26,70	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Čisti dobiček poslovnega leta (v mio EUR)	55,71	17,41	12,76	24,80	36,49	44,97	53,92	63,29
rast v %	23,50	-68,70	-26,70	94,30	47,10	23,20	19,90	17,40

Po Zakonu o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur. l. RS, št. 117/06 - ZDDPO-2, 90/2007, 56/08, 76/08, 92/2008, 5/2009, 96/2009, 43/2010) se davek plačuje po stopnji 20 % od davčne osnove, in to je tudi uporabljena davčna stopnja v modelu.

### 5.2.3 Napoved čistega denarnega toka

Na podlagi finančne analize, notranjih dejavnikov in zunanjih dejavnikov začnemo postopek napovedi čistega denarnega toka, ki ga potrebujemo za vrednotenje za uporabo metode DCF.

Denarni tok napovedujemo za:

1. konkretno napoved čistega denarnega toka v obdobju določenega števila let, ki je na razpolago lastnikom navadnega kapitala, potem ko je banka poravnala vse obveznosti iz naslova odhodkov, zagotavljanja kapitalske ustreznosti itd.
2. oceno preostale vrednosti po obdobju eksplicitne napovedi.

Pred izračunom vrednosti lastniškega kapitala Skupine NKBM moramo opredeliti še strošek lastniškega kapitala, s katerim bomo diskontirali napovedan prosti denarni tok lastniškemu kapitalu v eksplicitnem obdobju napovedovanja ter strošek lastniškega kapitala po obdobju eksplicitnega napovedovanja. Strošek lastniškega kapitala Nove kreditne banke Maribor sem izračunal z uporabo modela CAPM. Za izračun potrebujemo netvegano stopnjo donosa, premijo za tveganje in beto.

Netvegano stopnjo donosa sem ocenil na podlagi donosnosti desetletne državne obveznice Zvezne republike Nemčije. Na dan 5.3.2010 je donosnost do dospelja omenjenih obveznic znašala 3,16 % (Bloomberg – finančni portal, 2010). V izračunu predpostavljam, da se bo netvegana stopnja donosa po obdobju eksplicitnega napovedovanja zvišala na 4,5 %. Razlog moje predpostavke o dvigu netvegane stopnje donosa leži v trenutno zelo nizki referenčni obrestni meri, saj šestmesečni EURIBOR na dan 5.3.2010 znaša 0,956 %. Najvišjo vrednost pa je dosegel na dan 9.10.2008, ko je znašal 5,488 % (EURIBOR, 2010).

Premijo za tveganje v višini 5 % sem določil na podlagi Tebele 15, v kateri je navedeno, da podjetja najbolj pogosto uporabijo premijo za tveganje med 4 % in 6 %. Odločil sem se za srednjo vrednost.

*Tabela 35: Izračun stroškov kapitala NKBM*

Netvegana stopnja donosa v obdobju eksplicitnega napovedovanja (v %)	3,16
Netvegana stopnja donosa po obdobju eksplicitnega napovedovanja (v %)	4,50
Premija za tveganje - razviti trgi (v %)	5,00
Premija za deželno tveganje (v obdobju) (v %)	0,90
Premija za deželno tveganje (po obdobju) (v %)	0,00
Beta (povprečje izbranih evropskih bank (Priloga 8))	1,38
Strošek kapitala v obdobju eksplicitnega napovedovanja (v %)	10,96
Strošek kapitala po obdobju eksplicitnega napovedovanja (v %)	11,40

Premija za deželno tveganje je določeno na podlagi Damodaranovih določil po kreditnem ratingu posameh držav (Priloga 3). Predvidevan pa, da bo po koncu eksplicitnega napovedovanja Slovenija dosegla raven držav, katerih deželno tveganje znaša 0 %. Za beto, ki jo je potrebujemo za izračun stroškov lastniškega kapitala z modelom CAPM, sem izračunal povprečno beto izbranih evropskih bank, ki znaša 1,38. Povprečna beta izbranih bank je izračunana kot aritmetično povprečje bet 12 bank, ki sem jih našel na spletnem portalu Reuters. Izbor bank sloni na prisotnosti teh bank na hitro razvijajočih trgih. Izbor bank s pripadajočimi podatki je predstavljen v Prilogi 8.

V Tabeli 36 je prikazan izračun prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu Skupine NKBM. Denarni tok je izračunan na podlagi napovedanega izkaza poslovnega izida (Priloga 1) in napovedane bilance stanja (Priloga 4).

*Tabela 36: Povzetek vrednotenja NKBM v obdobju visoke rasti (v mio EUR)*

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Čisti dobiček iz poslovanja	24,80	36,49	44,97	53,92	63,29	68,40	73,35	78,02	82,28	86,04
Povečanje sredstev	357,12	366,82	365,32	359,05	350,59	333,44	306,76	282,16	253,49	217,00
Povečanje obveznosti	340,99	339,01	333,12	323,11	308,87	290,35	267,61	240,81	210,22	176,20
<b>Prosti denarni tok kapitalu</b>	<b>8,67</b>	<b>8,67</b>	<b>12,77</b>	<b>17,98</b>	<b>21,56</b>	<b>25,31</b>	<b>34,20</b>	<b>36,67</b>	<b>39,01</b>	<b>45,25</b>
Diskontni faktor	0,92	0,83	0,75	0,67	0,60	0,55	0,49	0,44	0,40	0,36
<b>Sedanja vrednost prostega denarnega toka</b>	<b>6,63</b>	<b>7,17</b>	<b>9,51</b>	<b>12,07</b>	<b>13,04</b>	<b>13,80</b>	<b>16,80</b>	<b>16,23</b>	<b>15,56</b>	<b>16,27</b>

Oceno sedanje vrednosti lastniškega kapitala sestavljata sedanja vrednost denarnega toka v obdobju eksplicitnega napovedovanja ter sedanja vrednosti denarnega toka po obdobju eksplicitnega napovedovanja.

Kot je razvidno iz Tabele 37, slednja k celotni vrednosti lastniškega kapitala prispeva skoraj dve tretjini vrednosti. Ocenjena vrednost delnice Skupine NKBM znaša 12,10 evrov.

*Tabela 37: Izračun vrednosti lastniškega kapitala in cene delnice NKBM*

Sedanja vrednost podjetja v obdobju (v mio EUR)	127,12
Dolgoročna rast FCFE (v %)	2,50
Sedanja vrednost podjetja po obdobju (v mio EUR)	187,43
<b>Sedanja vrednost lastniškega kapitala (v mio EUR)</b>	<b>314,55</b>
št. vseh delnic (v 000)	26.082,00
<b>Cena na delnico v EUR</b>	<b>12,10</b>

Ocenjen denarni tok po obdobju je odvisen predvsem od dveh ključnih predpostavk vrednotenja, in sicer sta to strošek lastniškega kapitala in dolgoročna rast denarnega toka. Vpliv posamezne komponente na ocenjeno sedanjo vrednost lastniškega kapitala lahko vidimo iz spodnje analize občutljivosti.

Tabela 38: Analiza občutljivosti cene delnice NKBM (v EUR)

	Strošek lastniškega kapitala po eksplicitnem obdobju napovedovanja					
		10,50 %	11,00 %	11,40 %	12,00 %	12,50 %
Dolgoročna rast	1,5 %	11,90	11,50	11,30	10,90	10,60
	2,0 %	12,40	11,90	11,60	11,20	10,90
	2,5 %	12,90	12,40	<b>12,10</b>	11,60	11,30
	3,0 %	13,40	12,90	12,50	12,00	11,60
	3,5 %	14,10	13,50	13,00	12,50	12,00

Ocena vrednosti lastniškega kapitala Skupine NKBM se giblje med 10,60 evrov in 14,10 evrov.

