

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

RELATIVNO VREDNOTENJE PODJETIJ:
Empirično preverjanje primernosti uporabe multiplikatorjev po
dejavnostih

Ljubljana, januar 2009

Sašo Stanovnik

IZJAVA

Študent Sašo Stanovnik izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša S. Berka in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 04. 01. 2009

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD.....	1
1.1. PROBLEMATIKA IN NAMEN MAGISTRSKEGA DELA.....	1
1.2. CILJ MAGISTRSKEGA DELA.....	3
1.3. METODE DELA	3
2. PREDSTAVITEV RELATIVNEGA VREDNOTENJA.....	4
2.1. METODE VREDNOTENJA.....	4
2.1.1. <i>Statične metode</i>.....	5
2.1.2. <i>Dinamične metode absolutnih vrednosti</i>	5
2.1.3. <i>Dinamične metode relativnih vrednosti</i>	7
2.2. KAJ JE MULTIPLIKATOR	8
2.3. KDAJ SE UPORABLJA	9
2.4. POGOSTOST UPORABE	9
2.5. NESTANOVITNOST MULTIPLIKATORJA	10
2.6. POMEMBNOST POZNAVANJA DEJAVNIKOV USTVARJANJA VREDNOSTI	10
2.7. POSTOPEK UPORABE	11
2.7.1. <i>Pridobitev podatkov iz bilanc</i>	13
2.7.2. <i>Izračun celotne vrednosti podjetja</i>	14
2.7.3. <i>Način izračuna multiplikatorja</i>	16
2.7.4. <i>Primerljiva podjetja</i>	18
2.7.4.1. Katero klasifikacijo uporabiti?.....	19
2.7.4.2. Koliko podjetij?	20
2.7.4.3. Kako izračunati povprečje?	20
2.7.4.4. Ostala vprašanja.....	20
2.7.5. <i>Potrebne prilagoditve</i>	21
2.7.5.1. Uvrstitev dinamike v relativno vrednotenje	21
2.7.5.2. Problem negativnega ali zelo nizkega dobička	22
2.7.5.3. Problem ciklov	23
2.7.5.4. Prilagoditve zaradi računovodskih postavk	23
2.7.6. <i>Izbira primernih multiplikatorjev</i>	26
2.7.6.1. Z vidika primerljivih podjetij	26
2.7.6.2. Z vidika načina ponderiranja vrst multiplikatorjev	27
2.7.6.3. Z vidika izračuna ciljne cene na podlagi izbranih multiplikatorjev	27
2.7.7. <i>Podaja subjektivne ocene</i>	30
2.8. ALTERNATIVNI NAČINI UPORABE MULTIPLIKATORJEV	31
2.8.1. <i>Prilagoditev s ključno spremenljivko</i>	31
2.8.2. <i>Regresija</i>	32
2.8.3. <i>Historična analiza</i>	36
2.8.4. <i>Uporaba pri prevzemih in združitvah</i>	37
2.9. NAČIN DOLOČANJA CILJNE VREDNOSTI MULTIPLIKATORJA	39
2.10. PREDNOSTI IN SLABOSTI RELATIVNEGA VREDNOTENJA	40
2.11. SKUPINE MULTIPLIKATORJEV	43
2.11.1. <i>Tržna kapitalizacija ali celotna vrednost podjetja</i>	43
2.11.2. <i>Ostale delitve</i>.....	44
3. PREDSTAVITEV POSAMEZNIH MULTIPLIKATORJEV	45
3.1. P/E.....	46
3.1.1. <i>Način izračuna</i>	46
3.1.1.1. Prilagoditve izračuna EPS-ja.....	46
3.1.2. <i>Dejavniki, ki vplivajo na višino</i>	47
3.1.3. <i>Prednosti in slabosti P/E-ja</i>	51
3.1.4. <i>Potrebne prilagoditve</i>	51
3.1.5. <i>PEG</i>	52
3.1.5.1. Način izračuna	52
3.1.5.2. Prednosti in slabosti PEG-a	53
3.1.5.3. Dejavniki, ki vplivajo na višino	53
3.1.5.4. Način uporabe	54
3.1.5.5. Potrebne prilagoditve	54
3.1.6. <i>Alternativni načini uporabe</i>	54

3.2.	EV/EBITDA IN EV/EBIT	55
3.2.1.	<i>Način izračuna</i>	55
3.2.2.	<i>Dejavniki, ki vplivajo na višino</i>	56
3.2.3.	<i>Prednosti in slabosti</i>	56
3.2.4.	<i>Potrebne prilagoditve</i>	57
3.2.5.	<i>EV/EBIT</i>	58
3.3.	P/CF	59
3.3.1.	<i>Način izračuna</i>	59
3.3.2.	<i>Dejavniki, ki vplivajo na višino</i>	60
3.3.3.	<i>Prednosti in slabosti</i>	60
3.4.	P/S IN EV/PRIHODKI	61
3.4.1.	<i>Način izračuna</i>	61
3.4.2.	<i>Dejavniki, ki vplivajo na višino</i>	62
3.4.3.	<i>Prednosti in slabosti EV/Prihodki</i>	64
3.4.4.	<i>Potrebne prilagoditve</i>	65
3.4.5.	<i>Alternativni načini uporabe</i>	66
3.4.6.	<i>Prevzemi in združitve</i>	66
3.5.	P/B	67
3.5.1.	<i>Način izračuna</i>	67
3.5.2.	<i>Dejavniki, ki vplivajo na višino</i>	67
3.5.3.	<i>Prednosti in slabosti P/B-ja</i>	69
3.5.4.	<i>Način uporabe</i>	70
3.5.5.	<i>Potrebne prilagoditve</i>	70
3.5.6.	<i>Tobin Q</i>	71
3.6.	EV/KOLIČINSKA ENOTA	72
3.6.1.	<i>Način izračuna</i>	72
3.6.2.	<i>Prednosti in slabosti</i>	73
4.	POSEBNOSTI V POSAMEZNIH DEJAVNOSTIH	74
4.1.1.	<i>Potrošne dobrine</i>	74
4.1.2.	<i>Nujne dobrine</i>	75
4.1.3.	<i>Energetika</i>	75
4.1.4.	<i>Finance</i>	76
4.1.5.	<i>Zdravstvo</i>	78
4.1.6.	<i>Industrija</i>	79
4.1.7.	<i>Informacijska tehnologija</i>	79
4.1.8.	<i>Surovine in materiali</i>	80
4.1.9.	<i>Telekomunikacije</i>	81
4.1.10.	<i>Storitve (elektroindustrija)</i>	82
4.1.11.	<i>Holdingi</i>	82
5.	UGOTAVLJANJE NAJPRIMERJEŠIH MULTIPLIKATORJEV	83
5.1.	PRETEKLE RAZISKAVE	83
5.2.	METODOLOGIJA	85
5.3.	UGOTOVITVE RAZISKAVE	88
5.3.1.	<i>Ugotovljene povezave ključnih spremenljivk in multiplikatorjev</i>	88
5.3.2.	<i>Ugotovljena pojasnjevalna moč multiplikatorjev po dejavnostih</i>	90
5.3.3.	<i>Primerjava v času</i>	95
6.	SKLEP	96
	LITERATURA	100
	VIRI	102
	SLOVAR	
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Multiplikatorji v dejavnosti naftnih ploščadi.....	10
Tabela 2: Ključni kazalci v dejavnosti naftnih ploščadi.....	11
Tabela 3: Primer koristi uporabe EV-ja.....	16
Tabela 4: Primer vrednotenja podjetja Canon	28
Tabela 5: Primer vrednotenja podjetja Kardemir Kardebuk.....	30
Tabela 6: Primerjava P/E-ja in PEG-a za večja evropska naftna podjetja.....	32
Tabela 7: P/B in ROE pri ameriških investicijskih bankah.....	36
Tabela 8: Vrste multiplikatorjev.....	45
Tabela 9: Razlika med EBIT-om in EBITDA-jem	58
Tabela 10: Matrika EV/Prihodki in marž.....	63
Tabela 11: Multiplikatorji in marže ameriških restavracij.....	64
Tabela 12: Matrika P/B in razlike med ROE in stroškom lastniškega kapitala.....	70
Tabela 13: Multiplikatorji večjih naftnih podjetij.....	76
Tabela 14: Vrednotenje zavarovalnic.....	77
Tabela 15: Vrednotenje rudnikov urana.....	81
Tabela 16: Uporabljene enačbe za izračun ciljnih vrednosti multiplikatorja.....	87
Tabela 17: Napake cenitve na osnovi dvostopenjskega modela v posameznih sektorjih.....	90
Tabela 18: Napake cenitve na osnovi dvostopenjskega modela v posameznih dejavnostih.....	91

KAZALO GRAFOV

Graf 1: Primerjava različnih načinov izračunavanja multiplikatorjev.....	14
Graf 2: Primerjava različnih načinov izračunavanja multiplikatorjev za hitrorastoča podjetja.....	17
Graf 3: Prikaz dinamike gibanja multiplikatorjev.....	21
Graf 4 in Graf 5: Primerjava prilagojenega in neprilagojenega čistega dobička na delnico in multiplikatorja P/E	25
6: Regresija za evropske banke.....	35
Graf 7: Regresija za ameriške investicijske banke.....	35
Graf 8 in 9: Historična analiza za Google in Capital One	37
Graf 10: Regresija trenutnih P/B-jev glede na ROE-je po dejavnostih GICS-a	89
Graf 11 in Graf 12: Regresija trenutnih EV/Prihodkov glede na maržo EBIT in trenutnih P/S-jev glede na neto maržo po dejavnostih GICS-a	89
Graf 13 in Graf 14: Regresija trenutnih EV/EBITDA glede na kapitalsko intenzivnost in trenutnih P/B-jev glede na kapitalsko intenzivnost po dejavnostih GICS-a.....	89
Graf 15 in Graf 16: Regresija trenutnih P/E-jev glede na rast in trenutnih PEG-ov glede na rast po dejavnostih GICS-a	90

KAZALO SLIK

Slika 1: Pogostost uporabe posameznih metod vrednotenja	9
---	---

1. UVOD

Vsak dan se na tisoče posameznikov, povezanih z naložbeno dejavnostjo, srečuje s ključnim vprašanjem vrednosti sredstev oziroma vrednosti podjetja. Od tega je namreč odvisna uspešnost doseganja zastavljenih naložbenih ciljev. Zato je vrednotenje v ekonomiji zelo pomembno, še posebej za posameznike, ki se s finančnimi trgi srečujejo kot analitiki delnic (Stowe, Robinson, Pinto & McLeavey, 2002, str. 2). Ugotoviti vrednost nekega podjetja oziroma finančnega instrumenta tega podjetja je torej za vlagatelje ključna naloga. Prevzemno podjetje mora na primer ugotoviti vrednost ciljnega podjetja, da se lahko pogaja o vrednosti transakcije oziroma odloča o nakupu. Finančni vlagatelji (veliki ali mali, posamezni ali institucionalni vlagatelji) preko vrednotenja delnice podjetja in primerjave z vrednostjo na borzi ugotavljam, katere delnice so podcenjene in katere precenjene. To omogoča sprejemanje odločitev o nakupu in prodaji delnic ter posledično o sestavi njihovega portfelja. Ugotovitev precenjenosti ali podcenjenosti jih omogoča tudi sprejemanje odločitev o bolj kompleksnih strategijah oziroma o nakupu in prodaji izvedenih finančnih instrumentov. Borznim analitikom in posrednikom omogoča postavljanje ciljnih cen in svetovanje strankam. Tudi management podjetja in predstavniki lastnikov potrebujejo informacijo o vrednosti podjetja, da se lahko odločajo o strategiji, kadrovjanju in nenazadnje nagrajevanju.

Odločitve na finančnih trgih torej temeljijo na ugotovljeni vrednosti nekega finančnega instrumenta. Vendar je vrednost podjetja in posledično finančnega instrumenta tega podjetja odvisna od številnih dejavnikov. Nekateri so takšni, da ima management nanje vpliv, nekateri pa so pogojeni s poslovnim okoljem podjetja in so torej eksterne. Nekateri so hitro razvidni iz pregleda poslovanja, drugi skriti. Vsekakor je dejavnikov ustvarjanja vrednosti podjetja veliko, številni dejavniki so zelo kompleksni, prav tako pa so med seboj tudi prepleteni oziroma povezani. Pri tem je treba poudariti, da se tako v teoriji kot v praksi razlikujejo mnenja o pomembnosti posameznih dejavnikov ustvarjanja vrednosti oziroma o tem, kateri dejavniki so pri ocenjevanju vrednosti podjetja za vlagatelje najpomembnejši. Prav tako je težko ustvariti model, ki bi bil uporaben ter bi istočasno natančno zajel vse dejavnike ustvarjanja vrednosti in vse povezave med njimi. Vsi modeli zato vsebujejo poenostavitev oziroma predpostavke ter se posvečajo samo delu dejavnikov oziroma upoštevajo samo določene povezave med njimi. Posledica različnih mnenj pri ocenjevanju pomembnosti dejavnikov je vidna tako v razvoju številnih metod vrednotenja in znotraj njih številnih variant, kakor tudi v dejstvu, da končna ugotovljena vrednost ni povsem natančna in je vedno le ocena, ki temelji na določenih predpostavkah.

1.1. PROBLEMATIKA IN NAMEN MAGISTRSKEGA DELA

Za vrednotenje delnic podjetij so se razvile številne metode. Te se najprej delijo na metode, ki se osredotočajo na ugotovitev vrednosti na podlagi bilance stanja (t. i. statične metode), ter metode, ki se bolj posvečajo prihodnjim denarnim tokovom in torej vrednotijo podjetje pod predpostavko, da bo delovalo v neskončnost (t. i. dinamične metode). Medtem ko prve nudijo predvsem informacijo o vrednosti podjetja ob morebitni likvidaciji, pa metode, posvečene prihodnjim denarnim tokovom, podajo vlagatelju bolj celovito oceno vrednosti podjetja (Bodie, Kane & Marcus, 2001, str. 563). Med statičnimi je najbolj znana in pogosta likvidacijska metoda (računovodska ugotavljanje knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala, zmanjšanega za stroške likvidacije). Znotraj dinamičnih metod pa se najbolj pogosto uporablja metoda relativnega vrednotenja ter metoda diskontiranih denarnih tokov, pri čemer se za denarne tokove upoštevajo dividende ali prosti denarni tokovi. Poleg tega se vse bolj uveljavljajo nekatere nove metode (npr. EVA – metoda ekonomske dodane vrednosti), ki skušajo zajeti dejavnike, ki jih ostale metode ne upoštevajo dovolj. Tudi znotraj

posameznih metod se razvijajo številne variacije, ki skušajo bolje zajeti dejavnike ustvarjanja vrednosti ter s tem izboljšati natančnost ugotovljene ocene vrednosti. Vsak vlagatelj, zlasti pa analistik, se mora pri tem seveda sam odločiti, katera metoda je zanj najbolj uporabna oziroma v katero metodo najbolj verjame. Da se lahko odloči o uporabnosti in primernosti posamezne metode, pa mora poznati te metode, njihove prednosti in slabosti ter omejitve, predvsem pa predpostavke, na katerih temeljijo.

V praksi med vlagatelji najbolj pogosta oziroma priljubljena dinamična metoda je relativno vrednotenje. Razlog za popularnost metode je enostavnost metode v primerjavi z drugimi dinamičnimi metodami. Relativno vrednotenje namreč pri svoji uporabi zahteva manj predpostavk, je hitro in enostavno. Prav tako bolje kaže trenutno razpoloženje na kapitalskih trgih, saj jih bolj upošteva. Vendar pa ravno te prednosti nakazujejo tudi slabosti metode. »Metodo relativnega vrednotenja je relativno lahko uporabiti, še lažje pa zlorabit« (Aswath Damodaran) (Zupančič, 2007). Zaradi enostavnosti uporabe pride pogosto do nekonsistentnosti, saj lahko vlagatelj zanemari ključne sestavine, kot so tveganje, rast in denarni tok. Večja povezanost z razpoloženjem na trgu prav tako pomeni, da lahko relativno vrednotenje zaradi splošne precenjenosti ali podcenjenosti kapitalskih trgov privede vlagatelja do napačnih sklepov. Slabost metode pa je tudi, da lahko netransparentnost predpostavk vodi do manipulacije (Damodaran, 2002, Poglavlje 17, str. 1–2). Kljub nekaterim slabostim pa večina vlagateljev uporablja to metodo kot edino metodo vrednotenja, preostali pa uporabljajo poleg nje še druge metode. Metoda relativnega vrednotenja je zelo pomembna za finančne trge, saj bo veliko odločitev vlagateljev sprejetih na podlagi ugotovitev te metode; kljub nekaterim slabostim in omejitvam. Posledično bodo finančni trgi reagirali na ugotovitve relativnega vrednotenja hitreje in bolj kot pa na podlagi ugotovitev drugih metod. »Multiplikatorji se osredotočajo na ključne kvantitativne dejavnike, ki jih uporabljajo vlagatelji. Ker vlagatelji družno premikajo trg, bodo imeli ravno najbolj pogosto uporabljeni kvantitativni dejavniki in multiplikatorji največji vpliv na kapitalske trge« (Suozzo, Cooper, Sutherland & Deng, 2001, str. 4).

Predmet magistrskega dela je torej relativno (tudi primerjalno) vrednotenje (analiza). Pri tem je ključna sestavina relativnega vrednotenja multiplikator (kazalec relativnega vrednotenja). Multiplikator lahko opredelimo kot izraz tržne vrednosti podjetja glede na dejavnik, ki naj bi bil povezan s tržno vrednostjo. Pri tem pa mora biti ta dejavnik logično povezan s tržno vrednostjo podjetja oziroma mora biti gonilo tržne vrednosti (Suozzo et al., 2001, str. 3). V magistrskem delu bodo podrobnejše obravnavani najbolj pogosto uporabljeni multiplikatorji, omenjeni pa bodo tudi nekateri manj pogosto uporabljeni multiplikatorji, ki se uporabljajo v bolj specifičnih primerih (npr. samo v nekaterih dejavnostih). Pri tem bodo v ospredju relativnega vrednotenja in empiričnega dela magistrskega dela predvsem dejavniki, ki določajo, kateri multiplikator je najprimernejši v posamezni dejavnosti oziroma v določenih razmerah. Cilj tega je, da dobi vlagatelj boljši vpogled v multiplikatorje ter njihovo povezavo z dejavniki ustvarjanja vrednosti in posledično dejavnostmi. S tem pa pridobi tudi boljše zavedanje o primernosti uporabe posameznega multiplikatorja v določeni dejavnosti.

Bistvo metode relativnega vrednotenja je, da se vrednost podjetja ugotovi na podlagi primerjave s primerljivim podjetjem. V ozadju relativnega vrednotenja je t. i. zakon ene cene: na učinkovitih trgih morajo imeti enaka oziroma podobna sredstva (podjetja) enako oziroma podobno ceno (Schreiner, 2007, str. 48).

Čeprav gre za metodo, ki je na prvi pogled enostavna, pa je relativno vrednotenje precej kompleksno. Obstaja namreč vrsta različnih multiplikatorjev, bolj ali manj uporabljenih s strani vlagateljev, pri čemer skuša vsak kazalec zajeti dejavnik, ki naj bi najbolj prispeval k

vrednosti podjetja oziroma naj bi najbolje pojasnil vrednost podjetja. V ozadju posameznih multiplikatorjev je prav tako veliko dejavnikov vpliva, omejitev in drugih posebnosti. Zato je pomembno, da je vlagatelj, ki uporablja to metodo vrednotenja, seznanjen z dejavniki vpliva ter prednostmi in slabostmi posameznih multiplikatorjev. Le tako bo pravilno razumel višino in primernost uporabe posameznega multiplikatorja ter s tem sprejel pravilno naložbeno odločitev. Z večanjem števila različnih multiplikatorjev, predvsem pa s pojavom specifičnih multiplikatorjev v posamezni dejavnosti je postalo še bolj pomembno poznavanje, kaj je relativno vrednotenje, kako se ga uporablja in kateri multiplikatorji so pri tem najbolj uporabni. Vlagatelj bo brez poznavanja metode vrednotenja in posameznega uporabljenega multiplikatorja vrednotenja vsekakor zaveden v sprejemanje napačnih odločitev. Po drugi strani pa bo dobro informiran vlagatelj v specifičnem primeru lahko hitro poiskal najprimernejši multiplikator vrednotenja ter s tem oceno vrednosti podjetja (podcenjenost ali precenjenost), pri tem pa tudi uvidel dejavnike ustvarjanja vrednosti in razlike v primerjavi s konkurenčnimi podjetji.