### 5.3 Tržni pristop – metoda primerljivih podjetij

Na podlagi napovedi izkaza poslovnega izida sem za Skupino NKBM izračunal multiplikator čistega dobička za leto 2010 in 2011. Kot vidimo v Tabeli 39, delnice Skupine NKBM kotirajo s kar precejšnjo premijo v primerjavi s primerljivimi evropskimi bankami. Izbor 19 primerljivih bank temelji na prisotnosti teh bank na področju hitro razvijajočih se trgov. Večina izbranih bank ima sedež v vzhodni Evropi, preostale banke imajo sedež v Evropski uniji, del prihodkov pa ustvarijo na hitro razvijajočih se trgih.

Tabela 39: Relativni kazalniki NKBM in primerljivih bank na dan 5.3.2010

	PER 2009	PER 2010E	PER 2011E	PBV
AIK Banka AD	3,4	6,9	7,7	0,6
Banco Santander SA	9,2	9,0	7,3	1,2
Bank Zachodni WBK SA	18,4	16,1	14,5	2,2
Barclays PLC	5,6	11,4	9,7	0,8
BNP Paribas	21,0	9,9	9,4	0,8
Credit Agricole SA	49,5	17,4	7,9	0,5
Danske Bank A/S	50,4	19,1	8,3	0,9
Deutsche Bank AG	5,6	7,2	6,0	0,8
Intesa Sanpaolo SpA	39,8	12,3	11,1	0,6
Komercni Banka AS	12,0	13,0	12,5	2,3
National Bank of Greece SA	5,1	6,6	6,3	0,8
Nordea Bank AB	9,9	11,0	14,1	1,3
OTP Bank PLC	19,5	10,1	9,9	1,2
Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski SA	18,5	16,7	15,4	2,9
Raiffeisen International Bank Holding AG	19,7	36,6	20,9	0,9
Turkiye Garanti Bankasi AS	10,0	9,2	8,7	2,0
Turkiye Halk Bankasi AS	9,1	7,7	7,4	2,3
Turkiye Is Bankasi	8,9	8,0	7,9	1,5
UniCredit SpA	16,9	19,1	15,1	0,6
<b>Aritmetično povprečje</b>	<b>17,5</b>	<b>13,0</b>	<b>10,5</b>	<b>1,3</b>
Nova KBM	30,9	16,3*	12,4*	0,7
<b>Premija / diskont (v %)</b>	<b>76,7</b>	<b>25,5</b>	<b>17,3</b>	<b>-42,5</b>

Legenda: \* moje napovedi



PER 2009 bank je izračunan na podlagi cene delnice na dan 5.3.2010 in čistega dobička na delnico za leto 2009. PER 2010E za NKBM sem izračunal na podlagi cene delnice NKBM na dan 5.3.2010 in ocene čistega dobička na delnico za leto 2010, ki sem ga izračunal na podlagi predpostavk modela prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu. PER 2010E primerljivih podjetij je izračunan na podlagi cene delnice na dan 5.3.2010 in ocene čistega dobička na delnico, ki je izračunan na podlagi ocen analitikov Bloombergga. Kazalnik PER 2011E je izračunan na enak način kot PER 2010E samo, da je uporabljena ocena čistega dobička za leto 2011. Kazalnik PBV je izračunan na podlagi cene delnice na dan 5.3.2010 in knjigovodske vrednosti delnice na dan 31.12.2009.

Pri uporabi relativnega vrednotenja sprejmemo nekatere predpostavke o pričakovani rasti, tveganju in preostalih faktorjih.

V Tabeli 40 je prikazana ocenjena vrednost delnic Skupine NKBM v primeru uporabe povprečja večkratnikov čistega dobička in knjigovodske vrednosti delnice. Tržna cena delnice na dan 5.3.2010 je bila 11,22 evrov. Kot vidimo je ocenjena vrednost delnice NKBM na podlagi primerjav povprečja večkratnikov precej nižja ter bi po trenutnem čistem dobičku na delnico znašala samo 6,35 evrov. Omenil sem, da je najbolj primeren večkratnik pri ocenjevanju vrednosti bank, večkratnik knjigovodske vrednosti delnice. Cena delnice bi v primeru PBV v višini 1,3, kot znaša povprečje primerljivih bank, znašala 19,1 evrov, kar je 70 % več od tržne cene na dan 5.3.2010.

*Tabela 40: Izračun ocene vrednosti delnice NKBM po metodi primerljivih podjetij*

	Povprečje panoge	Skupina NKBM	Dobiček na delnico	Cena delnice Skupine NKBM v primeru tržnih PER-ov primerljivih bank (v EUR)
PER	17,49	30,91	0,36	6,35
PER 2010	13,02	16,34	0,69	8,94
PER 2011	10,53	12,35	1,01	10,64
	Povprečje panoge	Skupina NKBM	Knjigovodska vrednost delnice	Cena delnice Skupine NKBM v primeru tržnih večkratnikov knjigovodske vrednosti (v EUR)
PBV	1,27	0,73	15,03	19,09

Pri vrednotenju NKBM me zanima predvsem razpon ocene vrednosti delnice NKBM. Tako sem pri vrednotenju z uporabo modela prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu naredil analizo občutljivosti in ugotovil razpon ocene vrednosti delnice NKBM. Analize občutljivosti pri primerjalnem vrednotenju ne morem narediti, zato sem se odločil, da ugotovim razpon ocene vrednosti s pomočjo kvartilov. Odločil sem se, da bom razpon ocene vrednosti delnice NKBM izračunal na podlagi podlagi prvega (Q1) in tretjega kvartila (Q3) vzorca kazalnikov primerljivih bank iz Tabele 41.

V Tabeli 41 vidimo, da se multiplikator knjigovodske vrednosti delnice primerljivih podjetij giblje med 0,8 in 1,7, kar pomeni, da se potemtakem ocena vrednosti delnice NKBM, izračunana na podlagi multiplikatorja knjigovodske vrednosti, giblje med 12 evrov in 25,9 evrov.

*Tabela 41: Razpon ocene vrednosti delnice NKBM*

	Q1 primerljivih bank	Q3 primerljivih bank	Cena delnice NKBM ob Q1 v EUR	Cena delnice NKBM ob Q3 v EUR
PER ttm	9,0	19,6	3,3	7,1
PER 2010	8,5	16,4	5,8	11,3
PER 2011	7,8	13,3	7,9	13,4
PBV	0,8	1,7	12,0	25,9

Iz dosedanjega ocenjevanja vrednosti delnice Skupine NKBM lahko vidimo, da so kar velike razlike med oceno vrednosti, ki sloni na čistih dobičkih banke, in knjigovodsko vrednostjo banke. Tržni pristop z uporabo večkratnikov je primeren predvsem za hitro oceno vrednosti bank. Služi nam za dobro orientacijo oziroma za kontrolo dobljenih ocen na podlagi prihodkovnih metod. Na oceno vrednosti delnice NKBM vpliva tudi subjektivna vključitev primerljivih bank, saj imajo določene banke, ki niso bile vključene v primerljivo metodo, višje mnogokratnike, druge pa nižje mnogokratnike čistega dobička in knjigovodske vrednosti.

## SKLEP

Zaradi posebnosti poslovnih bank in njihove vloge v gospodarstvu je njihovo vrednotenje smiselno obravnavati ločeno od vrednotenja nefinančnih institucij. Modele, ki se najpogosteje uporabljajo v praksi za vrednotenje nefinančnih institucij, ni najbolj enostavno uporabiti tudi za vrednotenje poslovnih bank in je potrebno iz osnovnih modelov izpeljati določene prilagoditve.

Pred izbiro modelov vrednotenja banke in določanja vrednosti njihovih vhodnih spremenljivk se moramo najprej seznaniti s posebnostmi bančnega sistema, kot so funkcija poslovne banke v gospodarstvu, tveganja, s katerimi se banka sooča, vpliv zakonodaje na poslovanje itd. Ključen vpliv na vrednost banke imajo finančna sredstva in evidentiranje le-teh, saj pri sredstvih, ki jih evidentiramo kot finančna sredstva, izkazana po odplačni vrednosti, moramo knjigovodsko vrednost sredstva zmanjšati neposredno ali z uporabo računa popravkov vrednosti. Vrednost izgube se mora pripoznati v poslovnem izidu, kar posledično vpliva na končno oceno vrednosti delnice.

Seznaniti se moramo tudi s kapitalskim sporazumom Basel II ter načini izračuna tveganju prilagojenih zneskov izpostavljenosti. Po kapitalskem sporazumu mora banka za bolj tvegane naložbe imeti več kapitala, za manj tvegane pa manj kapitala. Za bolj tvegane naložbe mora oblikovati tudi večje rezervacije, kar vse vpliva na vrednotenje banke.

Vrednotenja poslovnih bank z metodo sedanje vrednosti denarnih tokov so teoretično najpravilnejše metode vrednotenja. Na izbor metode vrednotenja pri bankah vpliva predvsem dolg, katerega je težko definirati in meriti pri bankah, zaradi česar je z metodami sedanje vrednosti težje oceniti vrednost celotnega kapitala banke ter z njimi povezane

stroške kapitala. Zato se lastniški kapital vrednoti direktno, in sicer z diskontiranjem prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu na podlagi stroškov lastniškega kapitala.

Pri tržnem pristopu z uporabo mnogokratnikov je potrebno biti posebej pozoren tudi na razlike v tveganju, možnosti rasti, možnosti ustvarjanja denarnih tokov in predvsem na kvaliteto finančnih sredstev, 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.

Možnost obstoja trenutne precenjenosti ali podcenjenosti, ki jo dela trg pri vrednotenju posameznih delnic, predstavlja eno glavnih slabosti metod vrednotenjem 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.

Metoda vrednotenja na podlagi prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu je zaradi velikega obsega spremenljivk ter posledično velikega števila predpostavk precej obsežne in zahtevne. Natančneje kot načrtujemo denarni tok, več spremenljivk moramo napovedati in večja je možnost napačnih napovedi. Največja težava modela pa je ocenjevanje vrednosti podjetja po koncu eksplicitnega napovedovanja, saj ima največji vpliv na končno oceno vrednosti lastniškega kapitala predvsem ocenjen denarni tok po obdobju eksplicitnega obdobja napovedovanja, ki večinoma predstavljajo vsaj polovico, običajno pa dve tretjini vrednosti. Na oceno nadaljnje vrednosti pa vplivata dva faktorja, in sicer dolgoročna rast denarnega toka in ocenjeni strošek lastniškega kapitala.

Tržni pristop z uporabo večkratnikov je primeren predvsem za hitro oceno vrednosti bank. Služi nam za dobro orientacijo oziroma za kontrolo dobljenih ocen na podlagi prihodkovnih metod. V primeru izključne uporabe pa lahko prihaja do zavajajočih ocen in posledično do napačnih poslovnih odločitev.

Cilj magistrskega dela je določiti razpon ocene vrednosti delnice Skupine Nova Kreditna banka Maribor. V spodnji tabeli je prikazan razpon ocenjene vrednosti delnice Skupine NKBM z različnimi metodami.

	Razpon ocene vrednosti delnice NKBM v EUR	
	od	do
<b>PER ttm</b>	3,3	7,1
<b>PER 2010</b>	5,8	11,3
<b>PER 2011</b>	7,9	13,4
<b>PBV</b>	12,0	25,9
<b>FCF-E</b>	10,6	14,1

Metode ocenjevanja vrednosti, katere se uporabljajo za ocenjevanje vrednosti podjetij oziroma vrednosti za lastnika, imajo določene pomanjkljivosti. Kar se tiče vrednotenja poslovnih bank, so 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.

## LITERATURA IN VIRI

1. Bank for international settlements. (2006). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Basel: Bank for international settlements.
2. Banka Slovenije. (2009). *Stabilnost slovenskega bančnega sistema*. Ljubljana: Banka Slovenije.
3. Banka Slovenije. (2010). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
4. Bessis J. (2002). *Risk Management in Banking* (2nd ed). Chichester: John Wiley & Sons.
5. Bloomberg - finančni portal. Najdeno 5.marec 2010 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html>.
6. Bloomberg data base. Na dan 5.3.2010.
7. Brigham E. F., & Daves P.R. (2004). *Intermediate Financial Management (8th ed)*. Masson: South Western.
8. Brigham E. F., & Daves P.R. (2010). *Intermediate Financial Management (10th ed)*. Masson: South Western.
9. Bruner R. F., Eades K. M., Harris R. S., & Higgins R. C. (1998). Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis. *Financial practice and Education*, 14 – 28.
10. Copeland Tom, Koller T., & Murrin J. (2000). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed). New York: Wiley Press.
11. Damodaran A. (2002). *Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset* (2nd ed). New York: John Wiley & Sons, Inc.
12. EURIBOR – spletna stran. Najdeno 5. marca 2010 na spletnem naslovu [http://www.euribor.org/html/content/euribor\\_data.html](http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html)
13. Fernandez P. (2002). Valuing using multiples. How do analysts reach their conclusions?. *SSRN*, 1-17.
14. Fernandez P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *SSRN*, 1 – 27.
15. Fernandez P. (2004). Market Risk Premium: Required, Historical and Expected. *SSRN*, 1- 31.
16. Fernandez P. (2010). Market Risk Premium used in 2010 by Analysts and Companies: a survey with 2400 answers. *SSRN*, 1-15.
17. Financial Accounting Standards Board. (2008a). *Statement of Financial Accounting Standards No. 157*. Norwalk: Financial Accounting Standards Board.

18. Financial Accounting Standards Board. (2008b). *Statement of Financial Accounting Standards No. 115*. Norwalk: Financial Accounting Standards Board.
19. IASB – spletna stran. Najdeno 5.7.2010 na spletnem naslovu: <http://www.iasb.org/Current+Projects/IASB+Projects/Financial+Instruments+A+R+replacement+of+IAS+39+Financial+Instruments+Recognitio/Financial+Instruments+Replacement+of+IAS+39.htm>.
20. International Valuation Standards Council. (2005). *International Valuation Standards (7th ed)*. London: International Valuation Standards Council.
21. Johnson H. (1999). *Corporate Finance Manual. Determining Cost of Capital. The Key to Firm Value* (1st ed). London: Financial Times Prentice Hall.
22. Mednarodni računovodski standard 32. *Uradni list EU* št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009.
23. Mednarodni računovodski standard 39. *Uradni list EU* št. 1126/2008, 824/2009, 1171/2009.
24. Miller D. W. (1995). *Commercial Bank Valuation* (1st ed). New York: John Wiley & Sons Inc.
25. Mramor D. (1993). *Uvod v poslovne finance* (1. natis). Ljubljana: Gospodarski vestnik.
26. Nova Kreditna banka Maribor d.d. (2008). *Revidirano letno poročilo Skupine Nove Kreditne banke Maribor za leto 2007*. Maribor: Nova Kreditna banka Maribor d.d.
27. Nova Kreditna banka Maribor d.d. (2009). *Revidirano letno poročilo Skupine Nove Kreditne banke Maribor za leto 2008*. Maribor: Nova Kreditna banka Maribor d.d.
28. Nova Kreditna banka Maribor d.d. (2010). *Revidirano letno poročilo Skupine Nove Kreditne banke Maribor za leto 2009*. Maribor: Nova Kreditna banka Maribor d.d.
29. Pratt S. P. (2001). *Business Valuation. Discounts and Premiums* (1st ed). New York, : John Wiley & Sons, Inc.
30. Pratt S. P. (2002). *Cost of Capital: Estimations and Applications* (2nd ed). New Jersey: John Wiley & Sons.
31. Pratt S. P., Reilly F. R. & Schweihs P. R. (2000). *Valuating a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (4th ed). New York: McGraw-Hill.
32. Reuters - finančni portal. Najdeno 5.2.2010 na spletnem naslovu: <http://www.reuters.com/finance/stocks>.
33. Ribnikar I. (1993). *Denarni sistem in denarna teorija. I. Del* (2. natis). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. Sinkey F. J. (1998). *Commercial bank financial management in the financial-services industry* (5th ed). New Jersey: Prentice Hall.
35. Sklep o izračunu kapitala bank in hranilnic. *Uradni list RS* št. 135/2006, 104/2007.
36. Sklep o ocenjevanju izgub iz kreditnega tveganja bank in hranilnic. *Uradni list RS* št. 28/2007, 102/2008, 3/2009.
37. Stern Business School – spletna stran. Najdeno 4.2.2010 na spletnem naslovu [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html).