Zaradi pomembnosti vrednotenja v finančnem svetu in pogostosti uporabe relativnega vrednotenja je torej ključno boljše poznavanje teh korakov, kar je tudi namen magistrskega dela. Namen magistrskega dela je torej narediti pregleden in razumljiv prikaz posameznih multiplikatorjev ter njihovih lastnosti. Preko tega naj bi vlagatelji bolje razumeli uporabnost posameznih multiplikatorjev, njihovo medsebojno povezanost in omejitve. Vlagatelji bi tako preko magistrskega dela dobili informacijo oziroma znanje, kje in kdaj je nek multiplikator primeren in uporaben oziroma kje in kdaj ni. S tem bi se izboljšala uporabnost relativnega vrednotenja in zmanjšala možnost napačne uporabe te metode. Prav tako bi se posredno izboljšalo poznavanje dejavnikov ustvarjanja vrednosti podjetja s strani vlagateljev in njihova sposobnost že na podlagi pregleda multiplikatorjev ugotoviti osnovne razlike med konkurenčnimi podjetji glede dejavnikov ustvarjanja vrednosti. Vlagatelji naj bi torej pridobili razumljiv in ziren pogled na multiplikatorje in relativno vrednotenje v povezavi z dejavnostmi.

1.2. CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Cilj magistrskega dela je s teoretično- in empiričnoraziskovalnim metodološkim pristopom predstaviti relativno vrednotenje, opisati način njegove uporabe, prikazati prednosti in slabosti posameznih multiplikatorjev ter uporabnost posameznega multiplikatorja glede na dejavnosti oziroma pogoje, ki veljajo v njih. Cilj magistrskega dela je prav tako pokazati posebnosti posameznega multiplikatorja oziroma dejavnike, ki vplivajo na višino in gibanje multiplikatorja ter s tem na izbor najprimernejšega multiplikatorja.

Pri tem se magistrsko delo osredotoča na povezavo med multiplikatorji in dejavnostmi oziroma teoretično pojasnjuje in empirično preverja uporabnost posameznega multiplikatorja v določeni dejavnosti. Torej je cilj magistrskega dela tudi predstavitev primernosti posameznih multiplikatorjev po posameznih dejavnostih.

1.3. METODE DELA

Metodološko gledano je magistrsko delo zasnovano na dveh temeljih. Prvič, na pregledu in analizi teoretičnih podlag. Te zajemajo literaturo domačih in predvsem tujih avtorjev, objavljeno v knjigah, člankih in drugih prispevkih, ter teorijo, navedeno v navodilih oziroma pojasnilih vrednotenja s strani posameznih priznanih finančnih institucij. Poleg tega bodo pri teoretičnem delu uporabljena lastna znanja in spoznanja, pridobljena med dodiplomskim in poddiplomskim študijem na Ekonomski fakulteti v Ljubljani, pri lastnih naložbah v finančne

instrumente ter pri opravljenem analitskem delu v družbi Publikum investicijske storitve d.d.. Drugič, na empiričnih raziskavah. Te bodo temeljile tako na že opravljenih kvantitativnih in kvalitativnih raziskavah različnih priznanih finančnih institucij kot tudi na lastnih raziskavah, izvedenih zaradi potreb magistrskega dela ali družbe Publikum investicijske storitve d.d..

Magistrsko delo je sestavljeno iz šestih poglavij, v katerih se skozi podpoglavlja prepleta obravnavana problematika oziroma predmet magistrskega dela. Pri tem se v posameznih poglavjih prepletajo teoretične ugotovitve in empirični podatki. Struktura poglavij je prilagojena cilju in namenu magistrskega dela, tako da skuša na čim bolj pregleden in uporaben način seznaniti potencialne vlagatelje s problematiko relativnega vrednotenja oziroma posameznih multiplikatorjev. V uvodnem poglavju je tako predstavljena problematika magistrskega dela, pomembnost oziroma uporabnost naloge, cilji in namen naloge, uporabljena metodologija ter struktura. V drugem poglavju je predstavljeno oziroma opredeljeno relativno vrednotenje, postopek oziroma način uporabe, relevantnost in primernost uporabe, najpogostejše prilagoditve izračunov ter prednosti in slabosti v primerjavi z drugimi metodami vrednotenja. Poleg tega so v tem poglavju navedene osnovne klasifikacije multiplikatorjev in opisi posameznih skupin. V drugem poglavju so navedeni tudi rezultati raziskav o obsegu uporabe relativnega vrednotenja s strani vlagateljev ter posebnosti pri uporabi multiplikatorjev v primeru združitev in prevzemov. V tretjem poglavju so nato opredeljeni posamezni multiplikatorji. Pri tem so podrobnejše opredeljeni najbolj pogosto uporabljeni oziroma najbolj uporabni multiplikatorji, medtem ko so manj pogosto uporabljeni multiplikatorji opisani le na kratko. Za vsak multiplikator so nato pojasnjeni dejavniki, ki vplivajo na njegovo višino in rast ter preko njiju na način določanja ciljnega multiplikatorja in pogoje, v katerih je najbolj uporaben. Prav tako so podane prednosti in slabosti posameznega multiplikatorja, omejitve pri uporabi, morebitne posebnosti oziroma potrebne prilagoditve, način uporabe ter povezanost z drugimi multiplikatorji. V četrtjem poglavju so nato podane teoretične in empirične ugotovitve o uporabnosti posameznih multiplikatorjev glede na dejavnost in posebnosti (ključnih dejavnikov) posameznih dejavnosti. V tem poglavju (kakor tudi v tretjem poglavju) so za vlagatelje podani tudi praktični nasveti glede uporabe posameznih multiplikatorjev ter nasveti reševanja posameznih problemov in omejitve, s katerimi se vlagatelj srečuje pri uporabi posameznega multiplikatorja. V petem poglavju je nato podana metodologija empirične raziskave magistrskega dela, rezultati podobnih preteklih raziskav na tem področju, nasveti večjih investicijskih družb ter rezultati oziroma ugotovitve lastne raziskave. Magistrsko delo je nato zaključeno s sklepnnimi ugotovitvami, kjer so povzete ugotovitve glede relativnega vrednotenja, izvedene raziskave in uporabnosti posameznih multiplikatorjev.

2. PREDSTAVITEV RELATIVNEGA VREDNOTENJA

Vlagatelji imajo željo ugotoviti notranjo vrednost podjetja, da bi lahko sprejeli ustrezno naložbeno odločitev. Pri tem pa lahko uporabijo različne metode vrednotenja, ki jih morajo dobro poznati, da lahko sprejmejo pravilno naložbeno odločitev.

2.1. METODE VREDNOTENJA

Podjetje oziroma delnico podjetja lahko ovrednotimo na več načinov, pri tem pa delimo metode vrednotenja na statične in dinamične, dinamične metode pa nato na metode absolutnih in metode relativnih vrednosti, ki so predmet tega magistrskega dela.

2.1.1. Statične metode

Najbolj znana statična metoda je metoda vrednotenja likvidacijske vrednosti (angl. *replacement value*), znana tudi pod imenom metoda čiste vrednosti sredstev. Metoda je statična, saj predpostavlja, da bo podjetje prenehalo poslovati. Likvidacijsko vrednost dobimo tako, da od vrednosti sredstev (ki jih ob likvidaciji prodamo) odštejemo vse obveznosti (ki jih ob likvidaciji poplačamo) (Benedek, 2005, str. 11).

Ponavadi je likvidacijska vrednost zelo podobna knjigovodski vrednosti, saj se izračunava na isti način. Vendar pa lahko pride med njima do razlike, saj se pri izračunu knjigovodske vrednosti uporabljajo računovodski standardi, pri likvidacijski vrednosti pa tržne vrednosti. Poleg statičnosti je to drugi glavni problem te metode, saj je težko pridobiti podatke o tržni vrednosti posameznih postavk v bilancah.

V vsakem primeru velja, da če je vrednost sredstev višja od vrednosti obveznosti, lastnikom pripada preostanek. Zaradi statičnosti oziroma zaradi predpostavke, da bo podjetje prenehalo poslovati, ta metoda ni najbolj primerna za vrednotenje večine podjetij (ki delujejo s predpostavko, da bodo poslovala v neskončnosti). Metoda je tako primerna samo v primerih, da bo podjetje resnično prenehalo poslovati, torej v primeru (Benedek, 2005, str. 11):

- Stečaja oziroma odločitve o likvidaciji podjetja. V tem primeru vlagatelji ugotavljajo, koliko bodo dobili ob likvidaciji podjetja.
- Da je tržna vrednost podjetja (glede na vrednost delnic) manjša od likvidacijske vrednosti. V tem primeru nam razlika med vrednostjo po metodi likvidacijske vrednosti in tržno vrednostjo poda donos, ki ga lahko vlagatelj pridobi tako, da kupi podjetje po tržni vrednosti in ga likvidira ali odproda po delih.

Metoda je zaradi tega redko uporabljen; uporablja se predvsem v primeru prevzemnih vrednotenj, ko gre za podjetje s slabim poslovanjem, ter v primeru podjetij, za katera se ne more pridobiti tržne vrednosti lastniškega kapitala.

2.1.2. Dinamične metode absolutnih vrednosti

Vse dinamične metode imajo skupno predpostavko, da bo podjetje delovalo v neskončnost in da sta zato za vrednost podjetja bolj ali manj pomembna tudi prihodnja rast in razvoj poslovnega okolja podjetja, in ne le trenutno stanje bilanc. V tem je tudi glavna razlika od statičnih metod (Benedek, 2005, str. 11). Res pa je, da dinamične metode s tem v vrednotenje bistveno bolj vključijo subjektivne ocene in pričakovanja glede posameznih predpostavk metode, zato lahko vrednotenja različnih vlagateljev (in analitikov) privedejo do zelo različnih rezultatov.

Najbolj znana in pogosto uporabljen dinamična metoda absolutnih vrednosti vrednotenja je metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF; tudi metoda diskontiranih prostih denarnih tokov ali FCF). Pri tej metodi za ugotovitev notranje cene podjetja izračunamo neto sedanjo vrednost bodočih denarnih tokov podjetja. Pri tem lahko za bodoče denarne tokove vzamemo dividende ali pa proste denarne tokove. Brigham tako pri svojem vrednotenju DCF uporablja dividendo, pri čemer so spremenljivke metode dividenda, zahtevana stopnja rasti (ki implicitno vsebuje tveganje) ter pričakovana stopnja rasti podjetja in s tem dividend (Brigham, 2004, str. 306–308). Večina drugih avtorjev, pa tudi vlagateljev, označuje ta način izračuna vrednosti podjetja z imenom Gordonov model, kot metodo DCF pa razume diskontiranje prostih denarnih tokov.

Gordonova enačba se glasi (CFA Level II, Book 4, 2007, str. 133):

$$P = \frac{D_1}{r - g} \quad (2.1.)$$

D₁....Dividenda v naslednjem obdobju

g.....Pričakovana stopnja rasti dividende in podjetja v neskončnost

r.....Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala

Teoretično se pogosto zagovarja model diskontiranih dividend (nadgrajen v Gordonov model), saj naj bila vrednost podjetja na učinkovitih trgih enaka sedanji vrednosti prihodnjih izplačil vlagateljem (to so ponavadi dividende), diskontiranih glede na tveganje (ozioroma po zahtevani stopnji donosa). Model torej dobro pojasni, kako delničarji pridobivajo vrednost s strani podjetja preko dividend. Medtem ko je model teoretično izpiljen, pa ima v praksi številne težave in zato (razen redkih izjem) pri vrednotenju podjetja ni uporaben (Schreiner, 2007, str. 22). Problem je predvsem v pridobivanju ustreznih vhodnih spremenljivk. To deloma reši prilagojena Gordonova enačba, ki podaja več stopenj rasti dividend, vendar problem ostane. Prav tako imajo podjetja pogosto zelo nizko dividendo (ali celo ne izplačujejo dividend), saj se bolj posvečajo naložbam v rast podjetja ali pa se zaradi davčnih razlogov raje odločijo za odkup lastnih delnic (alternativa izplačilu dividend). Kljub temu se tudi ta metoda uporablja ponekod v praksi, predvsem ko vlagatelj nima na voljo dovolj specifičnih podatkov, ki jih potrebuje za običajno (in bolj natančno) vrednotenje DCF. Prav tako je lahko metoda uporabna za podjetja in dejavnosti, v katerih se redno izplačuje velik del dobička v obliki dividend in torej ni večjih nejasnosti glede vhodnih spremenljivk.

Bolj pogosta pa je uporaba prostih denarnih tokov, pri čemer lahko uporabimo metodo prostih denarnih tokov za lastnike lastniškega kapitala (angl. *cash flow to equity*) ali prostih denarnih tokov za lastnike lastniškega in dolžniškega kapitala (angl. *cash flow to firm*).

Po prvi metodi proste denarne tokove sestavljajo naslednji gradniki (Auda, 2003):

- čisti dobiček (doda vrednost),
- amortizacija, morebitni odpisi obratnih sredstev in oblikovane rezervacije, saj so te postavke odhodek, ne pa odliv (dodajo vrednost),
- investicije v obratni kapital in osnovna sredstva (odvzamejo vrednost) in
- investicije v neto finančni dolg (dodajo ali odvzamejo vrednost).

Te gradnike nato ugotovimo za vsa naslednja obdobia in za neskončnost (angl. *terminal value*) ter jih diskontiramo na sedanjost. Pri tem za diskontni faktor uporabimo strošek lastniškega kapitala. S tem dobimo vrednost lastniškega kapitala in preko deljenja s številom delnic tudi ciljno ceno delnice.

Po drugi metodi (ki se uporablja bolj pogosto) pa proste denarne tokove sestavljajo naslednji gradniki (Auda, 2003):

- NOPLAT ozioroma dobiček iz poslovanja po davkih, ki pa mora biti prilagojen za odpise, oblikovane rezervacije ter druge enkratne dogodke (doda vrednost),
- amortizacija, saj je odhodek, ne pa odliv (doda vrednost),
- spremembu v neto obratnem kapitalu (doda ali odvzame vrednost) in
- bruto investicije (angl. *capital expenditures*; CAPEX), ki jih mora podjetje vložiti v svoja sredstva za ohranitev obstoječega poslovanja in za rast poslovanja (odvzamejo vrednost).

Te gradnike nato ugotovimo za naslednja obdobia in za neskončnost ter jih diskontiramo na sedanjost. Pri tem za diskontni faktor uporabimo povprečne tehtane stroške lastniškega in

dolžniškega kapitala (angl. *weighted average cost of capital*; WACC). Pridobljeni neto sedanji vrednosti podjetja odštejemo neto dolg, tako da prištejemo finančne naložbe in odvečna denarna sredstva ter odštejemo lastniški kapital manjšinskih delničarjev in finančne dolbove. S tem dobimo vrednost lastniškega kapitala in preko deljenja s številom delnic tudi ciljno ceno delnice.

Metoda diskontiranih denarnih tokov je uporabljena pogosto, vendar predvsem s strani institucionalnih vlagateljev, medtem ko posamezni amaterski vlagatelji uporabljajo to metodo zelo redko. Razlog je v tem, da metoda zahteva zelo natančno poznavanje podjetja, njegovih načrtov in poslovnega okolja, v katerem deluje (da lahko pridobimo vhodne spremenljivke oziroma predpostavke), zahteva več časa za vrednotenje (posledično je smiselna le, ko gre za večje naložbene vsote), prav tako pa je razlaga ustvarjanja vrednosti bistveno bolj zapletena kot pri drugih metodah. Vseeno ima svoje prednosti, ki so navedene pri primerjavi z metodo relativnega vrednotenja (na strani 40).

2.1.3. Dinamične metode relativnih vrednosti

Dinamične metode relativnih vrednosti za razliko od metod absolutnih vrednosti ugotavljajo vrednost na podlagi primerjave s primerljivimi oziroma podobnimi podjetji (Benedek, 2005, str. 12). Pri tem ni več pomembno samo poslovno okolje podjetja in pričakovana rast podjetja, ampak tudi stanje na finančnih trgih, sentiment vlagateljev in predvsem posovanje primerljivih podjetij.

»Relativno vrednotenje je metoda določanja vrednosti podjetja na podlagi primerjave z vrednostmi, ki jih v danem trenutku dosegajo podobna podjetja. V ozadju te metode vrednotenja je predpostavka, da morajo biti zaradi učinkovitosti trgov podobna podjetja vrednotena podobno« (Lavrenčič, 2006). Metoda relativnega vrednotenja oziroma metoda tržnih vrednosti primerljivih podjetij (angl. *trading comparables analysis*) predpostavlja, da bo vrednoteno podjetje v določenem času doseglo enake ali podobne multiplikatorje kot primerljivo podjetje (Benedek, 2005, str. 12). Cilj relativnega vrednotenja je dobiti oceno vrednosti delnice podjetja na podlagi primerjave s cenami delnic podobnih podjetij na trgu (Zupančič, 2007).

Skratka, relativno vrednotenje pomeni, da želimo dobiti vrednost delnice podjetja na podlagi primerjave z drugimi podobnimi oziroma primerljivimi podjetji, v ozadju pa je logika zakona ene cene (dve identični sredstvi se morata prodati po isti ceni). Pri tem obstaja vrsta različnih multiplikatorjev, preko katerih primerjamo in vrednotimo izbrano podjetje, vsak od multiplikatorjev pa ima svoje prednosti in slabosti. Vsekakor gre za najbolj pogosto uporabljeno metodo vrednotenja, pri tem pa je za razliko od vrednotenja DCF pogosto uporabljena tako pri institucionalnih kot neprofesionalnih vlagateljih.

Znotraj te metode velja opozoriti še na eno metodo, ki jo nekateri sicer štejejo za samostojno metodo, vendar jo je smiselno obravnavati kot podmetodo relativnega vrednotenja. Gre za metodo primerljivih prodaj (angl. *precedent transaction analysis*), ki predpostavlja, da bo vrednoteno podjetje doseglo enake ali podobne multiplikatorje kot primerljivo podjetje v primerljivi prodaji (Benedek, 2005, str. 13). V praksi se za to metodo pogosto uporablja tudi izraz prevzemno vrednotenje (tudi vrednotenje na podlagi transakcij). Pod metodo relativnega vrednotenja pa jo lahko uvrstimo zato, ker se tudi pri tej metodi uporabljajo isti multiplikatorji na isti način kot pri relativnem vrednotenju, le da se ne uporablja multiplikatorjev, po katerih primerljiva podjetja kotirajo v času vrednotenja, ampak multiplikatorje, po katerih so bila primerljiva podjetja prevzeta.

Poznamo pa tudi metodo primerljivih premij (angl. *premium analysis*), ki predpostavlja, da bo vrednoteno podjetje doseglo enako ali podobno premijo na tržno vrednost kot primerljivo podjetje v primerljivi prodaji (Benedek, 2005, str. 13). Vendar je ta metoda izredno subjektivna in posledično problematična, zato je uporabljena zelo redko oziroma je bolj pogosto uporabljena le kot dopolnitev metode prevzemnega vrednotenja. Ta metoda ne bo obravnavana v okviru magistrskega dela.

2.2. KAJ JE MULTIPLIKATOR

Multiplikator oziroma relativni kazalec za vrednotenje (angl. *multiple*)¹ lahko opredelimo kot izraz tržne vrednosti podjetja v primerjavi z nekim zneskom, ki naj bi bil povezan z vrednostjo podjetja. Je ključen pri relativnem vrednotenju, saj se izvaja primerjava podjetij ravno preko multiplikatorjev. Pri tem se pojavljajo različne spremenljivke, ki jih lahko damo v imenovalec ali števec multiplikatorja, vendar mora imenovalec vedno izpolnjevati dva pogoja:

- Povezan mora biti z ustvarjanjem vrednosti za podjetje.
- Skladen mora biti s števcem. To pomeni, da če imamo v števcu tržno kapitalizacijo, ki pripada lastnikom, mora biti tudi v imenovalcu znesek, ki pripada le lastnikom. Če pa imamo v števcu celotno vrednost podjetja (angl. *enterprise value*), potem mora biti v imenovalcu znesek, ki pripada lastnikom lastniškega in dolžniškega kapitala.

Pri tem je treba tudi poudariti, da govorimo o tržnih multiplikatorjih, to je multiplikatorjih, ki temeljijo na tržni ceni delnice. Obstaja tudi notranji multiplikator (angl. *intrinsic value*), ki pa temelji na pravi oziroma pošteni ceni delnice (Schreiner, 2007, str. 38).

Z multiplikatorji standardiziramo podjetja. Razlog za standardizacijo je v tem, da lahko brez nje pride do težav v primeru spremicanja števila izdanih delnic (npr. zaradi cepitve delnic) oziroma da imajo podjetja razdeljen lastniški kapital na različno število enot kapitala oziroma na različno število delnic. Podjetja se prav tako razlikujejo glede na velikost, zato absolutni podatki niso primerljivi in posledično uporabni pri primerjavi z drugimi podjetji. Zato lahko ta podjetja primerjamo in s tem relativno ovrednotimo le tako, da vrednosti standardiziramo.

V primeru multiplikatorjev na podlagi lastniškega kapitala dobimo multiplikator tako, da delimo vrednost delnice (tržne kapitalizacije) s spremenljivko, ki ustvarja vrednost (vrednost na delnico, če v števcu uporabimo delnico). V primeru multiplikatorjev, ki temeljijo na celotni vrednosti podjetja (t.i. multiplikatorji EV), pa tržni kapitalizaciji prištejemo neto dolg, to vrednost pa delimo s spremenljivko, ki naj bi ustvarjala vrednost.

Razlaga multiplikatorja je: multiplikator je cena, ki jo je vlagatelj pripravljen plačati za eno enoto dejavnika ustvarjanja vrednosti, ki se nahaja v imenovalcu. Multiplikator P/E 10 (delnice v EUR) torej pomeni, da je vlagatelj pripravljen plačati 10 EUR za 1 EUR čistega dobička podjetja. Če to podjetje primerjamo s podobnim podjetjem (z vidika velikosti, tveganja, prodaje itd.) z multiplikatorjem P/E 8, je torej prvo podjetje precenjeno, saj mora vlagatelj plačati 2 EUR več za 1 EUR čistega dobička. Vendar pa je ta primerjava relativna, zato lahko govorimo le o relativni precenjenosti (ali podcenjenosti), ne pa o absolutni precenjenosti (podcenjenosti) podjetja (Stowe et al., 2002, str. 181).

Pri tem so pomembna predvsem pričakovanja glede prihodnosti; če so npr. pričakovanja glede rasti dobičkov visoka, potem bodo vlagatelji pripravljeni plačati več na trenutno enoto dejavnika ustvarjanja vrednosti kot pa, če so pričakovanja nizka (Bajkowski, 2000, str. 2).

¹ V slovenščini se uporabljata tudi izraza večkratnik in mnogokratnik.

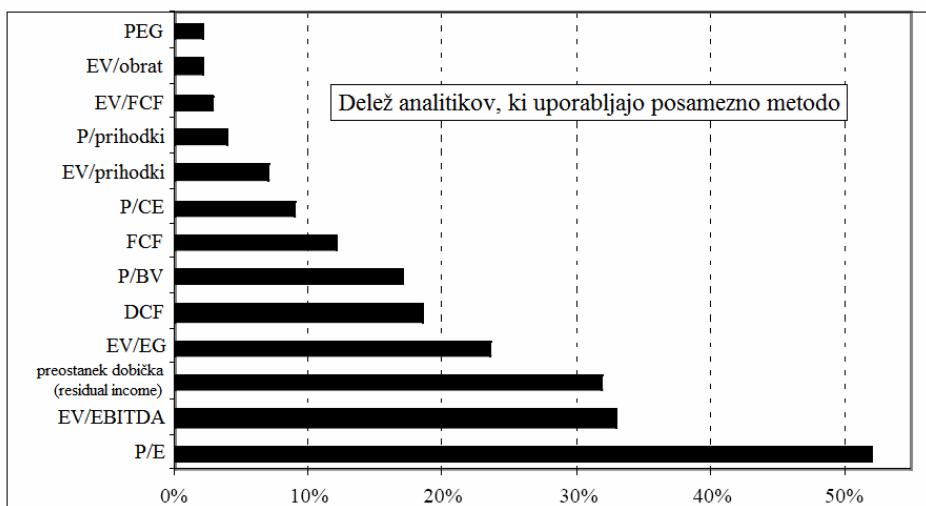
2.3. KDAJ SE UPORABLJA

Relativno vrednotenje se uporablja v primerih, ko imamo na voljo dokaj primerljiva podjetja in želimo hitro oceniti vrednost podjetja oziroma njegovo precenjenost ali podcenjenost. Uporablja se tudi pri vrednotenju DCF, pri katerem se lahko preko multiplikatorja izračuna sedanja vrednost prostega denarnega toka za neskončnost. Poleg tega se lahko uporablja pri prevzemih, ko se prevzema preko ciljnega multiplikatorja (npr. po EV/EBITDA-ju 8).

2.4. POGOSTOST UPORABE

Ta metoda je izredno pogosta med institucionalnimi in drugimi vlagatelji, kar potrjujejo tudi nekatere raziskave. Glede na raziskavo Morgan Stanley Dean Witter (slika 1) se pri vrednotenju delnic najbolj pogosto uporablja multiplikator P/E, nato EV/EBITDA in EV/EG (pravzaprav gre za multiplikator EV/EBITDA, prilagojen za rast EBITDA-ja). Raziskava je pokazala tudi drugo zanimivost – da je vrednotenje DCF po pogostosti uporabe šele na 5. mestu (Fernandez, 2002, str. 3).

Slika 1: Pogostost uporabe posameznih metod vrednotenja.



Vir: Fernandez, 2002, str. 3.

To je posledica enostavnosti in večje razumljivosti relativnega vrednotenja. Seveda pa podrobnejši pregled raziskave pokaže, da se pogostost uporabe posameznih multiplikatorjev bistveno razlikuje glede na dejavnost (Fernandez, 2002, str. 8).

Do tega sklepa je prišel tudi Damodaran, ki je leta 2002 podal rezultate raziskav, da temelji na relativnem vrednotenju kar 90 % opravljenih analiz ter 50 % prevzemov in združitev (McCusker, 2007, str. 3). Schreiner (2007, str. 2) v svoji disertaciji podaja podatke iz raziskave Demirakos, Strong in Walker, da kar 67 % analiz vsebuje relativno vrednotenje, medtem ko vrednotenje DCF vsebuje le 16 %, vse ostale metode pa 17% analiz.

Pri delu na Publikumu se zelo redko oziroma izjemoma uporablja likvidacijska metoda vrednotenja, zelo pogosto pa relativno vrednotenje (glede na različne multiplikatorje, navedene v magistrskem delu). Vrednotenje DCF pa se uporablja le v primeru vrednotenja slovenskih podjetij ali podjetij iz bivše Jugoslavije (saj so le v teh primerih na voljo natančni podatki, načrti uprave itd.). Skratka, uporaba vrst vrednotenja je pri Publikumu skladna z drugimi objavljenimi raziskavami o uporabi posameznih vrst vrednotenja.

2.5. NESTANOVITNOST MULTIPLIKATORJA

Nestanovitnost multiplikatorjev pomeni, da se vrednost multiplikatorja spreminja med podjetji in v času. Multiplikatorji so nestanovitni (njihova vrednost je različna od podjetja do podjetja, kakor tudi v času) zaradi naslednjih razlogov (Suozzo et al., 2001, str. 5–10):

- Razlika v kakovosti podjetja oziroma njegovega poslovanja. Podjetje z boljšim managementom, več priložnostmi, boljo strategijo ali bolj prepoznavno blagovno znamko si zasluži višje multiplikatorje. Ker pa so to zgolj kvalitativni dejavniki, ki jih je težko ovrednotiti in primerjati, jih lahko prevedemo v kvantitativne dejavnike: donosnost lastniškega kapitala (ROE), stroški dolžniškega in lastniškega kapitala (WACC), rast prihodkov in trajanje rasti prihodkov.
- Razlike v računovodskeih standardih, predvsem v primeru multiplikatorjev, ki uporabljajo računovodske vrednosti (npr. P/E uporablja računovodske ugotovljeni dobiček). UBS tako navaja, da obstaja med US GAAP-om in mednarodnimi računovodskeimi standardi kot posledica različnih računovodskeih standardov več kot 250 razlik v dobičku. Pri tem pa imajo največji vpliv naslednje postavke, pri katerih ne smemo spregledati razlik v računovodskeih standardih: amortizacija, dobro ime in odloženi davki.
- Razlike v primeru nihanja posameznih postavk, uporabljenih v multiplikatorju. Tu velja pravilo, da ni nujno, da se bodo pretekli dogodki v prihodnosti ponovili. Podjetja imajo lahko enkratne dogodke, ki v določenem trenutku vplivajo na multiplikator. Ker pa gre samo za enkraten dogodek, gre za izkrivljen multiplikator, ki ga ne bi smeli uporabiti. Podobno velja za podjetja v cikličnih dejavnostih, saj bodo njihovi poslovni rezultati nihali skozi posamezna obdobja gospodarskega cikla, posledično pa tudi multiplikatorji.
- Razlika v multiplikatorjih pa je lahko tudi zgolj posledica precenjenosti ali podcenjenosti posamezne delnice.

Vlagatelji morajo razumeti razloge za nestanovitnost multiplikatorjev, saj je pomembno ločiti med upravičeno in neupravičeno razliko med multiplikatorji, da lahko ugotovimo resnično podcenjene ali precenjene delnice.

2.6. POMEMBNOST POZNAVANJA DEJAVNIKOV USTVARJANJA VREDNOSTI

Pri relativnem vrednotenju morajo biti vlagatelji vedno pozorni na dejavnike ustvarjanja vrednosti, drugače pridejo do napačnega sklepa o precenjenosti ali podcenjenosti posamezne delnice na podlagi multiplikatorjev, kar kažeta tabeli 1 in 2 (na naslednji strani).

Tabela 1: Multiplikatorji v dejavnosti naftnih ploščadi.

Ime podjetja	Država	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales
Transocean Inc	ZDA	20,5	14,4	17,0	7,4
GlobalSantaFe Corp	ZDA	15,1	10,6	13,2	4,7
Noble Corp	ZDA	13,1	9,1	11,0	5,3
ENSCO International Inc	ZDA	8,7	5,9	6,8	3,8
Pride International Inc	ZDA	15,0	7,3	10,4	2,6
Rowan Cos Inc	ZDA	12,2	7,0	8,4	2,4
Hercules Offshore Inc	ZDA	7,3	10,3	13,7	5,0
Helmerich & Payne Inc	ZDA	8,5	5,3	6,5	2,3
Atwood Oceanics Inc	ZDA	24,0	16,1	20,4	7,0
Povprečni multiplikator		13,8	9,6	11,9	4,5
Diamond Offshore Drilling	ZDA	19,2	11,9	14,2	6,8
Razlika v %		39,1%	24,4%	19,3%	51,1%

Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

Vsa podjetja delujejo v isti dejavnosti, to je najemu naftnih ploščadi, in vsa podjetja so iz ZDA. Diamond Offshore je na podlagi multiplikatorjev med dražjimi podjetji, saj ima vse multiplikatorje 24–51 % nad povprečnimi multiplikatorji. Glede na to bi lahko sklepali o precenjenosti delnice. Vendar pa spodnja tabela pokaže, da bi bilo lahko tako sklepanje preuranjeno.

Tabela 2: Ključni kazalci v dejavnosti naftnih ploščadi.

Ime podjetja	Marža EBIT v %	Marža EBITDA v %	ROE v %	5-letni CAGR prodaje v %
Transocean Inc	31,8	42,2	18,7	19,7
GlobalSantaFe Corp	30,0	39,2	20,5	19,8
Noble Corp	43,7	55,7	24,6	28,3
ENSCO International Inc	56,1	65,7	26,7	27,1
Pride International Inc	20,7	31,6	12,1	21,2
Rowan Cos Inc	32,2	38,1	18,2	29,7
Hercules Offshore Inc	45,9	55,3	39,0	n.p.
Helmerich & Payne Inc	33,5	41,8	23,9	28,5
Atwood Oceanics Inc	30,8	40,4	21,0	23,9
Povprečni multiplikator	36,1	45,5	22,7	24,8
Diamond Offshore Drilling	47,8	57,2	28,2	31,1
Razlika v %	32,5%	25,6%	23,8%	25,4%

Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

Diamond Offshore ima na podlagi te tabele višje marže od primerljivih podjetij (izjema je ENSCO), višji ROE (izjema je Hercules) in višjo zgodovinsko rast v zadnjih 5 letih. Skratka, podjetje ima dejavnike, ki so povezani z ustvarjanjem vrednosti, za 24–33 % višje od povprečij. Ocena, ali to upravičuje višje multiplikatorje ali ne, pa vseeno ostaja za vlagatelja subjektivna. Primerjava teh tabel namreč poda le informacijo, da ima Diamond Offshore upravičeno višje multiplikatorje, ne pa, za koliko. Vlagatelj mora prav tako poznati ozadje visokih marž in ali so te ohranljive tudi v prihodnosti, saj kaže tabela podatke za preteklost. V tem primeru je razlog za višje multiplikatorje večji delež ploščadi za globoke vode, ki dosegajo višje marže; tako naj bi podjetje ohranilo visoke marže tudi v prihodnosti.

Vendar pa ni dovolj poznati le dejavnike ustvarjanja vrednosti na nivoju podjetja ali dejavnosti, torej mikroekonomije; pomembno je upoštevati, da na dejavnike vrednosti vplivajo tudi makroekonomske spremenljivke posamezne države ali regije. To velja še posebej, ko primerjamo podjetja iz različnih držav. Multiplikatorji bi namreč morali biti višji v primeru držav z nižjo pričakovano gospodarsko rastjo, nižjimi obrestnimi merami in nižjo tveganostjo ter v državah, v katerih so podjetja bolj učinkovita pri naložbah (dosegajo višji ROE) (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 15). Poleg tega pa se razlikujejo tudi davčne obremenitve, ki vplivajo na čisti dobiček.

2.7. POSTOPEK UPORABE

Postopek vrednotenja z metodo relativnega vrednotenja je razdeljen v tri faze. V prvi fazi moramo normalizirati oziroma standardizirati vrednosti s tem, da ceno delnice pretvorimo v ustrezeni multiplikator:

- Pridobimo ceno delnice oziroma vrednost lastniškega kapitala.
- Tej vrednosti dodamo neto dolg, če gre za multiplikator na celotno vrednost podjetja (multiplikator EV), medtem ko vrednost v imenovalcu prilagodimo za morebitne enkratne dogodke.

- Standardiziramo vrednost delnice oziroma celotno vrednost podjetja, tako da to vrednost lastniškega kapitala oziroma ceno delnice delimo z nekim relevantnim zneskom (dobičkom, knjigovodsko vrednostjo, prodajo ...).

V drugi fazi poiščemo primerljiva podjetja:

- Poiščemo primerljiva podjetja, pri čemer se soočimo s problemom določanja primerljivih podjetij.
- Pridobimo finančne podatke primerljivih podjetij, nato pa moramo izkazane finančne podatke prilagoditi glede na različne računovodske standarde in zaradi morebitnih enkratnih dogodkov.
- Izračunamo multiplikator za primerljiva podjetja.
- Izberemo multiplikatorje, ki so v našem primeru najbolj primerni za primerjavo podjetij in s tem za vrednotenje delnice. Pri tem gre za vprašanje, katere vrste multiplikatorjev izbrati in katere multiplikatorje posameznih podjetij izločiti zaradi različnih priložnosti za rast, marž, tveganje itd.

V zadnji, tretji fazi pa na multiplikator za primerljiva podjetja apliciramo podatke iz bilanca našega podjetja ter izračunamo ciljno ceno:

- V primeru multiplikatorjev lastniškega kapitala multiplikator primerljivih podjetij (povprečje, mediano ali multiplikator posameznega primerljivega podjetja) pomnožimo z zneskom iz imenovalcem za naše podjetje, v primeru multiplikatorjev EV pa moramo nato še odšteti neto dolg. Tako pridobljeni znesek delimo z številom delnic podjetja, da dobimo ciljno ceno delnice.
- Podaja morebitnega diskonta ali premije glede na subjektivno oceno vlagatelja.

Schreiner (2007, str. 49–53) pa podaja 4 korake:

- Izbira primerjnega multiplikatorja, pri čemer gre za odločanje za skupino multiplikatorjev (EV ali zgolj kapitalizacija; sledički ali prihodnji) in za vrsto multiplikatorja (kateri dejavnik najbolje opiše vrednost določenega podjetja v dejavnosti).
- Iskanje primerljivih podjetij, bodisi na osnovi primerljivosti z vidika finančnih in poslovnih dejavnikov bodisi na osnovi posameznih klasifikacij dejavnosti.
- Izračun sintetičnega multiplikatorja primerljivih podjetij. Gre predvsem za vprašanje vrste izračuna za povprečje. Zaradi morebitnih ekstremnih vrednosti se preferira mediana ali harmonično povprečje, in ne aritmetično povprečje.
- Vrednotenje.

Skratka, sam izračun ciljne vrednosti je v relativnem vrednotenju zelo preprost, prav tako tudi postopek. Vendar se znotraj teh faz oziroma korakov pojavljajo številna specifična praktična vprašanja in problemi, ki bodo obravnavani v naslednjih podoglavljih. Pri tem se ne bomo spustili v problematiko izbire prave vrste multiplikatorja, saj bo ta tematika obravnavana v poglavju 3.

Pri podajanju postopka uporabe relativnega vrednotenja je treba omeniti, da Damodaran kot glavne napake relativnega vrednotenja navaja (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 5):

- nekonsistentnost pri pridobivanju podatkov in izračunu multiplikatorjev,
- nepoznavanje distribucije multiplikatorjev v dejavnosti in v celotni sferi delnic,
- nepoznavanje povezav med dejavniki ustvarjanja vrednosti in multiplikatorja oziroma kako posamezni dejavnik vpliva na multiplikator (glej poglavje 2.6 na strani 10) ter
- nepoznavanje primerljivih podjetij oziroma uporaba napačnih podjetij.

O zahtevnosti relativnega vrednotenja pa priča Schreiner (2007, str. 67), ki podaja številne kriterije za izbor ustreznega multiplikatorja:

- Ujemanje; upoštevanje konsistentnosti med števcem in imenovalcem.
- Struktura kapitala in njen vpliv na multiplikatorje lastniškega kapitala.
- Nenatančnost; pri multiplikatorjih EV moramo pri neto dolgu pogosto delati približke.
- Razlike v investicijski dejavnosti in pri politiki izplačevanja dividend; večje razlike onemogočajo uporabo multiplikatorjev na podlagi denarnih tokov.
- Dobičkonosnost; v cikličnih in mladih dejavnostih se gibljemo navzgor proti prodaji, v dobičkonosnih dejavnostih pa proti dobičku.
- Sestava skupine primerljivih podjetij; zaradi različnih standardov in davkov pri mednarodni primerjavi ni primeren P/E.
- Informacijska vrednost knjigovodskih vrednosti.
- Računovodski konzervativizem z vidika stroškov R&R-ja.
- Prihodnje perspektive; bolj gre za podjetje, ki bo bistveno zraslo v prihodnosti, bolj so primerni multiplikatorji, ki temeljijo na prihodnosti.

2.7.1. Pridobitev podatkov iz bilanc

Pri izračunu multiplikatorjev in posledično pri ugotavljanju ciljne cene naj bi se praviloma uporabilo konsolidirane revidirane podatke.

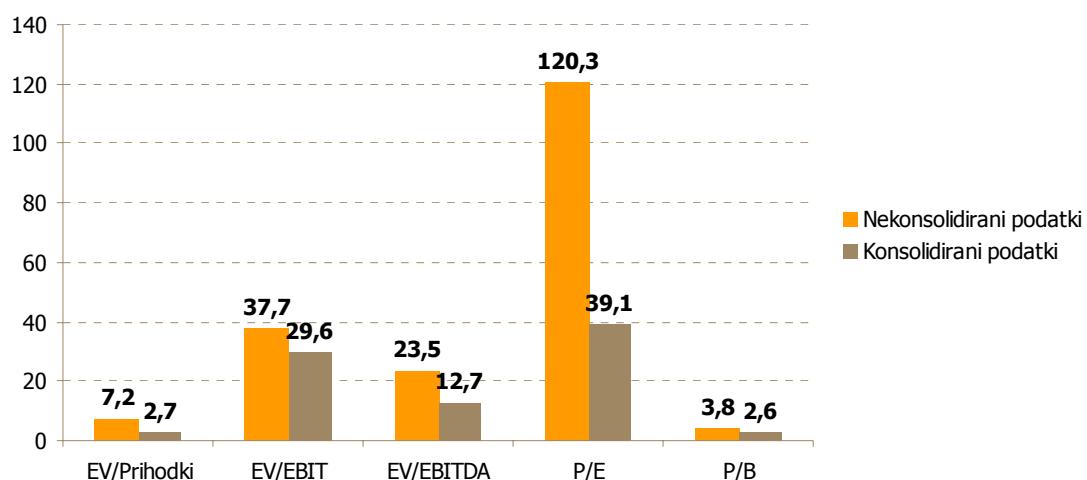
Kratke definicije revidiranih in konsolidiranih podatkov podaja ljubljanska borza (Ljubljanska borza d.d. – temeljna analiza, 2007):

- Revidirane bilance so bilance, pregledane in odobrene s strani revizorjev. Ti torej jamčijo, da so bilance narejene v skladu s predpisi in računovodskimi standardi (na podlagi katerih standardov so narejene, mora biti razvidno v pismu revizorja) ter torej podajajo realno sliko poslovanja. Vendar pa to še ne izločuje morebitnih napak ali zlorab (npr. Enron in revizorska hiša Anderson), poleg tega pa revizorji le potrdijo skladnost s standardi, s čimer pa zajamejo tudi probleme standardov (npr. problem zajema neotipljivih sredstev).
- Nerevidirane bilance so bilance, ki jih podjetje še ni podalo v pregled revizorju. Ponavadi gre za predhodno objavo rezultatov, saj revizija traja vsaj nekaj tednov; s tem se torej poda neka ocena, kakšni bodo rezultati. Podjetje pa lahko take bilance objavi tudi v primeru, da ni zavezano objavljati (npr. četrtnetnih) rezultatov, vendar jih kljub temu objavi (zaradi transparentnosti). V tem primeru podjetje ne želi imeti preveč stroškov z objavo in teh bilanc ne da revidirati. Nerevidirane bilance so uporabne, a jih je treba vedno sprejeti z zadržkom, saj so v njih lahko neskladnosti in napake, zaradi česar lahko bistveno odstopajo od revidiranih bilanc. To velja predvsem za manj razvite države.
- Konsolidirane bilance so bilance, sestavljene za celotno skupino podjetij v lasti matične družbe. Gre torej za bilanco skupine, ki zajema več podjetij in posledično odnose med njimi (pokrivanje medsebojnih obveznosti in terjatev, zajem transfornih cen itd.). Te bilance so primernejše od nekonsolidiranih, saj zajamejo dejansko stanje posameznih postavk in prepričjo pretakanje vrednosti iz ene družbe v skupini v drugo. Vendar pa je treba biti pri uporabi teh bilanc previden:
 - vzeti je treba čisti dobiček, ki pripada delničarjem matične družbe, in ne čisti dobiček skupine,
 - vzeti je treba večinski lastniški kapital, in ne kapital skupine, ki zajema tudi manjšinski kapital posameznih drugih delničarjev hčerinskih družb, ter
 - vsekakor je treba biti previden, da ne pride do dvojnega štetja ali zanemarjanja posamezne postavke ali vrednosti. Npr. podjetja, ki prispeva k EBIT-u, ne smemo

šteti v investicije pri neto dolgu, istočasno pa moramo podjetje, ki ne prispeva k EBIT-u, šteti v neto dolg skupine.