38. Urad za makroekonomske analize in raziskave. (2010). *Ekonomsko ogledalo*. 16 (6). Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in raziskave.
39. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* 131/2006-Zban-1, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009.
40. Zakonu o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS*, št. 117/06 - ZDDPO-2, 90/2007, 56/08, 76/08, 92/2008, 5/2009, 96/2009, 43/2010.

# PRILOGE

## KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slovar tujih izrazov .....	1
Priloga 2: Napoved izkaza poslovnega izida Skupine NKBM (v 000 EUR) .....	4
Priloga 3: Deželno tveganje po državah .....	5
Priloga 4: Napoved bilance stanja Skupine NKBM (v 000 EUR) .....	6
Priloga 5: Napoved deleža postavk bilance stanja v % celotnih sredstev .....	8
Priloga 6: Predpostavljene stopnje rasti (v %) postavk bilance stanja .....	9
Priloga 7: Predpostavke za izračun izkaza poslovnega izida v % .....	11
Priloga 8: Koeficienti beta izbranih evropskih bank ter aritmetično povprečje .....	11
Priloga 9: PBV, PER ttm in ROE izbranih bank na dan 6.7.2010.....	12
Priloga 10: PER ttm, PER 2010 in PER 2011 izbranih bank na dan 6.7. 2010.....	13
Priloga 11: Kapitalska ustreznost izbranih bank na dan 31.12.2009.....	14
Priloga 12: Izpis podatkov linearne regresije za PBV in ROE.....	16
Priloga 13: Izpis podatkov linearne regresije za PER ttm in ROE.....	16





## Priloga 1: Slovar tujih izrazov

Adjusted Present Value – APV	Prilagojena sedanja vrednost
Advanced Measurement Approaches	Napredni pristopi
Advances	Zunajbilančne obveznosti
Agency services	Agentske storitve
Asset management	Upravljanje premoženja
Available for sale – AFS	Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva
Bank for International Settlements - BIS	Banka za mednarodne poravnave
Basic Indicator Approach	Enostavni pristop
Book value – BV	Knjigovodska vrednost
Capital Asset Pricing Model – CAPM	Model ocene stroškov lastniškega kapitala
Cash Value Added – CVA	Denarna dodana vrednost
Commercial banking	Komercialno bančništvo
Commodities finance	Blagovne finance
Continuing value	Nadaljnja vrednost
Corporate finance	Podjetniške finance
Credit risk	Kreditno tveganje
Default risk	Tveganju neizpolnitve obveznosti
Dividend Discount Model – DDM	Dividendno-diskontni model
Dividend per share – DPS	Dividenda na delnico
Earning Before Interest and Taxes – EBIT	Dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki
Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA	Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo
Earnings per share – EPS	Čisti dobiček na delnico
Economic Value Added – EVA	Ekonomsko dodana vrednost
Economies of scale	Ekonomija obsega
Enterprise value – EV	Tržna vrednost investiranega kapitala
Equity	Kapital
Exposure at default – EAD	Izpostavljenost ob neplačilu

Exposures secured by residential properties	Izpostavljenost, kreditom zavarovanim s stanovanjsko hipoteko
Fair market value	Poštena tržna vrednost
Fair value	Poštena vrednost
Financial Accounting Standards Board – FASB	Odbor za finančne računovodske standarde
Free Cash Flow to equity – FCFE	Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu
Free Cash Flow to firm – FCFE	Prosti denarni tok podjetju
Gross Income	Bruto prihodek
Held for trading – HFT	Finančna sredstva, izkazana po nabavni vrednosti
Held to maturity – HTM	Finančna sredstva, izkazana po odplačni vrednosti
High-volatility commercial real estate	Visoko voliatlne komercialne nepremičnine
Income approach	Prihodkovni pristop
Income-producing real estate	Komercialne nepremične
Interest rate risk	Obrestno tveganje
Internal Ratings-Based Approach – IRB	Pristop temelječ na internih ratingih
International Accounting Standard (IAS)	Mednarodni računovodski standard
International Valuation Standards Council – IVSC	Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti
Loss given default – LGD	Izguba v primeru neplačila
Market approach	Tržni pristop
Maturity – M	Preostala zapadlost posojila
Multilateral development banks	Multilateralnih razvojnih bank
Net capital expenditures	Neto kapitalski izdatki
Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT)	Čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih
Non cash Working capital	Ne-denarni obratni kapital
Non-performing loans	Zapadli krediti, klasificirani pod D in E
Object finance	Stvarne finance
Operating Cash Flow	Denarni tok iz poslovanja
Payment and settlement	Plačilni instrumenti

PER to Growth	(cena delnice/čisti poslovni izid na delnico)/rast dobička
Price Earnings ratio – PER	Multiplikator poslovnega izida
Price to book ratio – PBV	Multiplikator knjigovodske vrednosti
Price to Sales - P/S	Cena delnice/prodaja na delnico
Probability of default – PD	Verjetnost neplačila
Project finance	Projektne finance
Residual Income	Preostali dobiček
Residual value	Preostala vrednost
Retail banking	Poslovanje s prebivalstvom
Retail brokerage	Borzno posredovanje
Return on equity – ROE	Donosnost kapitala
Revolving retail exposures	izpostavljenost obnavljajočim kreditom
Risk free rate	Netvegana stopnja donosa
Risk weighted assets	Tveganju prilagojeni zneski izpostavljenosti
Sovereign	Države
Standardised Approach	Standardiziran pristop
Terminal price	Končna cena
Trading and sales	Trgovanje in prodaja
Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities – UCITS	Direktiva o uskladitvi zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
Weighted Average Cost of Capital – WACC	Tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala

**Priloga 2: Napoved izkaza poslovnega izida Skupine NKBM (v 000 EUR)**

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Prihodki iz obresti in podobni prihodki	311.646	329.488	347.136	364.893	382.587	400.031	417.090	433.468	448.852
Odhodki za obresti in podobni odhodki	164.380	173.791	183.099	192.465	201.798	210.999	219.997	228.635	236.750
<b>Čiste obresti</b>	<b>147.266</b>	<b>155.697</b>	<b>164.037</b>	<b>172.428</b>	<b>180.789</b>	<b>189.032</b>	<b>197.093</b>	<b>204.832</b>	<b>212.102</b>
Prihodki iz dividend	3.357	3.525	3.701	3.886	4.080	4.284	4.499	4.724	4.960
Prihodki iz opravnin (provizij)	109.076	115.321	121.498	127.713	133.906	140.011	145.981	151.714	157.098
Odhodki za opravnine (provizije)	43.630	46.128	48.599	51.085	53.562	56.004	58.393	60.685	62.839
<b>Čiste opravnine (provizije)</b>	<b>65.446</b>	<b>69.192</b>	<b>72.899</b>	<b>76.628</b>	<b>80.343</b>	<b>84.007</b>	<b>87.589</b>	<b>91.028</b>	<b>94.259</b>
Realizirani dobički iz finančnih sredstev in obveznosti, ki niso merjeni po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	1.723	1.723	1.723	1.723	1.723	1.723	1.723	1.723	1.723
Čisti dobički/izgube iz finančnih sredstev in obveznosti, namenjenih trgovanju	1.426	1.432	1.381	1.325	1.264	1.199	1.128	1.052	971
Čiste izgube iz tečajnih razlik	991	991	991	991	991	991	991	991	991
Drugi čisti poslovni dobički	7.999	8.239	8.486	8.741	9.003	9.273	9.551	9.838	10.133
Administrativni stroški	101.430	103.458	105.528	107.638	109.791	111.987	114.226	116.511	118.841
Amortizacija	14.470	15.080	15.684	16.277	16.858	17.423	17.969	18.495	18.997
Oslabitve	82.691	78.026	77.175	75.786	73.819	76.977	80.073	83.035	85.835
Pripadajoči dobički iz naložb v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb, obračunanih po kapitalski metodi	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387	1.387
<b>Dobiček iz rednega poslovanja</b>	<b>31.004</b>	<b>45.621</b>	<b>56.217</b>	<b>67.406</b>	<b>79.113</b>	<b>85.509</b>	<b>91.691</b>	<b>97.533</b>	<b>102.852</b>
<b>Davek iz dohodka pravnih oseb iz rednega poslovanja</b>	<b>6.201</b>	<b>9.124</b>	<b>11.243</b>	<b>13.481</b>	<b>15.823</b>	<b>17.102</b>	<b>18.338</b>	<b>19.507</b>	<b>20.570</b>
<b>Čisti dobiček iz rednega poslovanja</b>	<b>24.803</b>	<b>36.497</b>	<b>44.974</b>	<b>53.925</b>	<b>63.290</b>	<b>68.407</b>	<b>73.353</b>	<b>78.027</b>	<b>82.282</b>
<b>Čisti dobiček poslovnega leta</b>	<b>24.803</b>	<b>36.497</b>	<b>44.974</b>	<b>53.925</b>	<b>63.290</b>	<b>68.407</b>	<b>73.353</b>	<b>78.027</b>	<b>82.282</b>

### Priloga 3: Deželno tveganje po državah

Country	Region	Long-Term Rating	Total Risk Premium v %	Country Risk Premium v %
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	11,25	6,75
Argentina	South America	B3	14,25	9,75
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba2	9,00	4,50
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	4,50	0,00
Austria	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba1	8,25	3,75
Bahamas	Caribbean	A3	6,30	1,80
Bahrain	Middle East	A2	6,08	1,58
Barbados	Caribbean	Baa2	7,20	2,70
Belarus	Eastern Europe & Russia	B1	11,25	6,75
Belgium	Western Europe	Aa1	4,95	0,45
Bermuda	Caribbean	Aa2	5,40	0,90
Bolivia	South America	B2	12,75	8,25
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B2	12,75	8,25
Brazil	South America	Baa3	7,50	3,00
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa3	7,50	3,00
Cambodia	Asia	B2	12,75	8,25
Canada	North America	Aaa	4,50	0,00
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	5,63	1,13
Chile	South America	A1	5,85	1,35
China	Asia	A1	5,85	1,35
Colombia	South America	Baa3	7,50	3,00
Costa Rica	Central America	Ba1	8,25	3,75
Croatia	Eastern Europe & Russia	Baa3	7,50	3,00
Cuba	Caribbean	Caa1	15,75	11,25
Cyprus	Western Europe	Aa3	5,63	1,13
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	A1	5,85	1,35
Denmark	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
Dominican Republic	Caribbean	B2	12,75	8,25
Ecuador	South America	Caa3	19,50	15,00
Egypt	Africa	Ba1	8,25	3,75
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	5,85	1,35
Fiji	Islands Asia	B1	11,25	6,75
Finland	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
France	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
Germany	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
Greece	Western Europe	A2	6,08	1,58
Honduras	Central America	B2	12,75	8,25
Hong Kong	Asia	Aa2	5,40	0,90
Hungary	Eastern Europe & Russia	Baa1	6,90	2,40
Ireland	Western Europe	Aa1	4,95	0,45
Italy	Western Europe	Aa2	5,40	0,90
Latvia	Eastern Europe & Russia	Baa3	7,50	3,00
Lithuania	Eastern Europe & Russia	Baa1	6,90	2,40
Netherlands	Western Europe	Aaa	4,50	0,00

Se nadaljuje

nadaljevanje

Country	Region	Long-Term Rating	Total Risk Premium v %	Country Risk Premium v %
Norway	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	6,08	1,58
Portugal	Western Europe	Aa2	5,40	0,90
Romania	Eastern Europe & Russia	Baa3	7,50	3,00
Russia	Eastern Europe & Russia	Baa1	6,90	2,40
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A1	5,85	1,35
Slovenia	Eastern Europe & Russia	Aa2	5,40	0,90
Spain	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
Sweden	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
Switzerland	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
United Kingdom	Western Europe	Aaa	4,50	0,00
United States of America	North America	Aaa	4,50	0,00

Vir: Stern Business School – spletna stran, 2010.

#### Priloga 4: Napoved bilance stanja Skupine NKBM (v 000 EUR)

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Denar v blagajni in stanje na računih pri CB	194.492	194.493	194.494	194.495	194.496	194.497	194.498	194.499	194.500
Finančna sredstva, namenjena trgovanju	17.827	18.362	18.913	19.480	20.065	20.667	21.287	21.925	22.583
Finančna sredstva, pripoznana po pošteni vrednosti skozi IPI	24.736	24.736	24.736	24.736	24.736	24.736	24.736	24.736	24.736
Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo	1.077.551	1.109.878	1.143.174	1.177.469	1.212.793	1.249.177	1.286.652	1.325.252	1.365.009
<b>Kredit</b>	<b>4.328.640</b>	<b>4.606.154</b>	<b>4.885.468</b>	<b>5.164.757</b>	<b>5.439.626</b>	<b>5.707.648</b>	<b>5.966.339</b>	<b>6.207.526</b>	<b>6.428.049</b>
Kredit bankam	224.470	237.265	250.077	262.831	275.447	287.842	299.931	311.628	322.847
Kredit strankam, ki niso banke	4.104.170	4.368.889	4.635.391	4.901.926	5.164.179	5.419.806	5.666.408	5.895.897	6.105.201
Finančna sredstva v posesti do zapadlosti	151.629	157.542	163.529	169.580	175.684	181.833	188.016	194.220	200.435
Nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo in ustavljeno poslovanje	7.918	8.155	8.400	8.652	8.911	9.179	9.454	9.738	10.030
Opremetena osnovna sredstva	74.784	78.374	81.979	85.586	89.181	92.748	96.272	99.738	103.129
Naložbene nepremičnine	31.548	35.176	39.046	43.145	47.460	51.969	56.646	61.461	66.378
Neopremetena sredstva	28.572	29.344	30.048	30.679	31.231	31.700	32.080	32.369	32.563
Dolgoročne naložbe v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb	36.081	36.081	36.081	36.081	36.081	36.081	36.081	36.081	36.081
<b>Terjatve za davek od dohodkov pravnih oseb</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>	<b>17.546</b>
Terjatve za davek	5.005	5.005	5.005	5.005	5.005	5.005	5.005	5.005	5.005
Odložene terjatve za davek	12.541	12.541	12.541	12.541	12.541	12.541	12.541	12.541	12.541
Druga sredstva	151.983	193.251	229.792	258.708	282.138	294.001	287.473	272.607	248.530
<b>Skupaj sredstva</b>	<b>6.143.307</b>	<b>6.509.091</b>	<b>6.873.206</b>	<b>7.230.914</b>	<b>7.579.949</b>	<b>7.911.781</b>	<b>8.217.079</b>	<b>8.497.697</b>	<b>8.749.569</b>