- Nekonsolidirane bilance pa so bilance matične družbe ter ne vsebujejo osnovnih sredstev in prihodkov hčerinskih podjetij oziroma vključujejo terjatve do hčerinskih podjetij in obveznosti do njih. Nekonsolidirani podatki so tako malo uporabni, še posebej v primeru holdingov ali družb, pri katerih predstavljajo naložbe v odvisne družbe večji del sredstev. Res pa je uporabnost nekonsolidiranih podatkov pri vrednotenju holdingov odvisna od načina vrednotenja. Nekonsolidirani podatki so tako pri relativnem vrednotenju uporabni le, če ni na voljo konsolidiranih podatkov in če na podlagi podatkov, ki so na voljo (število hčerinskih družb v skupini, njihovi pretekli prihodki itd.), sklepamo, da bilance skupine ne odstopajo bistveno od bilanc matične družbe.

Graf 1: Primerjava različnih načinov izračunavanja multiplikatorjev.



Vir: Tečajnica – Ljubljanske borza d.d., Za delničarje Letno poročilo 2006 – Pivovarna Laško d.d.

Graf 1 kaže, da lahko pride do precejšnje razlike med multiplikatorji, izračunanimi na podlagi konsolidiranih in nekonsolidiranih podatkov. Multiplikatorji na podlagi nekonsolidiranih podatkov so v povprečju za 108 % višji, predvsem P/E (za 208 %) in EV/Prihodki (za 172 %). Multiplikatorji se razlikujejo toliko zaradi vrednosti v imenovalcu kot zaradi vrednosti števcu (v primeru multiplikatorjev EV). Nekonsolidirani podatki tako vsebujejo visok negativen dolg (128,5 mio EUR), medtem ko je neto dolg za skupino pozitivnih 4,4 mio EUR. To je razumljivo, saj imajo konsolidirani podatki ponavadi višji finančni dolg (vsebujejo še dolg konsolidiranih hčerinskih podjetij), predvsem pa nižje finančne naložbe (naložbe matične družbe v hčerinske družbe se ne štejejo kot naložbe). Vendar te vrednosti kompenzirajo višji prihodki od prodaje, EBITDA, EBIT in čisti dobiček skupine oziroma konsolidiranih družb. Posledično bi lahko na podlagi nekonsolidiranih podatkov Pivovarne Laško sklepali o močni precenjenosti družbe, medtem ko podajajo konsolidirani podatki nižje multiplikatorje; pravilnejša je torej uporaba konsolidiranih podatkov.

2.7.2. Izračun celotne vrednosti podjetja

Pri relativnem vrednotenju se srečujemo z dvema skupinama multiplikatorjev (navedeni sta na str. 43). Ena skupina temelji na tržni vrednosti delnice oziroma tržni kapitalizaciji, druga skupina pa na vrednosti celotnega podjetja (angl. *enterprise value*; EV). Medtem ko je tržna

kapitalizacija zelo znan izraz, pa je vrednost celotnega podjetja manj znana, predvsem pa obstajajo različni načini njenega izračuna.

Teoretično vrednost podjetja dobimo tako, da tržni kapitalizaciji dodamo neto dolg. Tržna kapitalizacija je pri tem tržna vrednost lastniškega kapitala in jo lahko dobimo z zmnožkom števila izdanih delnic in trenutno tržno ceno delnice. Neto dolg pa je seštevek finančnih dolgov podjetja (kratkoročnih in dolgoročnih), zmanjšanih za denarna sredstva in druge finančne naložbe (kratkoročne in dolgoročne). Logika v ozadju uporabe EV-ja je, da pri nakupu podjetja ne plačamo le za nakup delnic, ampak bomo morali plačati tudi dolbove upnikom, pri čemer bodo pri plačilu pomagala prosta denarna (finančna) sredstva, ki jih podjetje ne potrebuje za poslovanje.

Poznamo tri možne celotne vrednosti podjetja (Suozzo et al., 2001, str. 24–25):

- Celotna vrednost podjetja (angl. *enterprise value*). To je najbolj pogosto uporabljen tip celotne vrednosti podjetja. Gre za običajen izračun, pri katerem tržni kapitalizaciji prištejemo neto dolg, ki vsebuje kot odbitno postavko vsa denarna in druga finančna sredstva.
- Operativna celotna vrednost podjetja (angl. *operating enterprise value*). V tem primeru pri neto dolgu kot odbitno postavko upoštevamo vsa neoperativna sredstva, ne samo finančna sredstva.
- Osnovna celotna vrednost podjetja (angl. *core enterprise value*). Pri tem pa izločimo tudi sredstva, ki jih podjetje ne prišteva k svoji osnovni dejavnosti.

Pri izračunu celotne vrednosti podjetja moramo paziti na naslednje stvari:

- Med finančne dolbove moramo šteti tudi druge obveznosti, ki so podobne narave, npr. finančne najeme (angl. *capital leases*), ki jih podjetje v bilancah beleži med dolgoročne poslovne obveznosti, ter operativne najeme (angl. *operating leasing*), ki v bilancah sploh niso zabeleženi. Torej je treba pregledati tudi izvenbilančne postavke, saj se pogosto tu skrivajo morebitne dodatne finančne obveznosti, ki jih moramo zaradi varnosti prišteti k neto dolgu.
- Pri določitvi, katere naložbe odštejemo pri izračunu neto dolga, moramo paziti na konsistentnost imenovalca in števca. Skratka, vlagatelj kot odbitno postavko ne sme upoštevati finančno naložbo, ki prispeva k EBIT-u, razen če se ustrezno prilagodi tudi EBIT. Pri izračunu neto dolga namreč predpostavimo, da bo podjetje odpadal te naložbe in poplačalo finančni dolg, posledično pa ne more več pričakovati prihodkov od te naložbe.
- Ni tržne cene delnice, saj podjetje ne kotira ne na borznem ne prostem trgu, kakor tudi ne na sivem trgu. Posledično ne moremo ugotoviti ne tržne kapitalizacije ne celotne vrednosti podjetja. V tem primeru lahko za tržno ceno uporabimo kar knjigovodsko ceno lastniškega kapitala.

Pri uporabi multiplikatorja je bistveno bolj pomembna konsistentnost s celotno vrednostjo podjetja (ali zgolj tržno vrednostjo lastniškega kapitala) oziroma konsistentnost med števcem in imenovalcem. Oba se morata namreč nanašati na isto vrednost. Če je v števcu zgolj lastniški kapital, mora biti tudi v imenovalcu vrednost, ki pripada le lastnikom podjetja. Če pa imamo v števcu celotni kapital oziroma celotno vrednost podjetja, mora biti tudi v imenovalcu vrednost, ki se nanaša na prejemnike tako lastniškega kot dolžniškega kapitala. Kot primer, ki se ga pogosto uporablja, lahko podamo multiplikator P/S ali P/EBITDA. V števcu imata lastniški kapital oziroma njegovo ceno. V imenovalcu pa imata prihodke ali EBITDA, ki pa pripadata tako lastnikom lastniškega kot dolžniškega kapitala. Zato oba multiplikatorja kršita konsistentnost pri uporabi števca in imenovalca na isti osnovi. Bolj primerna sta tako multiplikatorja EV/Prihodki in EV/EBITDA.

Poleg kršenja konsistentnosti števca in imenovalca bi vlagatelj lahko prišel tudi do napačnih zaključkov. Tako bi pri uporabi multiplikatorja P/EBITDA lahko podjetje z nizkim ali celo ničelnim dolgom delovalo precenjeno, podjetje z visokim dolgom pa podcenjeno (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 7). To pravilo se naj bi posledično kršilo le v primerih, da vlagatelj ne more priti do podatkov o neto dolgu, s tem pa bi bil onemogočena uporaba multiplikatorjev na osnovi celotne vrednosti podjetja (t. i. multiplikatorji EV).

Primer, zakaj je pri primerjavi koristneje uporabljati celotno vrednost podjetja, in ne tržne kapitalizacije, podaja Suozzo v tabeli 3 (Suozzo et al., 2001, str. 25–26).

Tabela 3: Primer koristi uporabe EV-ja.

	Sektor	Podjetje A	Podjetje B
P/E	14,3	10,9	14,6
EV/EBITDA	8,8	8,1	3,0
Neto investicije kot % kapitalizacije	0%	0%	46%
Neto dolg kot % EV	28%	31%	0%

Vir: Suozzo et al., 2001, str. 25.

Podjetje B ima višji P/E, vendar nižji EV/EBITDA kot podjetje A. Razlog je v tem, da ima podjetje B bistveno več finančnih sredstev in posledično negativni neto dolg. Če se upošteva ta negativni neto dolg in s tem multiplikator EV/EBITDA, potem je podjetje B glede na podjetje A podcenjeno. Če pa neto dolg zanemarimo, je podjetje B precenjeno. Skratka, neto dolg lahko bistveno vpliva na odločitev o precenjenosti ali podcenjenosti neke naložbe.

2.7.3. Način izračuna multiplikatorja

Z vidika časa lahko multiplikator izračunamo na več načinov. Na podlagi različnega izračunavanja multiplikatorja poznamo zgodovinski multiplikator (angl. *historic*, tudi *current*) slediči multiplikator (angl. *trailing*, tudi *current*) in napovedani oziroma prihodnji multiplikator (angl. *leading*, tudi *projected* ali *forward*). Zgodovinski multiplikator je izračunan na podlagi preteklih podatkov oziroma podatkov iz zadnjega celotnega poslovnega leta. Slediči multiplikator izračunamo tako, da ceno delnice delimo z dobičkom zadnjih 12 mesecev. Vendar to pomeni, da uporabljamo pretekle podatke, ki pa mogoče za prihodnost niso več relevantni. Podjetje lahko namreč preoblikuje svojo dejavnost ali začne nov cikel, kar pomeni, da pretekli podatki niso uporabni za vrednotenje prihodnje vrednosti. Napovedani multiplikator pa pomeni, da trenutno ceno delnice delimo z dobičkom, ki je napovedan v naslednjem obdobju (bodisi za naslednje poslovno leto bodisi za poslovno leto v teku bodisi naslednjih dvanajst mesecev). Napovedani multiplikator se lahko torej izračuna tudi na podlagi napovedi poslovnega leta, ki je že v teku; to pomeni, da se kombinira slediči multiplikator z napovedmi glede manjkajočih kvartalov. Težava pri tem je, da moramo poznati napovedi za naslednje obdobje, prav tako pa so te napovedi vedno le pričakovanja, ne pa dejstvo. Zato so lahko napovedi zgrešene in so vedno le neka približna ocena. Vlagatelj lahko pri zbiranju napovedi uporabi podatke IBES-a ali Bloomberga o povprečnih napovedih, podanih s strani različnih tujih analitikov.

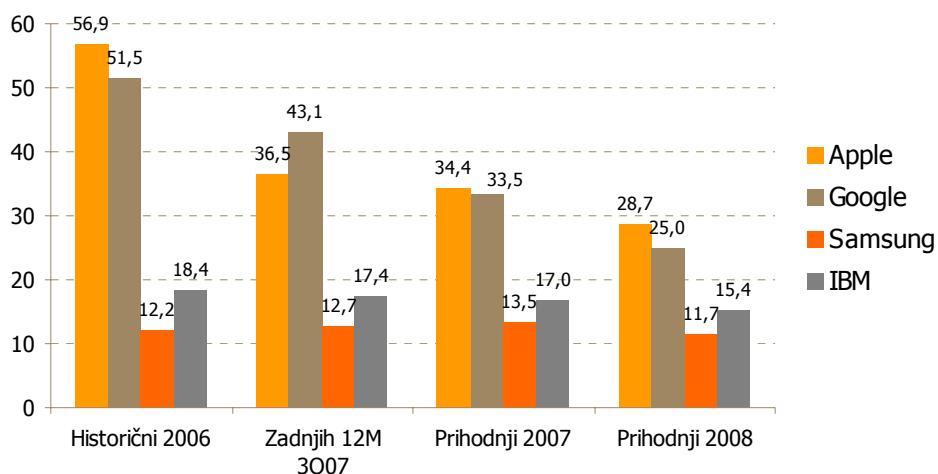
Suozzo et al. (2001, str. 11) pa navaja naslednje multiplikatorje:

- Zgodovinski (angl. *historical prised*). So kombinacija zgodovinskih vrednosti lastniškega kapitala (cen delnice) in neto dolga ter zgodovinskega dobička. Primerni naj bi bili predvsem za ugotavljanje razpona, znotraj katerega se giblje multiplikator podjetja.
- Trenutni (angl. *current prised*). Uporabi se trenutna cena delnice in neto dolga ter primerja z napovedanimi ali zgodovinskimi dobički. Primerni so za ugotavljanje trenutne cene delnice in trenutne vrednosti podjetja.

- Napovedani (angl. *forward-prised*). Gre za uporabo napovedi za ugotovitev prihodnjih cen lastniškega kapitala, neto dolga in dobička ter služi za ugotavljanje sedanje vrednosti podjetja oziroma njegove delnice. Na nek način gre za metodo DCF z uporabo multiplikatorja. Primeren naj bi bil predvsem za vrednotenje podjetij, ki hitro rastejo in so trenutno še v negativnih številkah.
- Delno napovedani (angl. *partial-forward*). Trenutna cena delnice oziroma lastniškega kapitala se kombinira z napovedanim neto dolgom in napovedanim dobičkom. Pri tem so posamezne sestavine neto dolga lahko tudi trenutne vrednosti.

Izbira načina izračuna vpliva na vrednotenje predvsem pri hitrorastočih podjetjih. Pri teh je namreč največja razlika med sledečim in prihodnjim dobičkom na delnico, prav tako pa imajo (vsaj v ZDA) taka podjetja pogosto tudi največ opcij ali drugih izvedenih finančnih instrumentih, ki vplivajo na vrednost izvedenega dobička na delnico (ko moramo pri številu delnic upoštevati tudi izvedene finančne instrumente) (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 2).

Graf 2: Primerjava različnih načinov izračunavanja multiplikatorjev za hitrorastoča podjetja.



Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

Graf 2 kaže vpliv izbire vrste multiplikatorja na vrednost in v končni fazi na ciljno vrednost podjetja. Tako je historični multiplikator za Apple kar 56,9, z upoštevanjem zelo dobrih tekočih rezultatov pa pade na 36,5. Ta primerjava kaže tudi, da pretekli multiplikatorji ne podajajo celotne slike vrednosti podjetja, ampak je treba zajeti pričakovano prihodnjo rast. Na primeru Samsunga in IBM-a, ki imata zaradi velikosti poslovanja ter geografske in produktne razpršenosti prodaje manjšo rast, pa je razlika med posameznimi multiplikatorji bistveno manjša in posledično izbira multiplikatorja manj vpliva na uspešnost vrednotenja. Kljub temu pa tudi pri teh podjetjih na vrednotenje vpliva izbrani način izračuna multiplikatorja.

Čeprav gre samo za nekaj primerov, ti nakazujejo na splošno značilnost različnega izračuna multiplikatorja (v tem primeru P/E) v primerih naraščajočih dobičkov. Pretekli P/E je ponavadi večji od sledečega, ta pa je večji od prihodnjega. Istočasno pa upoštevanje različnih izvedenih finančnih instrumentih vpliva na P/E, in sicer ga ustrezno viša.

Skratka, obstajajo različni načini izračuna multiplikatorja glede na čas zajema podatkov, kar lahko vpliva tudi na vrednotenje. Bolj kot izbira načina je pomembna doslednost izračuna; torej vedno uporabimo sledeče multiplikatorje ali vedno napovedane multiplikatorje. Isto velja tudi za vse ostale uporabljeni podatki. Problem načina izračuna je namreč v tem, da se

ga lahko zlorabi za prikaz želenih rezultatov. Npr. vlagatelj bo lažje dokazal precenjenost z uporabo preteklih podatkov, medtem ko bo podcenjenost lahko dokazoval z optimističnim prihodnjim multiplikatorjem (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 6). Zato je pomembna konsistentnost. Za vse konkurente se mora uporabiti isti način izračuna, pri tem pa naj bi se najbolj uporabljal predvsem sledeči multiplikator. Pretekli multiplikatorji (na podlagi zadnjega zaključenega poslovnega leta) so namreč preveč zgodovinski, prav tako pa se pojavi problem, ko imajo podjetja različna poslovna leta. V tem primeru bi bilo nemogoče uporabiti pretekle multiplikatorje, saj bi se nanašali na različna obdobja. To slabost odpravijo sledeči multiplikatorji, prav tako pa omogočijo uporabo najnovejših (a dejanskih) podatkov. Prihodni multiplikatorji namreč zgolj nakazujejo oziroma ocenjujejo perspektivnost nekaterih podjetij, vendar so pod vplivom subjektivnosti, saj so zgolj ocena.

Glede na pretekle raziskave, navedene v poglavju 5.1, najbolje napovedujejo vrednost delnice predvsem napovedani multiplikatorji. To je po eni strani razumljivo, saj edino ti multiplikatorji upoštevajo zgolj prihodnje poslovanje (in ne preteklega), po drugi strani pa to kaže na relativno dobre napovedi analitikov.

2.7.4. Primerljiva podjetja

Za primerljiva podjetja se navaja in uporablja različne definicije. Tako se pogosto navaja, da so primerljiva podjetja tista podjetja, ki poslujejo v isti dejavnosti oziroma opravljajo isto dejavnost. Vendar ni dovolj, da se vzame podjetje iz iste dejavnosti. Pridobiti je treba podjetja, ki imajo podobno tveganje in rast (nekateri navajajo tudi sposobnost ustvarjanja denarnih tokov), zato je vključitev primerljivih podjetij zgolj na podlagi dejavnosti hiter, a lahko tudi zelo napačen način. Problematična je npr. uporaba zgolj funkcije RV v Bloombergu (brez subjektivne presoje), saj Bloomberg na ta način poda podjetja iz iste dejavnosti, vendar je pri tem dejavnost zastavljena zelo široko ter ni nujno, da so vsa podjetja enako tvegana in imajo enak potencial za rast.

Tudi pretekle raziskave in teoretične razprave podajajo zelo različne ugotovitve. Nekatere empirične raziskave so tako pokazale, da naj bi se natančnost vrednotenja na podlagi P/E-ja za razliko od uporabe panožne klasifikacije povečala, če uporabljamo primerljiva podjetja s podobnimi zgodovinskimi stopnjami rasti (Weitzel, Gellings, Beimborn, Konig, 2003, str. 7). Raziskava Boatsman in Baskin (1981, str. 38–53) prav tako navaja, da je najbolje, da za primerljiva podjetja vzamemo podjetja, ki so v preteklosti pokazala podobno rast dobičkov. Herrman in Richter (2003, str. 217) sta na podlagi vzorca evropskih in ameriških podjetij ugotovila, da je bolje vzeti podjetja s podobnimi temeljnimi podatki (rastjo, maržami) kot pa glede na klasifikacijo dejavnosti SIC. Damodaran (2002, Poglavlje 8, str. 15) zagovarja, da se za primerljiva podjetja podajajo podjetja s podobnim tveganjem, rastjo in denarnim tokom ter zato ni nujno, da delujejo v isti dejavnosti.