Se nadaljuje

## Nadaljevanje

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Finančne obveznosti do centralne banke	205.653	221.076	236.552	251.928	267.043	281.731	295.817	309.129	321.494
Finančne obveznosti, namenjene trgovanju	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442	1.442
Finančne obveznosti, merjene po odplačni vrednosti	5.411.858	5.735.444	6.053.088	6.360.831	6.654.592	6.930.260	7.183.788	7.411.292	7.609.152
Vloge bank	168.111	178.534	188.175	196.831	204.310	210.440	215.069	218.080	219.389
Vloge strank, ki niso banke	3.788.139	4.068.461	4.345.117	4.614.514	4.872.927	5.116.573	5.341.702	5.544.687	5.722.117
Kreditni bank	1.172.872	1.205.713	1.237.061	1.266.751	1.294.619	1.320.512	1.344.281	1.365.789	1.384.910
Kreditni strank, ki niso banke	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Dolžniški vrednostni papirji	90.437	90.437	90.437	90.437	90.437	90.437	90.437	90.437	90.437
Podrejene obveznosti	192.209	192.209	192.209	192.209	192.209	192.209	192.209	192.209	192.209
Finančne obveznosti, vezane na finančna sredstva, ki ne izpolnjujejo pogojev za odpravo pripoznanja	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658
Rezervacije	23.274	23.274	23.274	23.274	23.274	23.274	23.274	23.274	23.274
Obveznosti za davek od dohodkov pravnih oseb	7.252	7.252	7.252	7.252	7.252	7.252	7.252	7.252	7.252
Obveznosti za davek	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456
Odložene obveznosti za davek	4.796	4.796	4.796	4.796	4.796	4.796	4.796	4.796	4.796
Druge obveznosti	41.760	41.760	41.760	41.760	41.760	41.760	41.760	41.760	41.760
<b>Skupaj obveznosti</b>	<b>5.695.897</b>	<b>6.034.906</b>	<b>6.368.026</b>	<b>6.691.145</b>	<b>7.000.021</b>	<b>7.290.377</b>	<b>7.557.991</b>	<b>7.798.807</b>	<b>8.009.032</b>
Osnovni kapital	27.212	27.214	27.216	27.218	27.220	27.222	27.224	27.226	27.228
Kapitalske rezerve	78.314	78.314	78.314	78.314	78.314	78.314	78.314	78.314	78.314
Presežek iz prevrednotenja	-2.365	-2.365	-2.365	-2.365	-2.365	-2.365	-2.365	-2.365	-2.365
Rezerve iz dobička (vključno z zadržanim dobičkom)	280.708	290.258	304.309	319.460	337.626	358.947	375.407	393.058	411.833
Čisti dobiček poslovnega leta	17.905	26.346	32.465	38.927	45.688	49.382	52.952	56.326	59.397
Kapital večinskih delničarjev	401.774	419.767	439.939	461.554	486.482	511.499	531.532	552.558	574.407
Kapital manjšinskih delničarjev	45.636	54.418	65.240	78.216	93.445	109.906	127.556	146.331	166.130
<b>Skupaj kapital</b>	<b>447.410</b>	<b>474.185</b>	<b>505.180</b>	<b>539.770</b>	<b>579.928</b>	<b>621.405</b>	<b>659.088</b>	<b>698.890</b>	<b>740.537</b>
<b>Skupaj obveznosti in kapital</b>	<b>6.143.307</b>	<b>6.509.091</b>	<b>6.873.206</b>	<b>7.230.914</b>	<b>7.579.949</b>	<b>7.911.781</b>	<b>8.217.079</b>	<b>8.497.697</b>	<b>8.749.569</b>

**Priloga 5: Napoved deleža postavk bilance stanja v % celotnih sredstev**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Denar v blagajni in stanje na računih pri CB	3,5	3,1	3,2	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2
Finančna sredstva, namenjena trgovanju	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Finančna sredstva, pripoznana po pošteni vrednosti skozi IPI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo	17,1	18,1	17,5	17,1	16,6	16,3	16,0	15,8	15,7	15,6	15,6	15,7
Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kredit</b>	<b>72,7</b>	<b>70,1</b>	<b>70,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,1</b>	<b>71,5</b>	<b>71,9</b>	<b>72,3</b>	<b>72,8</b>	<b>73,2</b>	<b>73,6</b>	<b>74,1</b>
Kredit bankam	3,5	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7
Kredit strankam, ki niso banke	69,2	66,4	66,8	67,2	67,5	67,9	68,2	68,6	69,1	69,5	69,9	70,4
Finančna sredstva v posesti do zapadlosti	1,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Obresti od finančnih sredstev	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo in ustavljeno poslovanje	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Opredmetena osnovna sredstva	1,6	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Naložbene nepremičnine	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Neopredmetena sredstva	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dolgoročne naložbe v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Terjatve za davek od dohodkov pravnih oseb</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Terjatve za davek	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Odložene terjatve za davek	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Druga sredstva	1,1	2,2	2,5	2,9	3,3	3,5	3,6	3,5	3,3	3,0	2,6	2,1
Obveznosti do virov sredstev												
Finančne obveznosti do centralne banke	2,6	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7
Finančne obveznosti, namenjene trgovanju	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finančne obveznosti, merjene po odplačni vrednosti</b>	<b>88,8</b>	<b>87,9</b>	<b>88,1</b>	<b>88,2</b>	<b>88,1</b>	<b>88,1</b>	<b>87,9</b>	<b>87,7</b>	<b>87,6</b>	<b>87,4</b>	<b>87,2</b>	<b>86,9</b>
Vloge bank	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4
Vloge strank, ki niso banke	58,0	60,6	61,7	62,5	63,3	63,9	64,4	64,8	65,1	65,4	65,6	65,7
Kredit bank	22,5	19,7	19,1	18,5	18,0	17,5	17,1	16,7	16,4	16,1	15,9	15,7
Kredit strank, ki niso banke	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dolžniški vrednostni papirji	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0

Se nadaljuje



Nadaljevanje

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Podrejene obveznosti	3,9	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1
Financne obveznosti, vezane na finančna sredstva, ki ne izpolnjujejo pogojev za odpravo pripoznanja	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Obresti za finančne obveznosti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezervacije	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Obveznosti za davek od dohodkov pravnih oseb	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Obveznosti za davek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odložene obveznosti za davek	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Druge obveznosti	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Skupaj obveznosti</b>	<b>92,8</b>	<b>92,5</b>	<b>92,7</b>	<b>92,8</b>	<b>92,7</b>	<b>92,6</b>	<b>92,5</b>	<b>92,3</b>	<b>92,2</b>	<b>92,0</b>	<b>91,8</b>	<b>91,5</b>
<b>Kapital</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>

### Priloga 6: Predpostavljene stopnje rasti (v %) postavk bilance stanja

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Denar v blagajni in stanje na računih pri CB	3,5	69,9	-6,7	8,0	7,5	7,0	6,5	6,0
Finančna sredstva, namenjena trgovanju	-11,5	-56,6	-66,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Finančna sredstva, pripoznana po pošteni vrednosti skozi IPI	0,0	0,0	n.r.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo	26,5	-5,5	11,4	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju	n.r.	-90,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kredit</b>	<b>27,5</b>	<b>15,6</b>	<b>1,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>
Kredit bankam	-25,5	-35,4	10,6	6,0	5,7	5,4	5,1	4,8
Kredit strankam, ki niso banke	36,7	20,4	1,2	6,8	6,5	6,1	5,8	5,4
Finančna sredstva v posesti do zapadlosti	-56,6	-40,6	93,1	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6
Obresti od finančnih sredstev	350,0	-100,0	n.r.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo in ustavljen poslovanje	294,3	313,0	1.248,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opredmetena osnovna sredstva	3,9	9,8	-21,1	5,0	4,8	4,6	4,4	4,2
Naložbene nepremičnine	9,1	51,4	191,1	12,0	11,5	11,0	10,5	10,0
Neopredmetena sredstva	10,8	6,2	2,5	3,0	2,7	2,4	2,1	1,8
Dolgoročne naložbe v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb	-19,8	-18,0	23,3	8,0	7,5	7,0	6,5	6,0
<b>Terjatve za davek od dohodkov pravnih oseb</b>	<b>64,1</b>	<b>222,9</b>	<b>-14,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Terjatve za davek	0,0	2905,7	91,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odložene terjatve za davek	61,8	185,8	-30,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Druge sredstva	88,4	-53,4	108,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Skupaj sredstva</b>	<b>19,7</b>	<b>7,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>
Finančne obveznosti do centralne banke	0,0	n.r.	35,6	8,0	7,5	7,0	6,5	6,0