Vendar obstajajo tudi avtorji, ki menijo, da prilagoditve glede na stopnjo rasti, tveganje itd. le malo pripomorejo k natančnosti vrednotenja (Weitzel et al, 2003, str. 7). Tudi Alford (1992, str. 94–108) podal mnenje, da je zadostna le panožna klasifikacija. Številni drugi avtorji pa zagovarjajo kombinacijo panožne klasifikacije in temeljnih podatkov (McCusker, 2007, str. 6).

Če združimo različne opredelitve primerljivih podjetij dobimo podrobnejši seznam pogojev, ki zagotavljajo zelo dobro primerljivost. Skratka, primerljivo podjetje mora izpolnjevati naslednje pogoje:

- deluje v isti dejavnosti in sektorju (ima zelo podobno produktno strukturo prodaje),

- ima podobno geografsko strukturo prodaje,
- ima podobno pričakovano stopnjo rasti oziroma perspektivo za nadaljnjo rast,
- je podobno tvegano (pri tem moramo upoštevati vse vrste operativnih in finančnih tveganj),
- ima podobne denarne tokove ter
- je podobne velikosti (glede na obseg prodaje, sredstev itd.).

Pregled seznama hitro pojasni, zakaj je problem relativnega vrednotenja v pridobitvi primerljivih podjetij; le redko bomo namreč dobili primerljivo podjetje, ki zadovoljuje vse zgoraj naštete pogoje. Pri tem pa se moramo zavedati, da potrebujemo za relativno vrednotenje ne le eno, temveč več primerljivih podjetij. Poleg tega obstajajo primeri, ko vlagatelj sicer najde zelo primerljiva podjetja, vendar ta javno ne objavlja informacij. Še posebej pri manjših zasebnih podjetjih (ki ne kotirajo na borzi in javno ne objavljaletnih poročil) bo vlagatelj pogosto naletel na problem dostopnosti informacij (finančnih informacij ali cene delnice).

Vlagatelj se mora zato zavedati, kateri so teoretični pogoji za primerljivo podjetje ter da v praksi takega podjetja ni in lahko izbere le dokaj primerljivo podjetje oziroma podobno podjetje (ponavadi to pomeni predvsem podjetje iz iste dejavnosti). Pri tem pa naleti na subjektivnost presoje, kaj je podobno podjetje in posledično primerljivo podjetje.

2.7.4.1. Katero klasifikacijo uporabiti?

Uporabi se lahko različne klasifikacije, pri čemer so v literaturi in v praksi pogosto navedene sledeče:

- GICS (Global Industry Classification Standard)
- algoritmom Fama in French – FFIG
- SIC (Standard industry classification)
- NAICS (North American Industry Classification Standard)
- ICB (Industry Classification Benchmark)

Mnenja glede najboljše klasifikacije so različna. Bhojraj, Lee in Oler (2003, str. 745–774) so ugotovili, da je najbolj primerna klasifikacija GICS, saj v primerjavi s klasifikacijami SIC, NAICS in FFIG bolje pojasnjuje razlike med multiplikatorji, napovedanimi rastmi in ključnimi finančnimi kazalci. Eberhart (2004, str. 48–54) je po drugi strani podal mnenje da je najboljši klasifikacijski sistem klasifikacija Dow Jones (sedaj ICB). Delovna postaja Bloomberg omogoča uporabo več klasifikacij, najbolj pa se uporablja klasifikacija GICS in BICS (Bloomberg Industry Classification Standard).

Poleg tega pa gre tudi za vprašanje podrobnosti, saj vsaka klasifikacija vsebuje več stopenj (ponavadi štiri); od dejavnosti do supersektorjev, sektorjev in podsektorjev. Večina avtorjev priporoča 2. ali 3. stopnjo klasifikacije. Prva stopnja je namreč preveč ohlapna, zadnje stopnje klasifikacije pa so preveč podrobne, da bi lahko skonstruirali dovolj veliko skupino primerljivih podjetij.

V vsakem primeru moramo bolje pregledati poslovanje podjetja (njegova letna poročila), da preverimo, ali klasifikacija ustreza ali ne. Podjetja lahko namreč tekom poslovanja tudi spremenijo svojo osnovno dejavnost.

2.7.4.2. Koliko podjetij?

Pri odločitvi o številu primerljivih podjetij obstajajo različna mnenja. Nekateri tako uporabljajo čim širšo skupino primerljivih podjetij (torej kar povprečen multiplikator dejavnosti), saj naj bi se pri tem ekstremnosti izločale (med seboj izničile) (Schreiner, 2007, str. 70). Ta metoda pomeni, da ima vlagatelj manj težav z iskanjem primerljivih podjetij, prav tako pa se mu ni treba posvečati primernosti vsakega primerljivega podjetja. Teh je preveč za skrben pregled vsakega, prav tako pa dejansko pride do manjšega vpliva posameznega podjetja. Skratka, v tem primeru se uporabi kar povprečje ali mediana dejavnosti ali sektorja. Vendar je glavna slabost te metode, da vlagatelj pogosto ne pozna vseh podjetij, ki jih je uporabil v relativnem vrednotenju. Posledično je lahko v skupini primerljivih podjetij tudi veliko neprimernih podjetij. Prav tako se predpostavlja, da so vsa podjetja v določeni dejavnosti v podobnem položaju in imajo podobno perspektivo, skratka, da gre za zelo homogeno dejavnost in da je vrednoteno podjetje tipično povprečno podjetje v dejavnosti. To je v nekaterih primerih dobra in hitra rešitev, večinoma pa se s tem pristopom bistveno razvodenji pojmom primerljiva podjetja, kakor tudi zmanjša analitična presoja pri vrednotenju. V praksi namreč predpostavka o tipičnem podjetju v homogeni dejavnosti pogosto ne drži (Schreiner, 2007, str. 70).

Skratka, če želi vlagatelj natančno izvesti relativno vrednotenje, mora uporabiti manj podjetij (izbere čim ožjo dejavnost), da se jim lahko bolje posveti. To pomeni, da ima vlagatelj več težav s pridobivanjem primerljivih podjetij, zato pa so podjetja praviloma bolj primerljiva. Prav tako pa to zahteva več dela s strani vlagateljev, saj morajo v tem primeru proučiti posamezna podjetja in njihove multiplikatorje ter izločiti neprimerne. Če dobimo zelo primerljiva podjetja, ne potrebujemo večjega vzorca oziroma števila primerljivih podjetij. Že na podlagi 2–3 zelo podobnih podjetij lahko pridobimo dobro podlago za vrednotenje. Seveda pa je bolje imeti večji vzorec, še posebej, če ne dobimo zelo podobnih podjetij. Najprimernejši vzorec je tako 5–10 podjetij.

2.7.4.3. Kako izračunati povprečje?

Pri zajemu podatkov za primerljiva podjetja iz dejavnosti je pogosto uporabljenena mediana, in ne aritmetično povprečje, saj se s tem izločijo ekstremni primeri. Uporabi pa se lahko tudi harmonično sredino, ki ublaži ekstremne vrednosti posameznih podjetij. Pri harmonični sredini se namreč najprej naredi inverzija multiplikatorja, nato pa izračuna povprečje (Liu, Nissim in Thomas, 2007, str. 2). Tako so empirični rezultati številnih raziskav pokazali, da je bolje sestaviti sintetični indeks na podlagi mediane ali harmoničnega povprečja kot pa drugih načinov izračuna povprečij (Schreiner, 2007, str. 75).

2.7.4.4. Ostala vprašanja

Pri izbiri skupine primerljivih podjetij je pri vprašanju tržne kapitalizacije oziroma velikosti podjetja za vrednotenje bolje, da vlagatelj izbere podjetja s podobno velikostjo. Velika in mala podjetja se namreč zelo razlikujejo, tako z vidika sposobnosti izkoriščanja ekonomij obsega kot tudi z vidika tveganj poslovanja, sposobnosti rasti itd.

Mednarodna primerjava povzroča dodatne težave, saj se razlikujejo tako računovodske standardi (čeprav so trendi po poenotenuju), kakor tudi davčna zakonodaja (efektivna davčna stopnja). Posledično so problematični predvsem multiplikatorji s čistim dobičkom (npr. P/E), saj nanj vpliva davek. To pomeni, da je boljši multiplikator dobiček pred davki (Schreiner, 2007, str. 71). Na to kaže tudi primerjava multiplikatorjev P/E med posameznimi državami

oziroma regijami. Problematičen pa je tudi P/B, ki prav tako uporablja računovodske ugotovljen lastniški kapital (Stowe et al., 2002, str. 237).

Predvsem pa je mednarodna primerjava problematična v primeru manjših podjetij, saj so bolj regionalna in s tem odvisna od specifičnega makroekonomskega in mikroekonomskega okolja (Schreiner, 2007, str. 71). To pomeni, da četudi se računovodske standardi vse bolj poenotijo, bo različno poslovno okolje vedno povzročalo težave pri primerjavi podjetij iz različnih držav.

Schreiner predлага, da se zaradi vseh morebitnih problemov pri sestavi primerne skupine primerljivih podjetij poleg osnovne skupine primerljivih podjetij (ki jo uporabimo za vrednotenje) sestavi še dodatna skupina primerljivih podjetij (angl. *hedge peer group*). Ta ponavadi vsebuje vodje v dejavnosti, z njo pa lahko dodatno preverimo ciljno ceno, ki smo jo pridobili s prvo skupino primerljivih podjetij (Schreiner, 2007, str. 73). Skratka, vedno naj bi se sestavila še ena skupina za preverjanje pravilnosti prve.

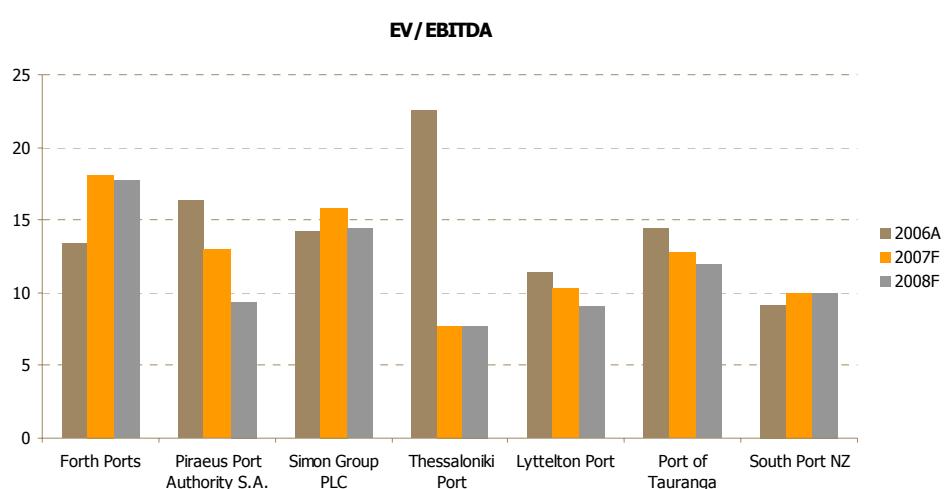
2.7.5. Potrebne prilagoditve

Pogosto so potrebne prilagoditve izračunov ali načina uporabe ali pa vsaj razumevanje, kateri problemi lahko nastanejo pri uporabi multiplikatorjev in kaj to pomeni za vrednotenje.

2.7.5.1. Uvrstitev dinamike v relativno vrednotenje

Relativno vrednotenje ima slabost, da gre za vrednotenje trenutnega poslovanja ali preteklega poslovanja, ne upošteva pa prihodnje rasti podjetja in njegovega poslovanja. Ta slabost se lahko popravi z upoštevanjem prihodnje rasti (s t. i. PEG-om) ali pa z vrednotenjem na prihodnje multiplikatorje. Graf 3 prikazuje, kako se gibljejo prihodnji multiplikatorji EV/EBITDA, pri čemer so upoštevane napovedi za 2007 in 2008 s strani tujih analitikov, ki svoje napovedi objavljajo preko Bloomberga.

Graf 3: Prikaz dinamike gibanja multiplikatorjev.



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Graf 3 kaže, da vrednotenje na pretekle multiplikatorje (v tem primeru multiplikatorje na rezultate za poslovno leto 2006) podaja (v večini primerov) najvišje vrednosti in je tudi najbolj problematično z vidika ugotavljanja prihodnjega gibanja delnic. Thessaloniki Port je

tako glede na pretekle multiplikatorje najdražji, vendar pa najcenejši z vidika prihodnjih multiplikatorjev, saj se pričakuje, da se bodo v prihodnjih letih pokazale pretekle investicije v razširitev kapacitet. Na drugi strani se Forth Ports obetajo slabši časi in multiplikatorji se posledično dvigajo. Torej se je treba pri relativnem vrednotenju zavedati dinamične komponente ter vpliva na multiplikatorje, saj je za vrednost podjetja ključna prav prihodnost.

Možno je tudi vrednotenje na bolj oddaljene multiplikatorje, vendar je napovedan multiplikator zaradi oddaljenosti bolj tvegan. Prav tako je treba upoštevati časovno komponento vrednosti denarja, zato je treba v takih primerih diskontirati vrednosti na manj oddaljen čas.

2.7.5.2. Problem negativnega ali zelo nizkega dobička

Podjetja imajo lahko negativen dobiček, bodisi zaradi enkratnih dogodkov ali kratkoročnih poslovnih težav bodisi zaradi dolgotrajnega propadanja podjetja. To povzroča probleme tako pri določanju multiplikatorja vrednotenega podjetja, kakor tudi pri uporabi primerljivih multiplikatorjev. V primeru računanja povprečij med multiplikatorji (za dejavnost ali celoten trg) namreč pridemo do problema izračuna povprečja, saj imajo podjetja z negativnim dobičkom tudi negativne multiplikatorje. To vpliva na P/E, saj je lahko nižji, kot je pravo povprečje dejavnosti. Možno je sicer izločanje podjetij z negativnimi multiplikatorji, vendar je tudi ta možnost problematična, saj podaja izkrivljeno sliko o stanju v dejavnosti.

Podjetja z zelo nizkim dobičkom oziroma podjetja, ki jim močno upade dobiček, pa imajo lahko multiplikator P/E 500, 1000, 5000 ali več, kar prav tako vpliva na izračun povprečja. Pogosto se jim zato pripše vrednost 500, vendar kljub temu vplivajo na povprečje (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 9). Mediana pri tem le deloma izboljša pregled.

Damodaran za navedene probleme predlaga tri možne rešitve. Prva je subjektivno prilagoditi povprečni P/E in ga ustrezeno zmanjšati. Druga je sešteti vrednosti lastniškega kapitala in čistega dobička oziroma izgube ter nato izračunati povprečni P/E. Tretja rešitev pa je uporaba samo tistega multiplikatorja, ki je v vseh primerih pozitiven in s tem uporaben. Npr. inverzija P/E-ja je uporabna ne glede na dobiček (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 10).

Pri predstavitvi takih multiplikatorjev se lahko uporabi naslednje možnosti:

- Izbrani negativni ali previšok multiplikator se ne prikaže oziroma se poda oznako n. p..
- Navede se negativni ali zelo visok multiplikator.
- Poda se vrednost multiplikatorja 0 v primeru negativnih multiplikatorjev oziroma 500 v primeru podjetij z visokimi multiplikatorji.

V primeru, da ima vrednoteno podjetje izgubo zgolj začasne narave (en ali dva kvartala), pa so rešitve:

- Izračuna se dobiček za zadnjih dvanajst mesecev (angl. *trailing*), ki je pozitiven; res pa je nizek, zato so multiplikatorji visoki. To naredimo v primeru, ko je podjetje poslovalo slabo v določenem kratkoročnem obdobju.
- V primeru, da je dobiček ne le kratkoročne narave, ampak tudi posledica enkratnega oziroma izrednega dogodka, ga lahko prilagodimo za ta znesek (dodamo nazaj) ter s tem dobimo prilagojen čisti dobiček. Ta rešitev je dobra, vendar moramo navesti, da smo prilagodili dobiček in za kolikšen znesek smo ga prilagodili. Tu je pomemben predvsem argument prilagoditve oziroma utemeljitev, da gre za izredni dogodek, ki naj se ne bi ponovil v prihodnosti.

Pogosta napaka pri tem je, da se izredni odhodek doda nazaj k čistemu dobičku, ne izvede pa se davčne prilagoditve. Bilančno je bil davek namreč nižji zaradi nižjega rezultata, s prilagoditvijo pa bi bil čisti dobiček pred davki višji, vendar prav tako davki (Damodaran, 2002, Poglavlje 22, str. 7).

- Poleg tega se lahko v primeru primerjave multiplikatorjev P/E uporabi inverzija tega kazalca, torej E/P, s čimer se lahko bolje primerja in razvrsti delnice podjetij z negativnimi in pozitivnimi dobički (Stowe et al., 2002, str. 189).

2.7.5.3. Problem ciklov

Dobiček je smiselno prilagajati tudi pri cikličnih podjetjih, pri katerih se dobički gibljejo izredno ciklično ozziroma so odvisni od faze cikla, v kateri se nahajajo (nizki ali negativni v času recesije, visoki v času konjunkture).

Posledično se tudi multiplikatorji gibljejo ciklično in so visoki v času recesije (nizki dobički in prodaja) ter nizki v času konjunkture (visoki dobički in prodaja). Temu rečemo Molodovskijev učinek; multiplikatorji so negativno korelirani s trenutno rastjo dobičkov, vendar pozitivno korelirani s pričakovano rastjo dobičkov (Stowe et al., 2002, str. 186).

Damodaran (2002, Poglavlje 22, str. 10) podaja za ciklična podjetja dve možni rešitvi ozziroma prilagoditvi:

- Lahko se ugotovi, v katerem delu cikla se podjetje nahaja, in nato ustrezno prilagodi stopnjo prihodnje rasti. Če se podjetje nahaja v dobi recesije, se torej ustrezno dvigne stopnjo rasti in obratno.
- Lahko se normalizira dobičke; ugotovi se, kakšen povprečni dobiček bi podjetje imelo v normalnem (tipičnem) letu. Pri tem se lahko uporabi kar povprečje, ki mora trajati vsaj en cikel (5–10 let, odvisno od dejavnosti). Ta metoda je najbolj enostavna, a istočasno izredno statična in zato problematična, saj podjetja ponavadi rastejo, okolje pa se spreminja. Druga metoda pa je uporaba profitnih marž ali ROE-ja; postavimo jih kot normalne in nato na podlagi trenutne prodaje ali lastniškega kapitala določimo normaliziran dobiček (npr. preko množitve ROE-ja in lastniškega kapitala ali preko množitve marže in prodaje).

Težava pri normaliziranih dobičkih je, da se predpostavi takojšnja prilagoditev in torej zanemari dejstvo, da bo podjetje doseglo tak dobiček šele čez čas (ko problemi ali recesija minejo) (Damodaran, 2002, Poglavlje 22, str. 13).

2.7.5.4. Prilagoditve zaradi računovodskeih postavk

Tehnično je najpogosteji problem predvsem v tem, da imajo podjetja različne računovodske metode ozziroma različne standarde (če primerjamo podjetja iz različnih držav). Čeprav se tudi zaradi takih problemov standardi vse bolj poenotujejo ozziroma se uveljavljajo mednarodni računovodski standardi (IFRS), problem ostaja in se ga vlagatelji morajo zavedati. Prav tako so problemi tudi zaradi nekaterih nelogičnosti (z vidika vrednosti podjetja) pri uporabi računovodskeih standardov. Vse to povzroči razliko med ekonomskim in računovodsko izkazanim dobičkom. V primeru, da podjetje objavlja izkaze tako na podlagi nacionalnih kot mednarodnih računovodskeih standardov, se priporoča uporaba slednjih, saj so najbolj primerljivi, če se podjetje vrednoti na podlagi primerjave s podjetji iz drugih (različnih) držav. Prav tako pa so v večini primerov mednarodni standardi tudi najbolj natančni in ostri. V tem smislu je zelo uporaben tudi GAAP, saj je med njim in mednarodnimi standardi vse manj razlik (vendar obstajajo, zato je treba poznati in proučiti razlike).

Prva postavka, pri kateri so pogosto težave, je amortizacija in odpisi vrednosti. Gre za pomemben strošek, izkazan v izkazu poslovnega izida, ki pa ni nujno povezan z ekonomskimi elementi, temveč bolj z računovodskimi usmeritvami. Poleg tega je po nekaterih standardih možna tudi reevaluacija vrednosti sredstev navzgor, ki posledično poviša amortizacijo. V primeru suma, da so večje razlike v amortizaciji posledica različnih računovodskih standardov, se namesto multiplikatorjev z EBIT-om uporabljajo raje multiplikatorji z EBITDA-jem ali CF-jem. Drugo možnost pa podaja Suozzo et al. (za družbo UBS), ki svojim analitikom svetuje uporabo normalizirane amortizacije, ki temelji na bruto investicijah, potrebnih za vzdrževanje sredstev (Suozzo et al., 2001, str. 6). Poleg tega lahko sem prištevamo še posamezne odpise, ki so pogosto le enkratne narave in lahko posledično (če podatkov ne prilagajamo) podajajo izkrivljeno sliko, ter amortizacijo dobrega imena, ki je zavajajoča, če standardi še vedno predpisujejo enakomerno amortiziranje vrednosti oziroma če vlagatelj ne preveri smiselnosti (upravičenosti) višine dobrega imena in njegovega odpisa.