Se nadaljuje

## Nadaljevanje

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Finančne obveznosti, namenjene trgovanju	-92,2	21.141,7	-43,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju	n.r.	3427,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finančne obveznosti, merjene po odplačni vrednosti</b>	<b>19,6</b>	<b>6,1</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>
Vloge bank	564,9	-18,9	15,8	7,0	6,2	5,4	4,6	3,8
Vloge strank, ki niso banke	13,9	7,5	10,1	8,0	7,4	6,8	6,2	5,6
Kreditni bank	37,4	12,0	-8,0	3,0	2,8	2,6	2,4	2,2
Kreditni strank, ki niso banke	-95,1	-88,6	-86,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dolžniški vrednostni papirji	-26,8	-10,3	-11,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podrejene obveznosti	68,2	-10,7	-11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finančne obveznosti, vezane na finančna sredstva, ki ne izpolnjujejo pogojev za odpravo pripoznanja	n.r.	n.r.	n.r.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obresti za finančne obveznosti	14,1	-100,0	n.r.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezervacije	13,7	-19,6	-12,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Obveznosti za davek od dohodkov pravnih oseb</b>	<b>12,3</b>	<b>-53,0</b>	<b>84,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Obveznosti za davek	-11,4	-67,2	209,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odložene obveznosti za davek	26,1	-47,2	52,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Druge obveznosti	82,7	-37,7	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Skupaj obveznosti</b>	<b>20,1</b>	<b>7,8</b>	<b>5,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>
Osnovni kapital	0,0	11,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalske rezerve	0,0	169,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Presežek iz prevrednotenja	-56,3	-555,2	-92,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lastni deleži	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Skupaj obveznosti in kapital</b>	<b>19,7</b>	<b>7,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>

## Priloga 7: Predpostavke za izračun izkaza poslovnega izida v %

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Prihodki iz obresti in podobni prihodki / povprečna sredstva ki prinašajo obresti	5,5	6,2	4,9	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Odhodki za obresti in podobni odhodki / povprečna sredstva ki prinašajo obresti	2,9	3,6	2,4	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Prihodki iz dividend rast v %	-47,0	67,1	-97,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Prihodki iz opravnin (provizij) rast v %	20,4	58,5	0,0	10,2	5,7	5,4	5,1	4,8
% prihodkov iz obresti in podobnih prihodkov	25,8	31,6	37,9	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Odhodki za opravnine (provizije) rast v %	-3,6	272,3	-10,7	9,5	5,7	5,4	5,1	4,8
% prihodki iz opravnin (provizij)	19,1	44,9	40,2	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Realizirani dobički iz finančnih sredstev in obveznosti, ki niso merjeni po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida (rast v %)	238,2	7,4	-73,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čiste izgube iz tečajnih razlik (rast v %)	-79,8	-2390,5	-85,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Drugi čisti poslovni dobički (rast v %)	-68,6	7,9	37,7	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Administrativni stroški (rast v %)	10,5	0,8	-1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Amortizacija (rast v %)	5,2	19,4	0,8	2,8	4,2	4,0	3,8	3,6
% opredmetenih osnovnih sredstev	10,9	11,9	14,2	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Rezervacije (rast v %)	-59,8	-307,3	-76,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oslabitve (rast v %)	47,8	106,7	35,3	4,8	-5,6	-1,1	-1,8	-2,6
% bilančne vsote	0,6	1,1	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
Čisti dobiček iz rednega poslovanja (rast v %)	23,5	-68,7	-26,7	87,0	47,1	23,2	19,9	17,4

## Priloga 8: Koeficienti beta izbranih evropskih bank ter aritmetično povprečje

	Beta bank
Raiffeisen International Bank Holding AG	1,56
Intesa Sanpaolo SpA	1,15
Erste bank	1,40
Banco Santander SA	1,49
BNP Paribas	1,23
Credit Agricole	1,37
Danske Bank A/S	1,58
Nordea Bank AB	1,39
HSBC Holdings	1,05
Banco Monte dei Paschi di Siena	0,97
Societe Generale	1,85
Credit Suisse Group	1,52
<b>Aritmetično povprečje</b>	<b>1,38</b>

Vir: Reuters – finančni portal, 2010.

**Priloga 9: PBV, PER ttm in ROE izbranih bank na dan 6.7.2010**

	<b>PBV</b>	<b>PER</b>	<b>ROE v %</b>
American Express Co	3,50	19,4	13,90
Astoria Financial Corp	1,08	31,3	2,32
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	1,10	8,0	15,32
Banco Bradesco SA	1,94	10,2	21,08
Banco do Brasil SA	1,84	6,4	30,72
Bank of America Corp	0,67	21,0	-1,32
Bank of Montreal	1,83	13,2	9,87
Bank of New York Mellon Corp	1,01	10,4	-5,04
Bank of Nova Scotia	2,35	13,5	16,87
Bank of Yokohama Ltd	0,79	18,3	4,49
BB&T Corp	1,11	24,3	5,00
Beneficial Mutual Bancorp Inc	1,27	35,7	2,74
BNP Paribas	0,87	8,9	10,57
Brookline Bancorp Inc	1,06	22,7	3,91
Canadian Imperial Bank of Commerce	2,21	11,7	9,07
Capital One Financial Corp	0,74	9,3	1,28
Capitol Federal Financial	2,58	34,4	7,32
Charles Schwab Corp/The	2,97	21,4	17,23
Chiba Bank Ltd/The	0,83	13,0	6,72
City National Corp/CA	1,44	130,5	1,49
Credit Agricole SA	0,44	17,5	2,58
Credit Suisse Group AG	1,32	8,1	19,26
Deutsche Bank AG	0,73	5,3	14,77
Dime Community Bancshares	1,38	11,7	9,16
Discover Financial Services	1,29	19,0	18,54
Erste Group Bank AG	0,74	10,3	8,69
First Niagara Financial Group Inc	0,96	17,8	3,86
Fulton Financial Corp	1,03	20,8	3,74
Goldman Sachs Group Inc/The	1,08	5,3	21,84
Grupo Financiero Banorte SAB de CV	2,37	16,5	14,79
Hudson City Bancorp Inc	1,18	10,6	10,26
Intesa Sanpaolo SpA	0,52	12,3	5,52
Investors Bancorp Inc	1,71	37,9	-7,88
JPMorgan Chase & Co	0,92	12,1	6,36
KBC Groep NV	0,61	7,6	-15,98
M&T Bank Corp	1,42	18,5	5,19
Mizuho Trust & Banking Co Ltd	3,22	24,7	17,66
Morgan Stanley	0,83	32,8	-2,61
National Bank of Canada	1,62	9,5	15,71
New York Community Bancorp Inc	1,23	14,7	8,32
NewAlliance Bancshares Inc	0,82	19,8	3,30
Northern Trust Corp	1,72	14,1	15,43
PNC Financial Services Group Inc	1,14	9,3	10,43
Provident Financial Services Inc	0,76	17,5	-12,80
Provident New York Bancorp	0,80	13,8	6,26
Raiffeisen International Bank Holding AG	0,72	19,0	2,77
Raymond James Financial Inc	1,43	16,4	7,80
Royal Bank of Canada	2,24	14,0	12,04
Societe Generale	0,62	36,2	1,73
State Street Corp	1,08	7,5	-15,27

Se nadaljuje

Nadaljevanje

	<b>PBV</b>	<b>PER</b>	<b>ROE v %</b>
Sumitomo Trust & Banking Co Ltd	0,77	15,9	5,28
SVB Financial Group	1,41	21,4	2,39
Toronto-Dominion Bank/The	1,74	12,4	9,07
UBS AG	1,28	35,3	-7,44
UniCredit SpA	0,52	18,4	2,97
US Bancorp	1,68	16,6	9,23
Valley National Bancorp	1,80	18,6	8,30
Washington Federal Inc	0,97	32,1	2,64
Wells Fargo & Co	1,23	10,1	9,34
WSFS Financial Corp	0,80	123,0	-0,74