Poleg tega je treba rezultate EBIT-a in EBITDA-ja prilagoditi za rezervacije. Te so oblikovane zaradi velike verjetnosti, da bodo sredstva porabljeni za neke obveznosti (npr. izgubljene tožbe, izplačane zavarovalnine). Vendar nekateri računovodski standardi podajajo zelo ohlapne pogoje za oblikovanje rezervacij, zato lahko pride do primerov, ko so rezervacije oblikovane po nepotrebnem. Predvsem v teh primerih je treba EBIT prilagoditi za odhodke za oblikovanje rezervacij (Suozzo et al., 2001, str. 7).

Pri oblikovanju sredstev za pokojninski sklad je treba paziti, da se ti odhodki ne beležijo pri izračunu dobička iz poslovanja, ampak šele pri izračunu čistega dobička. V nasprotnem primeru je potrebna prilagoditev. Poleg tega je treba prilagoditi celotno vrednost podjetja v primeru pokojninskih skladov, ki niso polno financirani. Podjetje ima namreč glede na pokojninske zakone dolžnost izplačati vnaprej določene pokojnine (pri t. i. načrtih defined benefit, ne pa pri t. i. načrtih defined contribution), pri tem pa sproti oblikuje pokojninski sklad. V primeru, da sklad ni polno financiran, bo moralo podjetje v prihodnosti za izplačilo teh pokojnin povišati prispevke ali pa sprejeti dodatno zadolžitev. Zato je treba to razliko obravnavati kot obveznost iz financiranja in jo dodati celotni vrednosti podjetja. Istočasno pa to pomeni, da je treba presežna sredstva na pokojinskem skladu upoštevati kot dodatna finančna sredstva, ki se obravnavajo pri izračunu neto dolga kot negativna vrednost (Suozzo et al., 2001, str. 7). Poleg tega so nekatere podjetja v posameznem obdobju povišala dobiček s tem, da niso vplačala sredstev v pokojninski sklad, saj je bil ta poln zaradi visokih cen delnic v portfelju. Vendar se lahko trend na borzi spremeni, posledično bi moralo podjetje ponovno vplačevati v sklad, kar pa bi pomenilo nižje dobičke (Bodie, Kane in Marcus, 2001, str. 625).

Delniške opcije so prav tako lahko nezabeležen strošek, ki povečuje dobiček in znižuje P/E. Izdane opcije so načeloma oblika izplačevanja plače in bi se jih lahko štelo med stroške delovne sile. Tako nekatere raziskave kažejo, da so dobički ameriških podjetij precenjeni za 1–3 %, zato lahko dobičke podjetij z obsežnim programom izdaje opcij štejemo za manj kvalitetne (Bodie, Kane in Marcus, 2001, str. 625 in 628).

Finančni (oziroma kapitalizirani) najemi so zabeleženi v bilancah, operativni pa ne. To pomeni, da pri izračunu neto dolga ne smemo pozabiti upoštevati operativnih najemov. Brez te prilagoditve bo vlagatelj podcenil višino finančnega dolga podjetja.

Na dobiček in s tem multiplikatorje na podlagi dobička vpliva tudi metoda obravnavanja zaloga (LIFO ali FIFO). Metoda FIFO (metoda zaporednih cen) namreč pomeni ob rastочih cenah nižje stroške materiala in prodanih zalog ter posledično višji dobiček kot v primeru uporabe metode LIFO (metoda obratnozaporednih cen). Posledično ima podjetje z uporabo

metode FIFO nižji P/E kot v primeru uporabe metode LIFO. Zato je treba v primeru primerjave podjetij, ki uporabljajo različne metode, dobičke vseh podjetij prilagoditi na eno ali drugo metodo (Stowe et al., 2002, str. 188).

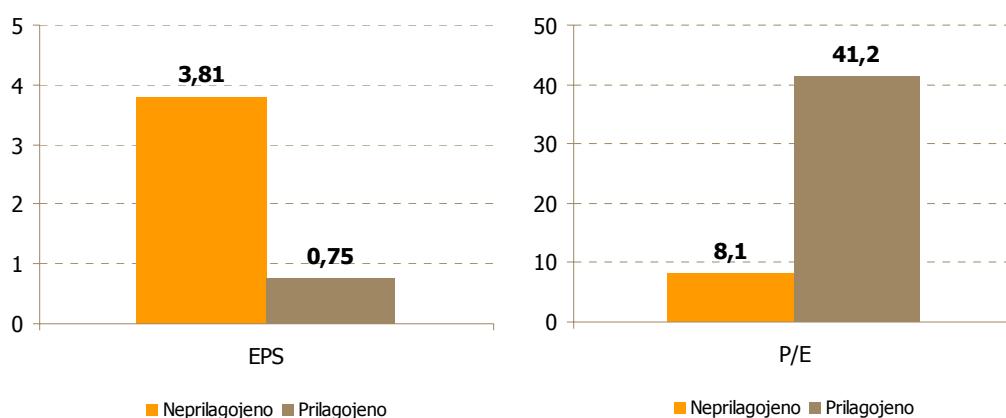
Poleg vseh teh prilagoditev pa je treba paziti še na posamezne enkratne oziroma izredne dogodke, ki jih pri vrednotenju ne smemo upoštevati, morebitna neoperativna sredstva, ki jih pri izračunu neto dolga uvrstimo med odbitne postavke, ter prihodke hčerinskih in odvisnih družb, saj so v računovodskeh izkazih različno zabeleženi (pod ali nad EBIT-om).

Kot enkratne oziroma neredne postavke se uvrščajo (White, Sondhi in Fried, 2003, str. 53–56):

- Nenavadni ali nepogosti dogodki. Sem se uvrščajo nakupi ali odprodaje sredstev, popravki vrednosti, odpisi sredstev, stroški restrukturiranja, stroški odpravnin, stroški integracije prevzetega podjetja itd. Ponavadi se jih poroča pred davki.
- Stroški prestrukturiranja so lahko v konjunkturi napihnjeni, da bi podjetje ustvarilo zalogo za slabše čase (Bodie, Kane in Marcus, 2001, str. 625).
- Posebni dogodki; dogodki, ki so hkrati nenavadni in se ne pojavljajo pogosto. Gre za izredno redke postavke, ki se nanašajo na zaplenitev sredstev (nacionalizacija) itd. Ponavadi se jih poroča po upoštevanju davčnega učinka.
- Prekinjene operacije. Postavka je namenjena predvsem vlagateljem, saj z njeno izločitvijo lažje napovedujejo prihodnje prihodke in dobičke. Podjetja se lahko namreč odločijo, da odprodajo posamezne dele (segmente, divizije, hčerinske družbe), ki pa tekom postopka prodaje še vedno prinašajo prihodke in dobičke. Posledično bi vlagatelji brez teh postavk težko predvideli učinek prodaje tega dela podjetja.
- Računovodske spremembe. Pri tem ne gre za problem primerljivosti zaradi različnih računovodskeh standardov, temveč za spremembo računovodske politike v podjetju. Prehod na drug način vrednotenja zalog ali priznavanja prihodkov lahko namreč povzroči nekatere postavke, ki pa so zgolj enkratne narave. Posledično jih vlagatelj ne sme upoštevati.

Vsekakor je treba pregledati vse možne prilagoditve, saj lahko bistveno vplivajo na izračun multiplikatorja in posledično na vrednost podjetja (kar nazorno prikažeta grafa 4 in 5). Prav tako velja opozorilo, da so nekatere posebnosti in izredni dogodki pogosto navedeni šele v opombah izkazov, zato je treba skrbno pregledati celotno računovodske poročilo.

Graf 4 in Graf 5: Primerjava prilagojenega in neprilagojenega čistega dobička na delnico in multiplikatorja P/E.



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Primer Philipsovega P/E-ja kaže na razliko, ki se lahko pojavi, ko izbiramo med prilagojenimi in neprilagojenimi multiplikatorji. Podjetje je namreč v prvem in drugem kvartalu leta 2007 zabeležilo slabih 3,5 milijarde EUR dobička po davkih kot posledica prodaje deleža v podjetju TSMC. Zaradi visokega dobička je P/E podjetja zgolj 8,1, če ta dobiček izločimo (saj gre za enkraten dobiček), pa znaša P/E Philipsa kar 41,2. Philips ima sicer še vedno velik delež TSMC-ja, ki ga namerava še naprej prodajati (zato bi lahko upoštevali tudi neprilagojeni dobiček), vendar bo ta vir prihodkov sčasoma zagotovo usahnil.

2.7.6. Izbira primernih multiplikatorjev

Zelo pomembno vprašanje, ki se pojavi pri relativnem vrednotenju, je torej izbira multiplikatorjev, ki se bodo uporabili pri vrednotenju specifičnega podjetja. Tu gre za vprašanje, kateri multiplikator in način izračuna uporabiti z vidika:

- Primerljivih podjetij. Problematika glede izbire podjetij v skupino primerljivih podjetij je bila že obravnavana v poglavju 2.7.4. Vendar ni dovolj, da izberemo zgolj primerljiva podjetja, izbrati je treba tudi multiplikatorje posameznega podjetja, ki so primerni za vrednotenje konkretnega podjetja.
- Vrste multiplikatorja. Ta problematika je glavni predmet magistrskega dela in je podrobneje obravnavana v poglavju 3. Gre za dejstvo, da vsi dejavniki ustvarjanja vrednosti (glede na katere se deli vrste multiplikatorjev) niso uporabni za vsako vrednotenje. Pri tem se pogosto uporabi več vrst multiplikatorjev, zato je treba določiti tudi ustrezne uteži (ponderje) za posamezne vrste.
- Načina izračuna povprečne ciljne cene. Izbrati je treba tudi način izračuna ciljne cene na podlagi izbranih multiplikatorjev, saj prav tako vpliva na vrednotenje.

Vedno se pojavi tudi vprašanje, ali uporabiti samo multiplikatorje iz dejavnosti ali vse multiplikatorje (torej multiplikatorje celotnega trga). Podjetja namreč na finančnih trgih tekmujejo za vlagatelje, pri čemer pa dejavnosti niso ovira. Če je enota dobička predraga v eni dejavnosti, se lahko vlagatelj upravičeno vpraša, zakaj vložiti v to dejavnost, in ne v druge.

V vsakem primeru mora vlagatelj poznati multiplikatorje oziroma njihovo distribucijo v posamezni dejavnosti in na posameznih trgih, posledično pa že na podlagi pregleda multiplikatorjev vrednotenega podjetja ugotoviti, ali naj bi bilo podjetje na trgu kapitala vrednoteno visoko ali nizko oziroma podcenjeno ali precenjeno.

2.7.6.1. Z vidika primerljivih podjetij

Pri izbiri multiplikatorjev z vidika primerljivih podjetij je treba pregledati tudi določene spremenljivke, saj nam pomagajo pri izbiri pravih multiplikatorjev. Gre namreč za dejavnike ustvarjanja vrednosti, ki so močno povezani z multiplikatorji, in jih posledično ni mogoče zanemariti. Te spremenljivke so:

- Kazalci donosnosti: ROE, ROA, lahko tudi ROIC
- Marže: marže EBITDA, EBIT ali neto marže, lahko tudi marža NOPLAT
- Drugi kvantitativni kazalci: obrat prihodkov, multiplikator lastniškega kapitala, lahko tudi razmerje med amortizacijo in prihodki
- Drugi kvalitativni kazalci: ugotavljanje možnosti podjetja za rast, izboljševanje marž itd.

Stowe et al (2002, str. 196) pa navajajo sledeče kazalce: kazalce likvidnosti, obračanja sredstev, zadolžitve, sposobnosti pokritja obresti z denarnim tokom in kazalce donosnosti.

Glede na kazalce lahko torej razberemo, da je zelo primeren model Dupont, uporabni pa sta tudi Porterjeva analiza petih silnic in analiza življenjskega cikla dejavnosti. Skratka, vlagatelj mora dobro poznati tudi analizo poslovanja in strategijo podjetja ter dejavnost, da bi lahko ustrezeno vrednotil podjetje v njej oziroma izbral ustreze multiplikatorje. Deloma se ta odločitev prepleta tudi z izbiro vrste multiplikatorja, saj je treba pregledati dejavnike ustvarjanja vrednosti v posamezni dejavnosti ter na podlagi tega odločati o primerljivosti podjetij.

2.7.6.2. Z vidika načina ponderiranja vrst multiplikatorjev

Pogosto se vlagatelj zanaša na več kot en sam multiplikator, saj ponavadi kombinira različne multiplikatorje, pri čemer uporablja zelo različne uteži. Tudi raziskave so pokazale, da kombiniranje multiplikatorjev podaja boljše rezultate kot uporaba enega samega multiplikatorja (npr. raziskava Chenga in McNamare, 2000, raziskava Beattyja, S. Riffe in Thoompsona, 1999), vendar ni enotnega mnenja glede uteži, prav tako pa je to področje še relativno neraziskano (Schreiner, 2007, str. 19–20).

Zaradi pomanjkanja empiričnih raziskav na tem področju se pogosto uporabijo enake uteži, vendar to pomeni, da se mešajo ustrezeni in manj ustrezeni multiplikatorji (Schreiner, 2007, str. 80). Druga možnost je uporaba zgolj ustreznih multiplikatorjev, medtem ko manj uporabne multiplikatorje upoštevamo le kot dodatne multiplikatorje za preverjanje ocene (t. i. multiple hedging) (Schreiner, 2007, str. 80). Tretja možnost pa je dodajanje subjektivnih ocen za utež posameznega multiplikatorja. S tem se izognemo mešanju manj in bolj primernih multiplikatorjev (saj prilagodimo utež ustreznosti), vendar pa je ta način bistveno bolj subjektiven in zaenkrat ne more biti podkrepjen z empiričnimi raziskavami.

Problematika izbire ustreznih vrst multiplikatorjev je podrobneje podana v poglavju 3 ter predstavlja bistveni del magistrskega dela.

2.7.6.3. Z vidika izračuna ciljne cene na podlagi izbranih multiplikatorjev

Vlagatelj mora po izboru vrst multiplikatorjev in primerljivih podjetij izbrati še način izračuna ciljne cene. Vsak multiplikator izbranih primerljivih podjetij namreč podaja ciljno vrednost vrednotene delnice podjetja.

Prvo vprašanje je, ali narediti izbor uporabnih multiplikatorjev ali zgolj uporabiti povprečje (ali mediano). V primerjavi s subjektivnim izborom multiplikatorjev je uporaba povprečja relativno enostavna (avtomatizirana) in zato hitrejša, prav tako pa je v vrednotenju manj subjektivne komponente analitika. Vendar pa lahko pri povprečju (tudi mediani) to istočasno pomeni, da na vrednotenje vplivajo ekstremne vrednosti. Pomen analitika je namreč ravno v tem, da prepozna anomalije in druge kvalitativne dejavnike ter jih aplicira v vrednotenje tako, da izloča posamezne multiplikatorje. Ta način je prav tako problematičen zaradi odvisnosti od načina pridobitve multiplikatorja dejavnosti (predvsem z vidika, katera podjetja vsebuje). Podjetja so lahko v neki dejavnosti (glede na klasifikacijo) zelo različna tako z vidika možnosti rasti, strukture financiranja, kakor tudi tveganja. Pri uporabi multiplikatorja P/E pa pride še do dodatnega problema, saj imajo nekatera podjetja veliko izrednih ali finančnih prihodkov in/ali odhodkov. Posledično je uporaba zgolj povprečnega multiplikatorja ali mediane multiplikatorjev zelo problematična (Goedhart, Koller in Wessels, 2005, str. 2).

Prav tako je lahko vprašljiva uporaba multiplikatorja, izračunanega kot povprečje ali mediana multiplikatorjev podjetij nekega indeksa, saj na to povprečje vpliva način sestave indeksa (način določanja uteži) (Stowe et al., 2002, str. 201).

Pri subjektivnem izboru multiplikatorjev pa naletimo na dodatno težavo oziroma vprašanje, kaj utežiti (podjetje ali vrsto multiplikatorja) ter kakšno utež prirediti posamezni postavki. Oboje je seveda odvisno od subjektivne presoje vlagatelja, ki mora svojo izbiro ustrezno utemeljiti z argumenti.

Tako lahko pri izračunu ciljne cene uporabimo povprečje:

- vseh komponent (vrst multiplikatorjev in podjetij);
- vrst multiplikatorjev;
- primerljivih podjetij.

Pri uporabi vseh multiplikatorjev ali vsaj večine namreč način izračuna večinoma podaja zelo podobne vrednosti, vendar ne istih (kar kaže tabela 4). V posameznih primerih pa lahko pride tudi do večjih razlik.

Tabela 4: Primer vrednotenja podjetja Canon.

Ime podjetja	Država	P/E	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	EV/ Prihodki	Ciljna cena
Ricoh Co Ltd	Japonska	17,76	9,14	12,45	1,06	
Vrednost na kazalec (v JPY):		6.610	8.149	7.991	4.394	6.786
Xerox Corp	ZDA	15,77	10,70	14,94	1,46	
Vrednost na kazalec (v JPY):		5.869	9.383	9.405	5.705	7.590
Seiko Epson Corp	Japonska	n.p.	6,03	17,64	0,60	
Vrednost na kazalec (v JPY):		n.p.	5.689	10.938	2.886	6.504
Hewlett-Packard Co	ZDA	18,09	10,98	14,38	1,20	
Vrednost na kazalec (v JPY):		6.733	9.604	9.087	4.853	7.569
Lexmark International Inc	ZDA	11,11	5,12	8,22	0,68	
Vrednost na kazalec (v JPY):		4.135	4.969	5.588	3.148	4.460
Brother Industries Ltd	Japonska	16,42	n.p.	8,69	0,79	
Vrednost na kazalec (v JPY):		6.111	n.p.	5.855	3.509	5.158
Sony Corp	Japonska	50,02	11,81	45,66	0,77	
Vrednost na kazalec (v JPY):		18.616	10.261	26.853	3.443	14.793
OCE NV	Nizozemska	24,55	7,15	20,96	0,71	
Vrednost na kazalec (v JPY):		9.137	6.575	12.824	3.247	7.946
Nikon Corp	Japonska	26,16	13,07	15,96	1,98	
Vrednost na kazalec (v JPY):		9.736	11.259	9.982	7.405	9.596
Canon Inc	Japonska	16,85	6,76	9,42	1,63	
Povprečna ciljna cena		8.368	8.236	10.947	4.288	

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

V tovrstnih primerih torej ni vseeno, ali izračunamo ciljno ceno na podlagi povprečja ciljnih cen posameznih podjetjih ali povprečja multiplikatorjev, saj posamezne vrednosti manjkajo (bodisi ker podatkov ni na voljo bodisi ker zaradi podatkov pride negativna vrednost). To kaže primer Canona v tabeli 4. Glede na povprečje vrste multiplikatorjev (vsi multiplikatorji imajo isto utež) je ciljna cena 7.960 JPY, glede na povprečje podjetij (vsako podjetje isto utež) 7.822 JPY, glede na povprečje vsake kombinacije pa 7.940 JPY. Razlike v tem primeru niso velike, a vseeno so, saj je maksimalna absolutna razlika 138 JPY ali 1,8 %.

Vsak načina izračuna ima svoje prednosti in slabosti. Če izračunamo ciljno ceno na podlagi povprečja ciljnih cen vsake posamezne kombinacije vrste multiplikatorja in primerljivega

podjetja, v vrednotenje vnesemo avtomatiko in s tem možen vir naključja. Če posamezen multiplikator izločimo, ker ni na voljo podatkov ali ker ima podjetje slučajno slabše rezultate in je multiplikator nenormalno visoke vrednosti, se temu podjetju avtomaticno zmanjša utež, brez kontrole analitika. Prav tako se lahko brez kontrole analitika zmanjša utež posamezni vrsti multiplikatorja.

Izračun na podlagi povprečij ali ponderiranja vrste multiplikatorjev je prav tako lahko problematičen, saj je ponavadi na voljo le 3–5 uporabnih multiplikatorjev, primerljivih podjetij pa je ponavadi 5–10, zato imajo ekstremne vrednosti posameznih vrst multiplikatorjev večjo veljavo. Poleg tega se pri tem načinu izračuna zanemari razlike med večjo ali manjšo primerljivostjo posameznih primerljivih podjetij. Vendar pa je ravno ta način izračuna najbolj pogost, saj se vrednotenje opravi na podlagi ciljnih (ali tipičnih) multiplikatorjev v dejavnosti, pri tem pa se selekcionira primernost posameznega podjetja pri uporabi posamezne vrste multiplikatorja. Ta ciljni multiplikator je neko povprečje v dejavnosti (zahteva se širša sestava podjetij) ali pa tipični prevzemni multiplikator. S tem se zmanjša vpliv precenjenih ali podcenjenih podjetij oziroma vpliv posameznih transakcij, ki so preveč pod vplivom subjektivnih dejavnikov, razmer, pogajalskih izhodiš itd. S tem načinom se torej najbolje kontrolira uporabnost posameznega multiplikatorja v primeru posamezne dejavnosti ali na nivoju posameznega primerljivega podjetja.