*Vir: Bloomberg data base, 2010.*

### **Priloga 10: PER ttm, PER 2010 in PER 2011 izbranih bank na dan 6.7.2010**

	<b>PER ttm</b>	<b>PER 2010E</b>	<b>PER 2011E</b>
American Express Co	19,4	13,0	11,4
Astoria Financial Corp	31,3	19,0	13,0
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	8,0	7,3	6,5
Banco Bradesco SA	10,2	9,2	7,8
Banco do Brasil SA	6,4	8,3	7,3
Bank of America Corp	21,0	14,1	7,6
Bank of Montreal	13,2	11,9	10,3
Bank of New York Mellon Corp	10,4	10,9	9,2
Bank of Nova Scotia	13,5	12,4	10,7
Bank of Yokohama Ltd	18,3	14,3	12,4
BB&T Corp	24,3	17,7	11,1
Beneficial Mutual Bancorp Inc	35,7	31,4	24,9
BNP Paribas	8,9	7,8	6,4
Brookline Bancorp Inc	22,7	19,9	18,3
Canadian Imperial Bank of Commerce	11,7	10,5	9,2
Capital One Financial Corp	9,3	10,6	9,6
Capitol Federal Financial	34,4	37,4	36,9
Charles Schwab Corp	21,4	25,0	14,0
Chiba Bank Ltd	13,0	12,2	11,8
City National Corp	130,5	28,5	15,6
Credit Agricole SA	17,5	8,0	4,9
Credit Suisse Group AG	8,1	7,6	6,7
Deutsche Bank AG	5,3	6,9	5,9
Dime Community Bancshares	11,7	10,3	9,5
Discover Financial Services	19,0	18,2	8,8
Erste Group Bank AG	10,3	11,1	7,5
First Niagara Financial Group Inc	17,8	14,4	11,3
Fulton Financial Corp	20,8	15,0	11,1
Goldman Sachs Group Inc	5,3	7,6	6,8
Grupo Financiero Banorte SAB de CV	16,5	13,8	9,9
Hudson City Bancorp Inc	10,6	10,5	9,6
Intesa Sanpaolo SpA	12,3	10,3	7,7
Investors Bancorp Inc	37,9	25,6	21,3
JPMorgan Chase & Co	12,1	11,6	7,8
KBC Groep NV	7,6	7,6	6,9
M&T Bank Corp	18,5	17,4	15,1

Se nadaljuje

Nadaljevanje

	PER ttm	PER 2010	PER 2011
Mizuho Trust & Banking Co Ltd	24,7	14,2	14,2
Morgan Stanley	32,8	7,7	6,6
National Bank of Canada	9,5	9,1	8,4
New York Community Bancorp Inc	14,7	12,4	10,7
NewAlliance Bancshares Inc	19,8	18,4	16,4
Northern Trust Corp	14,1	15,7	12,8
PNC Financial Services Group Inc	9,3	11,8	10,0
Provident Financial Services Inc	17,5	13,9	11,7
Provident New York Bancorp	13,8	21,4	18,4
Raiffeisen International Bank Holding AG	19,0	10,9	6,2
Raymond James Financial Inc	16,4	14,1	11,5
Royal Bank of Canada	14,0	12,4	10,4
Societe Generale	36,2	8,7	6,1
State Street Corp	7,5	10,9	8,8
Sumitomo Trust & Banking Co Ltd	15,9	14,5	12,3
SVB Financial Group	21,4	22,6	16,1
Toronto-Dominion Bank/The	12,4	11,8	10,4
UBS AG	35,3	9,0	7,7
UniCredit SpA	18,4	16,6	8,4
US Bancorp	16,6	13,8	9,9
Valley National Bancorp	18,6	17,8	15,5
Washington Federal Inc	32,1	34,3	13,8
Wells Fargo & Co	10,1	12,6	8,8
WSFS Financial Corp	123,0	24,5	12,6

Vir: Bloomberg data base, 2010.

### Priloga 11: Kapitalska ustreznost izbranih bank na dan 31.12.2009

	Delež celotnega kapitala v tveganju prilagojeni aktivi v %	Delež temeljnega kapitala v tveganju prilagojeni aktivi v %
American Express Co	11,9	9,8
Astoria Financial Corp	12,0	6,4
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	13,6	9,4
Banco Bradesco SA	17,8	17,8
Banco do Brasil SA	15,6	13,7
Bank of America Corp	14,7	10,4
Bank of Montreal	14,9	12,2
Bank of New York Mellon Corp/The	16,0	12,1
Bank of Nova Scotia	12,9	10,7
Bank of Yokohama Ltd/The	12,2	9,9
BB&T Corp	15,8	11,5
Beneficial Mutual Bancorp Inc	18,0	9,8
BNP Paribas	14,2	10,1
Brookline Bancorp Inc	19,4	15,6
Canadian Imperial Bank of	16,1	12,1
Capital One Financial Corp	17,7	13,8
Capitol Federal Financial	23,3	10,0
Charles Schwab Corp/The	18,6	18,3
Chiba Bank Ltd/The	12,8	11,4
City National Corp/CA	15,2	12,2
Credit Agricole SA	9,8	9,5
Credit Suisse Group AG	20,6	16,3

Se nadaljuje

Nadaljevanje

	<b>Delež celotnega kapitala v tveganju prilagojeni aktivni v %</b>	<b>Delež temeljnega kapitala v tveganju prilagojeni aktivni v %</b>
Deutsche Bank AG	13,9	12,6
Dime Community Bancshares	11,3	7,6
Discover Financial Services	17,9	15,3
Erste Group Bank AG	12,7	10,8
First Niagara Financial Group Inc	13,7	7,5
Fulton Financial Corp	14,7	11,9
Goldman Sachs Group Inc/The	18,2	15,0
Grupo Financiero Banorte SAB de CV	16,8	9,4
Hudson City Bancorp Inc	21,0	7,6
Intesa Sanpaolo SpA	11,8	8,4
Investors Bancorp Inc	16,9	9,5
JPMorgan Chase & Co	14,8	11,1
KBC Groep NV	14,2	9,2
M&T Bank Corp	12,3	8,6
Mizuho Trust & Banking Co Ltd	15,7	10,1
Morgan Stanley	16,4	15,3
National Bank of Canada	14,3	10,7
New York Community Bancorp Inc	15,0	10,0
NewAlliance Bancshares Inc	21,1	11,1
Northern Trust Corp	15,8	13,4
PNC Financial Services Group Inc	15,0	11,4
Provident Financial Services Inc	11,1	6,4
Provident New York Bancorp	13,8	8,6
Raiffeisen International Bank Holding AG	13,0	14,1
Raymond James Financial Inc	12,7	11,4
Royal Bank of Canada	14,2	13,0
Societe Generale	13,0	10,7
State Street Corp	19,1	17,7
Sumitomo Trust & Banking Co Ltd/The	13,9	9,9
SVB Financial Group	19,9	15,5
Toronto-Dominion Bank/The	14,9	11,3
UBS AG	19,8	15,4
UniCredit SpA	12,0	8,6
US Bancorp	12,9	9,6
Valley National Bancorp	12,5	10,6
Washington Federal Inc	21,6	11,6
Wells Fargo & Co	13,3	9,3
WSFS Financial Corp	12,2	8,7

*Vir: Bloomberg data base, 2010.*

## Priloga 12: Izpis podatkov linearne regresije za PBV in ROE

Regression Statistics	
Multiple R	0,480226151
R Square	0,230617156
Adjusted R Square	0,217351935
Standard Error	0,593624242
Observations	60

### ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	6,12632969	6,126329695	17,38509661	0,000103158
Residual	58	20,43860499	0,352389741		
Total	59	26,56493468			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95 %	Upper 95 %	Lower 95,0 %	Upper 95,0 %
Intercept	1,074323385	0,097009245	11,0744433	6,17534E-16	0,880138285	1,268508484	0,880138285	1,268508484
X Variable 1	0,036644159	0,008788529	4,1695439	0,000103158	0,019052006	0,054236311	0,019052006	0,054236311

## Priloga 13: Izpis podatkov linearne regresije za PER ttm in ROE

Regression Statistics	
Multiple R	0,261854
R Square	0,068567
Adjusted R Square	0,052508
Standard Error	20,962320
Observations	60

### ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	1876,170111	1876,170111	4,269662427	0,043273988
Residual	58	25486,29272	439,41884		
Total	59	27362,46283			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95 %	Upper 95 %	Lower 95,0 %	Upper 95,0 %
Intercept	25,14094787	3,425632981	7,339066389	7,89224E-10	18,28379849	31,99809725	18,28379849	31,99809725
X Variable 1	0,641269643	0,310344399	2,066316149	0,043273988	1,262491448	0,020047839	1,262491448	0,020047839