Vrednotenje na podlagi podjetij pa pomeni, da se bolj posvečamo posameznim transakcijam oziroma primerljivim podjetjem. Po eni strani to dopušča večjo natančnost z vidika določanja primerljivih podjetij (zahteva se ožja, a bolj homogena skupina), po drugi strani pa se zanemarijo razlike med vrednostmi, ki jih navajajo posamezne vrste multiplikatorjev. Ker pa imajo posamezne vrste multiplikatorjev zelo različno uporabno vrednost glede na dejavnost, je to močna omejitev uporabnosti tega načina izračuna ciljne vrednosti. Metoda je zato uporabna predvsem, kadar imamo majhno skupino zelo podobnih podjetij (npr. AMD in Intel) ter kadar nimamo homogene skupine in želimo kontrolirati predvsem uteži posameznih primerljivih podjetij.

Tretja dimenzija kompleksnosti izračuna ciljne vrednosti pa se pojavi, ko vključimo časovno komponento (na voljo imamo sledeče in prihodnje multiplikatorje). V tem primeru moramo izbrati tudi uteži med posameznimi obdobji. V takih primerih so kriteriji predvsem:

- Pomembnost prihodnje rasti. Bolj dinamične dejavnosti in podjetja zahtevajo večjo dinamiko pri vrednotenju in posledično večjo utež prihodnjih multiplikatorjev.
- Obdobje, na katerega se nanaša ciljna cena. Ponavadi se ciljne cene postavljajo na 12-mesečno obdobje, zato je smotrno uporabiti predvsem multiplikatorje, ki se nanašajo na obdobje, na katerega se nanaša ciljna vrednost.
- Zanesljivost napovedi. Manj zanesljive napovedi (manj podanih ocen, negotovost glede prihodnjega razvoja podjetja in dejavnosti itd.) zmanjšajo uporabnost prihodnjih multiplikatorjev, zato se podaja večja utež sledečim multiplikatorjem.

Vsi ti kriteriji navajajo, da se bodo uporabili predvsem multiplikatorji za prihodnje 12-mesečno obdobje, vendar pa je občasno smiselno razmislieti tudi o dodatnem popravku glede na sedanje vrednosti multiplikatorjev (s tem se upoštevajo tudi trenutne razmere, prav tako pa se pri tem uporablajo dejanski podatki) ter na multiplikatorje za bolj oddaljena obdobia (s čimer se uvede večja dinamika). Seveda pa je izbira pogosto tudi posledica razpoložljivosti in enostavnosti uporabe podatkov. Ker teorija pri tem ne podaja nobenih ugotovitev ali empiričnih analiz, v praksi pa se uporablajo zelo različni pristopi (vsak je utemeljen s številnimi argumenti), mora vlagatelj presoditi, kateri način izračuna ciljne cene na podlagi

relativnega vrednotenja je v določenem primeru najbolj smotrn. Pomembna je predvsem konsistentnost pri uporabi ter zadostna utemeljitev izbire izračuna.

2.7.7. Podaja subjektivne ocene

Vlagatelj lahko različne kvantitativne in kvalitativne podatke uporabi ne le pri izbiri primernih multiplikatorjev, ampak tudi pri subjektivni oceni ustreznega diskonta ali premije za posamezno podjetje, ki ga lahko apliciramo za posamezni multiplikator (nekateri ga aplicirajo neposredno na ciljno ceno). Subjektivna ocena diskonta ali premije znaša tudi do 30 %, v primeru uporabe tega subjektivnega dejavnika pa je treba podati pojasnilo oziroma razlog za uporabo diskonta ali premije (Schreiner, 2007, str. 79). Skratka, ker bo lahko odločitev o diskontu ali premiji, predvsem pa o njihovi velikosti, bistveno vplivala na vrednotenje, istočasno pa bo statistično težko pojasnjena, je treba zbrati dovolj argumentov o upravičenosti tega diskonta ali premije.

Subjektivna presoja, s katero se določi diskont ali premija, ponavadi temelji na naslednjih dejavnikih:

- deželno tveganje,
- dodatno poslovno tveganje,
- velikost podjetja (fleksibilnost, ekonomija obsega, tržni delež),
- likvidnost,
- lastniška struktura (v primeru, da že obstaja večinski delničar itd.) in
- drugo.

Tabela 5: Primer vrednotenja podjetja Kardemir Kardebuš.

Ime podjetja	Država	P/E	EV/ EBITDA	EV/EBIT	EV/ Prihodki	Ciljna cena
ArcelorMittal	Luksemburg	9,5	7,1	9,1	1,3	2,3
Izmir Demir	Turčija	5,7	3,9	4,5	0,4	1,1
Tata Steel Ltd	Indija	9,6	6,9	8,3	3,0	2,7
China Steel Corp	Tajvan	12,5	7,3	9,1	1,8	2,6
ThyssenKrupp AG	Nemčija	9,3	3,9	5,4	0,4	1,4
Eregli Demir	Turčija	12,7	7,3	10,0	1,8	2,7
Voestalpine AG	Avstrija	10,6	n.p.	11,1	1,7	2,6
Severstal	Rusija	13,7	5,7	8,4	1,3	2,3
Evraz Group SA	Rusija	13,1	7,8	8,8	2,4	2,9
Ciljna cena		2,3	2,3	2,5	2,0	2,3

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

V primeru, da vrednotimo podjetje Kardemir Kardebuš (tabela 5), ki je turški proizvajalec dolgega jekla, bi na podlagi primerjave z drugimi jeklarji prišli do ciljnih cen okoli 2,3 TRY. Vendar pa večina analitikov na tako pridobljeno ciljno ceno aplicira diskont (20–30 %), saj gre za proizvajalca iz Turčije, ki je manjši od primerjanih podjetij, predvsem pa gre za proizvajalca zgolj dolgega jekla in ravnih izdelkov iz jekla, kar pomeni nižje marže in višje tveganje.

Pogosto se podaja diskont ali premijo tudi v primeru, da multiplikatorji nekega podjetja že dlje časa odstopajo od multiplikatorjev primerljivih podjetij, pri tem pa naj bi bila dejavnost (in poslovanje) podjetja primerljiva. V tem primeru se ugotovi historični diskont ali premijo, ki jo trg pripisuje delnici. Res pa je, da pri tem velja predpostavka, da bo prihodnje stanje podjetja in njegovega okolja enako preteklemu, nespremenjen pa bo tudi sentiment

vlagateljev. Zato je vedno treba proučiti, ali še vedno velja upravičenost tega diskonta ali premije.

Pogosto pa se diskont ali premija aplicira tudi v primeru, da gre za podjetje, ki ima več razredov delnic ali pa ima poleg navadnih še prednostne delnice. V teh primerih se namreč ne vrednoti vsak razred delnic posebej, temveč se ovrednoti le en razred delnic oziroma navadne delnice, nato pa aplicira ustrezne historične diskonte za pridobitev ciljne vrednosti za ostale razrede oziroma prednostne delnice. Npr. pri podjetju CVRD (Cia Vale do Rio Doce) se s prednostnimi delnicami trguje po okoli 15 % nižji vrednosti kot z navadnimi, pri delnicah podjetja Adris Grupa pa diskont giblje okoli 15–20 %.

Vseeno je treba poudariti, da je podajanje takega diskonta ali premije bolj izjema, kakor pravilo in da mora biti uporabljen le v primeru, da obstaja zanj dovolj utemeljenih argumentov. Problem subjektivne presoje pri podajanju diskonta ali premije je namreč v tem, da lahko temelji zgolj na neki domnevi ali pa je pod vplivom pristranskosti vlagatelja do podjetja (Damodaran, 2006, str. 67).

2.8. ALTERNATIVNI NAČINI UPORABE MULTIPLIKATORJEV

Na podlagi navedenega načina izbere primernih multiplikatorjev in načina izračuna ciljne vrednosti preko relativnega vrednotenja torej dobimo ciljno ceno in posledično oceno o podcenjenosti ali precenjenosti podjetja. Ta način uporabe multiplikatorjev je najbolj pogost in najbolj jasen ter je posledično privzet način, ko govorimo o relativnem vrednotenju. Vendar ima svoje slabosti. Glavna slabost je predvsem nekvantitativna povezava med dejavniki ustvarjanja vrednosti in multiplikatorjem, kar je prikazano v poglavju 2.6 (na strani 10). To pomeni, da je v relativnem vrednotenju prisotna subjektivna presoja vlagatelja, ne samo pri morebitni določitvi diskonta ali premije glede na primerljiva podjetja, temveč tudi pri presoji o pomembnosti povezave ter o vplivu dejavnika na ciljno vrednost. Gre torej za problem, da lahko razliko med multiplikatorji posameznih podjetij tolmačimo zelo različno. Lahko sklenemo, da ima podjetje resda visok EV/EBITDA, vendar je to zaradi različnih razlogov upravičeno in torej podjetje ni precenjeno. Lahko pa sklenemo, da tako visok multiplikator ni upravičen (oziora ni razlogov za tako visok multiplikator) in je zato podjetje precenjeno.

Posledično so se oblikovali še nekateri alternativni načini (podnačini) uporabe multiplikatorjev, s katerimi naj bi vključili dejavnike ustvarjanja vrednosti v relativno vrednotenje bolj kvantificirano ali pa bi pri odločanju o precenjenosti ali podcenjenosti lastniškega kapitala podjetja bolj kvantificirano uporabili nestanovitnost posameznega multiplikatorja skozi čas.

Ti alternativni načini so:

- prilagoditev s ključno spremenljivko,
- regresija in
- historična analiza.

2.8.1. Prilagoditev s ključno spremenljivko

Multiplikator lahko prilagodimo tako, da vključimo tisto spremenljivko, ki ključno vpliva na velikost multiplikatorja. Tako se P/E pogosto prilagodi za pričakovano rast, P/B pa za donosnost lastniškega kapitala (ROE). S tem odstranimo ostale dejavnike, saj postaneta multiplikator in s tem vrednost podjetja odvisna le od te ključne spremenljivke. Pri tem se

predpostavlja linearno razmerje med multiplikatorjem in ključno spremenljivko, prav tako pa se predpostavlja, da na multiplikator vpliva le ta spremenljivka (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 17–18).

Tabela 6: Primerjava P/E-ja in PEG-a za večja evropska naftna podjetja.

Podjetje	Država	P/E	PEG
BG Group PLC	VB	16,6	2,5
BP PLC	VB	10,7	2,5
ENI SpA	Italija	10,8	8,4
ERG SpA	Italija	16,8	0,7
Total SA	Francija	11,3	3,3
Neste Oil OYJ	Finska	9,8	1,2
OMV AG	Avstrija	10,2	2,5
Repsol YPF SA	Španija	10,1	2,8
Saras SpA	Italija	14,9	3,0
Povprečje		12,3	3,0

Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

Tabela 6 prikazuje P/E in PEG za podjetja, uvrščena v indeks Bloomberg Europe 500, ki sodijo v dejavnost nafta in plin ter imajo na voljo zahtevane podatke. Pregled pokaže, da ima ENI SpA relativno nizek multiplikator P/E, vendar je tudi rast zelo nizka, zato je PEG 8,37. Na drugi strani pa ima ERG SpA visok multiplikator P/E (nad povprečjem), vendar ima tudi visoko rast, zato je PEG 0,75 (edini pod 1). Glede na P/E bi bil torej ERG SpA prevrednoten, primerjava s PEG-om pa kaže, da gre za dobro nakupno priložnost.

Pri upoštevanju rasti prihodkov od prodaje se torej predpostavlja, da bodo profitne marže ostale na istih nivojih. Strategije za doseganje rasti prihodkov oziroma prodaje se namreč razlikujejo, pri tem pa podajajo različen prispevek k rasti dobička in vrednosti podjetja. Management lahko namreč sprejme strategijo rasti, ki gre na račun donosnosti (pomembnejši je torej tržni delež). Poleg tega je treba upoštevati, da mora biti dolgoročna rast vzdržna.

Glavna slabost te metode je predpostavka o linearinem razmerju med multiplikatorjem in spremenljivko ter dejstvo, da lahko multiplikator prilagodimo zgolj za eno samo spremenljivko. Zato je priporočljivo izvesti regresijo, pri kateri se lahko uporabi več ključnih spremenljivk in na ta način bolje ugotovi vse dejavnike ustvarjanja vrednosti.

2.8.2. Regresija

Regresijo multiplikatorja lahko izvedemo glede na različne spremenljivke in ugotovimo, od katere je najbolj odvisen. Prav tako lahko izvedemo multiplo regresijo, s katero povzročimo, da je multiplikator odvisen od več kot ene spremenljivke (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 19). Multiplikator P/E tako sprememnjamo glede na rast, tveganje in delež izplačila dividend. Multiplikator P/B sprememnjamo glede na rast, ROE in delež izplačila dividend. Multiplikator P/S pa sprememnjamo glede na rast, tveganje, marže in delež izplačila dividend.

V vsakem primeru nam regresija na podlagi preteklih podatkov poda oceno, pri kakšnem multiplikatorju bi moralo podjetje kotirati. Pri tem pa sta pomembna logična presoja in determinacijski koeficient. Glede na vrednosti na ordinatni in abscisni osi lahko presodimo, kakšna bi morala biti povezava (pozitivna ali negativna), determinacijski koeficient pa nam kvantitativno pojasni moč povezave. Nizek determinacijski koeficient tako pomeni, da je povezava zelo šibka in je torej bolj posledica slučaja kot pa dejanske povezanosti med spremenljivkama. Prav tako pa na prvi pogled nelogične povezave pomenijo, da moramo

preveriti, ali so zgolj posledica slučaja ali vseeno držijo (in so npr. specifične za neko dejavnost).

Prednosti uporabe regresij so:

- Metoda je manj subjektivna, saj kvantificira razmerja med multiplikatorjem in ključnimi spremenljivkami. Čeprav se za ključne spremenljivke uporablajo različni približki, je to še vedno bolj natančno in objektivno kot zgolj vlagateljeva subjektivna presoja (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 21).
- Ker lahko multiplikator sprememnjamo glede na vse spremenljivke, ki vplivajo nanj, je upravičena uporaba vseh podjetij kot primerljivih (ne le podjetij znotraj posamezne dejavnosti). To pomeni tudi, da se lahko ugotovi, ali je posamezna dejavnost precenjena ali podcenjena. Prav tako pa to pomeni, da lahko dobimo za relativno vrednotenje na razpolago več podjetij in s tem tudi dovolj močna razmerja med njimi (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 21).
- Istočasno se lahko uporabi več spremenljivk oziroma dejavnikov ustvarjanja vrednosti (Damodaran, 2006, str. 69).

Problemi uporabe regresij so:

- Neodvisne spremenljivke so med sabo korelirane. Tako je znano, da večja rast pomeni tudi večje tveganje. Tudi Damodaran je prišel do statistično značilnih korelacij med posameznimi spremenljivkami (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 21). Možne so tudi druge statistične težave, ki se pojavljajo pri regresijah.
- Predpostavlja se linearo razmerje med odvisno in neodvisno spremenljivko (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 21).
- Približki posameznih mer (npr. beta za tveganje) oziroma zgolj ocene pričakovane rasti pomenijo, da razmerje ne bo popolnoma linearo. Damodaran v tem primeru svetuje uporabo več spremenljivk (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 21).
- Distribucija spremenljivk ni normalna, saj lahko multiplikator zavzema zelo visoke pozitivne vrednosti, ne pa negativnih vrednosti (Damodaran, 2006, str. 72).
- Že navedene regresijske enačbe kažejo, da se posamezni koeficienti močno razlikujejo glede na zajet vzorec in glede na leto raziskave. To pomeni, da so enačbe bolj uporabne za pregled preteklosti kot pa za napovedovanje gibanj v prihodnosti oziroma za ugotavljanje podcenjenosti ali precenjenosti posameznih delnic (Damodaran, 2006, str. 73).

Predvsem pa je pomembno, da je ta metoda uporabna le, kadar so razmerja med spremenljivkami dovolj močna, predvsem pa stabilna (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 19). V vsakem primeru je treba upoštevati zgolj tiste dejavnike, ki so logično povezani z vrednostjo, ki jo podaja izbrani multiplikator (Damodaran, 2006, str. 69).

Pretekle študije o regresiji sta izvedla Kisor in Whitbeck (1963, str. 55–62) za leto 1962 ter Cragg in Malkiel (1968, str. 67–84) za leta od 1961 do 1965. Kisor in Whitbeck sta za leto 1962 prišla do regresijske enačbe:

$$P/E = 8,2 + 1,5 \text{ (rast)} + 6,7 \text{ (delež izplačanega dobička)} - 0,2 \text{ (standardni odklon EPS-ja)}$$

Cragg in Malkiel pa sta za leto 1962 podala naslednjo enačbo:

$$P/E = 11,06 + 1,75 \text{ (rast)} + 0,78 \text{ (delež izplačanega dobička)} - 1,61 \text{ beta (determinacijski koeficient je znašal 0,7)}$$

Damodaran (2008) podaja za multiplikatorje za ZDA naslednje regresije:

$$P/E = 10,645 + 1,178 \text{ (rast)} + 0,074 \text{ (delež izplačila dividend)} - 2,621 \text{ (beta)} \\ (R^2 = 41,4 \%)$$

$$P/E = 11,298 + 1,169 \text{ (rast)} - 2,834 \text{ (beta)} (R^2 = 40,0 \%)$$

$$PEG = 6,480 + 1,060 \text{ (beta)} - 0,007 \text{ (delež izplačila dividend)} - 2,140 \ln(\text{rast}) \\ (R^2 = 21,4 \%)$$

$$P/B = 0,161 \text{ (ROE)} - 0,970 \text{ (beta)} + 0,155 \text{ (rast)} (R^2 = 59,8 \%)$$

$$P/S = 0,100 \text{ (rast)} - 0,0031 \text{ (delež izplačila dividend)} - 0,966 \text{ (beta)} + 0,212 \text{ (neto marža)} \\ (R^2 = 63,4 \%)$$

$$EV/Prihodki = 0,149 \text{ (napovedana rast)} + 0,080 \text{ (marža EBIT)} - 0,012 \text{ (dolg/lastniški kapital)} \\ (R^2 = 47,1 \%)$$

$$EV/EBITDA = 6,081 + 0,926 \text{ (napovedana rast)} - 0,126 \text{ (davčna stopnja)} - 0,068 \\ \text{(dolg/lastniški kapital)} - 0,0153 \text{ (delež reinvestiranja)} (R^2 = 36,5 \%)$$

Damodaran podaja za multiplikatorje za Evropo naslednje regresije
(Damodaran Online, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>):

$$P/E = 18,364 + 0,578 \text{ (rast)} + 0,036 \text{ (delež izplačila dividend)} - 4,074 \text{ (beta)} (R^2 = 8,6 \%)$$

$$P/B = 0,512 + 0,135 \text{ (ROE)} - 0,415 \text{ (beta)} + 0,093 \text{ (rast)} + 0,017 \text{ (delež izplačila dividend)} \\ (R^2 = 20,3 \%)$$

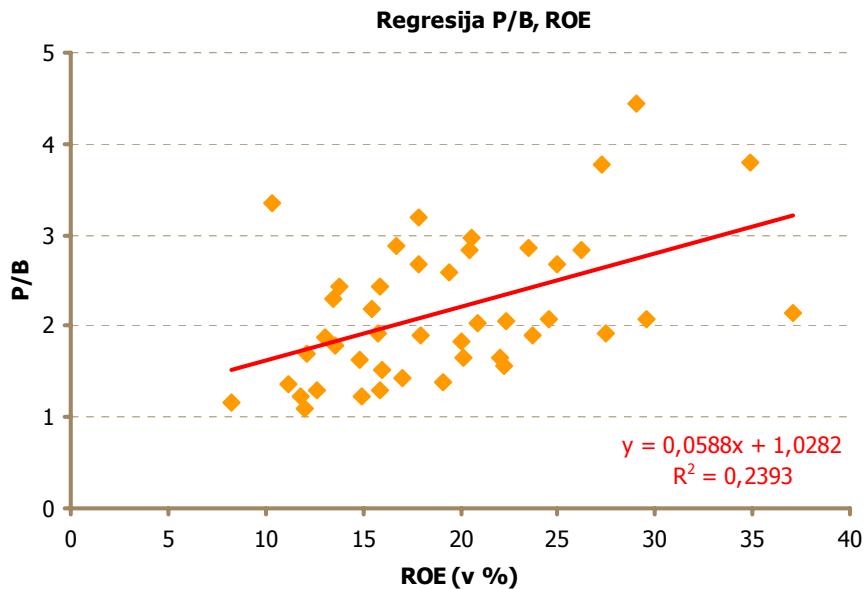
$$P/S = 4,497 - 0,017 \text{ (delež izplačila dividend)} - 1,368 \text{ (beta)} + 0,075 \text{ (neto marža)} \\ (R^2 = 15,4 \%)$$

$$EV/Prihodki = 0,636 + 0,096 \text{ (marža EBIT)} + 0,086 \text{ (dolg/lastniški kapital)} (R^2 = 30,4 \%)$$

$$EV/EBITDA = 19,069 - 0,242 \text{ (davčna stopnja)} + 0,412 \text{ (dolg/lastniški kapital)} - 0,229 \\ \text{(ROE)} (R^2 = 34,4 \%)$$

Primer regresije podajata grafa 6 in 7.

*Graf
6: Regresija za evropske banke.*



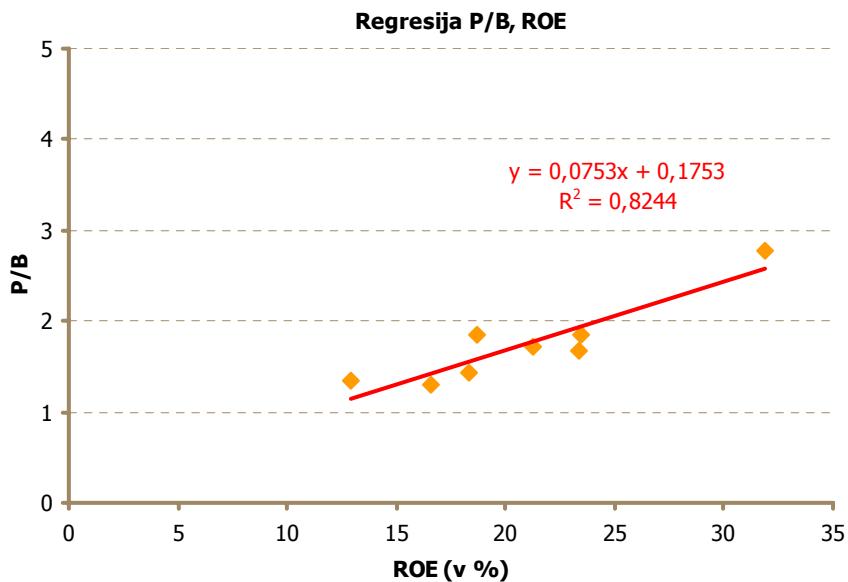
Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Na abscisni osi regresije je donosnost lastniškega kapitala, na ordinatni pa P/B. Nato izvedemo regresijo, pri čemer ugotovimo, da velja za banke v indeksu Bloomberg Europe 500 regresijska enačba:

$$P/B = 1,0282 + 0,0588 * ROE \text{ (z determinacijskim koeficientom 0,2393)}$$

Nizek determinacijski koeficient pomeni, da povezava v tem primeru ni močna, zato je zanesljivost rezultatov na podlagi nje manjša.

Graf 7: Regresija za ameriške investicijske banke.



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 7: P/B in ROE pri ameriških investicijskih bankah.

Podjetje	Država	P/B	ROE
Bear Stearns Cos	ZDA	1,43	18,32
Citigroup Inc	ZDA	1,86	18,66
E*Trade Financial Corp	ZDA	1,29	16,56
Goldman Sachs Group	ZDA	2,78	31,89
JPMorgan Chase & Co	ZDA	1,35	12,96
Lehman Brothers Holdings	ZDA	1,67	23,32
Merrill Lynch & Co	ZDA	1,72	21,25
Morgan Stanley	ZDA	1,84	23,49
Charles Schwab	ZDA	5,58	25,95

Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

Regresija P/B-ja in ROE-ja pri ameriških investicijskih bankah (v indeksu S&P 500) pa da enačbo:

$$P/B = 0,1753 + 0,0753 * ROE \text{ (z determinacijskim koeficientom 0,8244)}$$

Gre torej za močno povezano in posledično lahko sklepamo na vrednost podjetja pri zelo majhni verjetnosti napake. Vrednotenje posamezne delnice pa bi izvedli na sledeč način: pri banki Citigroup, katere ROE znaša 18,66, bi bila pravilna vrednost P/B-ja $0,1753 + 0,0753 * 18,66 = 1,58$. Glede na to, da je trenutni P/B 1,86, lahko sklepamo, da je delnica precenjena. V našem primeru je torej točka banke Citigroup rahlo nad regresijsko premico.

2.8.3. Historična analiza

Multiplikatorje (predvsem P/E in EV/EBITDA) lahko primerjamo tudi s preteklimi multiplikatorji istega podjetja. Pri tem seveda predpostavljam, da obstaja nek historični multiplikator, po katerem bi podjetje moralno kotirati. Izračun vrednosti na podlagi historične analize je izredno enostaven:

- Vzamemo neko časovno vrsto multiplikatorja, ponavadi 3–5 let, in ugotovimo, kako se je multiplikator gibal.
 - Nato izračunamo povprečje, ki kaže, okoli katere vrednosti multiplikatorja se podjetje ponavadi giblje.
 - Na to povprečje nato apliciramo nove vrednosti in pridobimo ciljno vrednost delnice.
- Ta metoda je še bolj uporabna v kombinaciji z grafičnim prikazom. Če namreč pridobimo podatke o gibanju multiplikatorja skozi čas, lahko na podlagi grafa in izračuna povprečnega multiplikatorja ugotovljamo precenjenost ali podcenjenost podjetja; v primeru, da je trenutni multiplikator nad historičnim povprečjem, sklepamo, da je podjetje precenjeno, in obratno.

Pri tem načinu torej predpostavljam, da sta tako okolje kot samo podjetje enaka kot v preteklosti in da se bo preteklost ponovila. V ozadju je namreč tako predpostavka, da se podjetje giblje okoli nekega multiplikatorja, ki naj bi bil zanj pravi, kakor tudi predpostavka, da bodo razmere v dejavnosti podobne razmeram, ki so veljale v preteklosti. Vendar pogosto preteklost ni najboljša napoved za prihodnost.

Damodaran navaja primer, ko se lahko upravičen P/E zniža zaradi višjih stroškov kapitala kot posledica dviga obrestnih mer ali zaradi manjše pripravljenosti vlagateljev sprejeti tveganje (kar dvigne premijo za tveganje). To pomeni spremembo, ki jo historični pristop zanemari (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 12). Tudi višina inflacije vpliva na nominalno izkazane dobičke in posledično na multiplikatorje (Stowe et al., 2002, str. 205). Skratka, če se pri podjetju spremeni tveganje, višina pričakovane rasti ali delež izplačila dividend, se spremeni

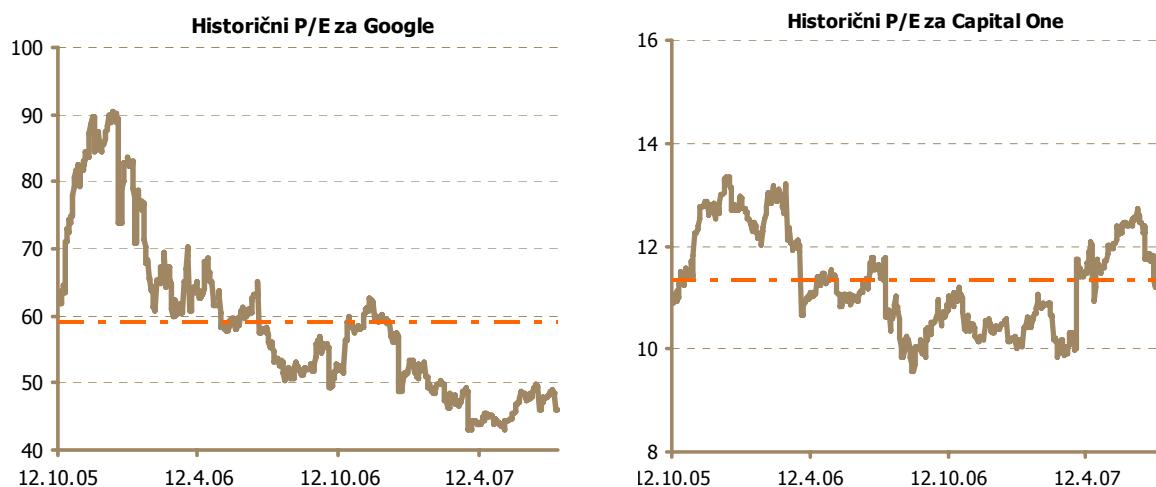
ciljni multiplikator in posledično povzroči, da je historična metoda vrednotenja neprimerna oziroma neuporabna.

Druga slabost je dejstvo, da mora pri tem načinu podjetje (oziroma podatki o multiplikatorju) obstajati dovolj dolgo, da lahko izvedemo to analizo (vzame se 3–5, občasno tudi 10 let). Prav tako pa se pri tem načinu še vedno ohranja subjektivna presoja.

Metoda je zelo uporabna, če se navedene spremenljivke niso spremenile in če za časovno obdobje 3–5 let ugotovimo, da se multiplikator dejansko giblje ciklično okoli neke povprečne vrednosti. Uporabna je torej predvsem za podjetja, ki delujejo v ciklični dejavnosti, v kateri se multiplikator ponavadi giblje okoli neke srednje vrednosti. Povprečna historična vrednost multiplikatorja pa je prav tako uporabna pri primerjavi, kako se giblje multiplikator.

Primer historične analize in morebitne težave pri tolmačenju kažeta grafa 8 in 9.

Graf 8 in 9: Historična analiza za Google in Capital One.



Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

Historična analiza kaže nihanje posameznega multiplikatorja in s tem posredno tudi tveganje. Capital One (banka) ima tako v primerjavi z Googloom (tehnološko podjetje) v obdobju od 12. 10. 2005 do 12. 10. 2007 bistveno manjši razpon vrednosti. Tako je Googlov P/E nihal med 43 in 90, Capital Oneov pa med 9 in 13,5. Pri historični analizi se prav tako pokaže, zakaj Google upravičuje visoke multiplikatorje, saj kaže trend upadanja, medtem ko Capital One ne kaže nobenega trenda, ampak kaže na cikličnost. Zato historična analiza Googla pove bolj malo o podcenjenosti/precenjenosti, pove pa, da so bili relativno visoki multiplikatorji čistega dobička v preteklosti popolnoma upravičeni. Historična analiza Capital Onea pa je zaradi cikličnosti gibanja bolj uporabna za ugotavljanje morebitne podcenjenosti/precenjenosti delnice.

2.8.4. Uporaba pri prevzemih in združitvah

Multiplikatorje se uporablja tudi pri ugotavljanju transakcijskih vrednosti podjetja; ugotavlja se vrednost podjetja na podlagi prevzemnih multiplikatorjev. Nekateri štejejo to metodo vrednotenja kot samostojno metodo, drugi (med drugim tudi to magistrsko delo) pa jo prištevajo k relativnemu vrednotenju, saj je način izračuna in bistvo vrednotenja isto. Razlikujejo se le nekatere podrobnosti pri:

- zajemu podatkov,
- prilagoditvah in
- obravnavi pridobljene vrednosti.

Pri zajemu podatkov gre pri prevzemnem vrednotenju za problem zastarelosti podatkov, saj moramo uporabiti historične podatke glede primerljivih podjetij, pa še to ne le za zadnje poslovno leto, ampak za bolj pretekla obdobja. To je tudi glavna slabost prevzemnega vrednotenja, saj so lahko podatki zastareli oziroma se je v vmesnem času poslovno okolje in sentiment vlagateljev spremenil. Npr. prevzemi v tobačni dejavnosti so v današnjem času najbrž bistveno nižji, kot so bili pred desetletji, ko je bila dejavnost še v vzponu. Zato je pri izbiri primerljivih podjetij smiselno uporabiti podatke le za zadnjih 3–5 let, starejše podatke pa lahko uporabimo pri iskanju trendov glede prevzemnih multiplikatorjev. Vir podatkov so različne baze podatkov prevzemov in združitev (npr. Zephyr in Capital IQ).

Pogosto se pri prevzemih in združtvah uporabi multiplikatorja EV/Prihodki in EV/EBITDA, manj pa ostale multiplikatorje. Razlogi so naslednji:

- Prevzemnik mora upoštevati finančni dolg in finančne naložbe, saj bo s prevzemom prišel do obeh postavk. Finančni dolg bo moral poplačati, pri tem pa bo lahko uporabil odprodajo nepotrebnih finančnih naložb.
- Prevzemnik bo gledal predvsem, koliko prodaje in kupcev pridobi s prevzemom podjetja. Bolj ko se približuje čistemu dobičku, bolj je to del pointegracijskih procesov. Torej bo prevzemnik načrtoval nakup prodaje in nato reorganizacijo podjetja v smeri zviševanja marž. Res pa je, da bo prevzemnik kljub prevzemu prodaje del novo ustvarjene vrednosti, pridobljene z višanjem marž, pripisal svoji sposobnosti in se ji ne bo odpovedal z visoko prevzemno ceno. Skratka, pozitivne sinergijske učinke, ki bodo posledica prevzema, bo skušal zadržati zase, istočasno pa jih bodo skušali pridobiti zase tudi delničarji prevzetega podjetja preko prevzemne premije. Pogajalska moč pa bo določila razdelitev te vrednosti med delničarje prevzemnega in prevzetega podjetja.

Pri prevzemih se pogosto uporablja tudi za sektor specifične multiplikatorje, npr. P/zadetek, EV/dokazani viri, P/črpalka itd., saj gre ponavadi za prevzeme znotraj dejavnosti in se zato bistveno bolj upoštevajo za dejavnost specifični dejavniki, ki so tudi managementu bistveno bolj razumljivi in pomembni. V vsakem primeru pa je treba biti v primeru prevzemov in združitev pozoren tudi na pogajalsko moč prevzemnika in tarče, obseg sinergijskih učinkov, položaj prevzemnika in tarče na ciljnih trgih, morebitne enkratne stroške konsolidiranja in drugih pointegracijskih procesov, priložnosti za rast, obrestne mere itd. Vsi ti dejavniki namreč vplivajo na oblikovanje prevzemne premije in posledično prevzemnih multiplikatorjev. Poleg tega je treba biti pozoren tudi na številne računovodske postavke (npr. dobro ime) in njihov vpliv na vrednost podjetja.

Posebnost prevzemnega vrednotenja pa je tudi v tolmačenju multiplikatorjev in pridobljenih ciljnih vrednosti vrednotenega podjetja. Pri prevzemnih multiplikatorjih se mora namreč vlagatelj zavedati, da številke že nakazujejo prevzemno premijo (oziroma imajo vgrajeno prevzemno premijo) in so torej primerne zgolj ob predpostavki, da bi bilo vrednoteno podjetje prevzeto. Dodatno se je treba zavedati, da namerava prevzemnik ponavadi izboljšati poslovanje tudi z izboljšanjem marž in tako prevzema po nižjem multiplikatorju, kot trenutno kaže transakcijski multiplikator. Npr. če je tarča prevzeta po P/E-ju 18 ter ima prevzemnik načrte za izboljšanje marž in s tem dobička, je dejanski oziroma efektivni prevzemni multiplikator nižji od 18. Po drugi strani pa to pomeni, da bo prevzemnik takega podjetja v prihodnosti težko preprodal podjetje po P/E-ju 18, saj bo novi prevzemnik težje dodatno izboljšal marže in dobiček (Copeland, Koller in Murrin, 2000, str. 284).

Za portfeljskega vlagatelja torej ta metoda nima uporabne vrednosti, kvečjemu podaja neko zgornjo mejo. Pri tem pa je pomembno predvsem ugotoviti, pri katerem multiplikatorju se pogosto pojavljajo zelo podobne transakcijske vrednosti, saj na ta način ugotovimo, na kaj so prevzemniki pozorni pri svojih tarčah. V primeru, da je nek multiplikator zelo različen oziroma raztresen, je tudi povprečje malo uporabno, saj gre za zgolj slučajne multiplikatorje.

Poleg tega velja opozoriti še na pojav, ki povezuje multiplikator ter prevzemno aktivnost, in sicer t. i. bootstrapping effect, s katerim lahko management ustvari iluzijo sinergičnih učinkov oziroma rasti dobička. Gre za primer, ko podjetje z visokim P/E-jem z zamenjavo delnic prevzame podjetje z nizkim P/E-jem. Dobiček na delnico prevzemnega podjetja tako zraste; medtem ko se dobički podjetij po prevzemu seštejejo (vsota čistih dobičkov v števcu), gre namreč pri delnicah za zamenjavo dražjih delnic za cenejše (zato je število delnic v imenovalcu nižje kot vsota delnic obeh podjetij). Posledično pri isti ceni delnice prevzemnika P/E upade. Res pa je, da trg ta učinek pogosto prepozna (CFA, Level II, Knjiga 3, 2008, str. 139).

2.9. NAČIN DOLOČANJA CILJNE VREDNOSTI MULTIPLIKATORJA

Ciljni (tudi upravičeni) multiplikator je maksimalni multiplikator, po katerem bi bil vlagatelj, glede na dejavnike ustvarjanja vrednosti, pripravljen vložiti denar v delnico, da bi še lahko dosegel zahtevani donos. Ciljni multiplikator je torej multiplikator, pri katerem bi imel vlagatelj neto sedanj vrednost nič oziroma 1/IRR.

Ciljni multiplikatorji so lahko izračunani na podlagi ene ali več stopenj (Suozzo et al., 2001, str. 15). Ciljni multiplikator je torej multiplikator, po katerem bi moralo kotirati podjetje, če bi bilo na podlagi dejavnikov ustvarjanja vrednosti podjetja pravilno ovrednoteno. Če je multiplikator višji, je delnica precenjena, drugače je podcenjena.

Enostopenjski ciljni multiplikator dobimo tako, da uporabimo enačbe, ki vključujejo glavne dejavnike ustvarjanja vrednosti. Pri tem se seveda predpostavlja, da se ti dejavniki (npr. marže, rast) v prihodnosti ne bodo spremenjali. Dvostopenjski ciljni multiplikator pa predpostavlja dve obdobji, začetno obdobje in končno obdobje, zato se lahko dejavniki ustvarjanja vrednosti enkrat spremenijo (še vedno pa so konstantni znotraj obdobjij). Gre za bolj realističen izračun, saj se lahko v začetnem obdobju uporabijo višje ali nižje (nadpovprečne ali podpovprečne) rasti in donosnosti, ki se nato v končnem obdobju ustrezno normalizirajo na vzdržne nivoje (npr. rast podjetja na rast gospodarstva). Izračuni za ugotavljanje enostopenjskih in dvostopenjskih ciljnih multiplikatorjev so podani pri vsakem multiplikatorju v poglavju 3.

Do ciljnih multiplikatorjev lahko pridemo še na dva načina (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 210):

- Metoda primerljivih podjetij oziroma dejavnosti. V ozadju je predpostavka t. i. zakona ene cene, po katerem morata imeti dve enaki sredstvi enako ceno. Vendar ne gre za enaki, ampak podobni sredstvi. Torej gre za klasično relativno vrednotenje.
- Metoda napovedanega multiplikatorja. Vrednost, pridobljeno z metodo DCF, delimo npr. z dobičkom na delnico. Metoda DCF naj bi pravilno ovrednotila prihodnje denarne tokove in naj bi izračunala pravo ceno delnice. Posledično govorimo tudi o pravi vrednosti multiplikatorja. Res pa je, da gre za vrednotenje z metodo DCF z vsemi pripadajočimi prednostmi in slabostmi.

Tudi pri ciljnih multiplikatorjih je najpomembnejši dejavnik ustvarjanja vrednosti rast. Ker se predpostavlja nespremenljive marže in davčne stopnje, se rast nanaša tako na prihodke kot na čisti dobiček. Vendar pa je rast lahko posledica različnih dejavnikov (Suozzo et al., 2001, str. 17–18):

ROEdonosnost lastniškega kapitala
 grast
 g_{eff}rast kot posledica večje učinkovitosti
 infinflacija
 kstrošek lastniškega kapitala (zahtevana stopnja donosa)

- Reinvestiranje po stroških lastniškega kapitala. Če podjetje reinvestira po stroških lastniškega kapitala, to podjetju ne dodaja (ali odvzema) vrednosti, posledično pa to ne pomeni rasti multiplikatorjev ali cene delnice; rast je nepomembna. Enačba je:

$$\frac{1}{k} \quad (2.2.)$$

- Reinvestiranje po premiji nad stroški lastniškega kapitala. Če podjetje reinvestira dobiček po višji stopnji, kot znašajo stroški lastniškega kapitala, s tem dodaja vrednost in je upravičeni multiplikator višji. Če pa podjetje reinvestira dobiček po nižji stopnji, kot znašajo stroški lastniškega kapitala, to pomeni uničenje vrednosti. Enačba je:

$$\frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} \quad (2.3.)$$

- Inflatorna rast. Tudi inflacija zagotavlja nominalno rast, ki znižuje upravičen multiplikator. Stroški zamenjave fiksnih sredstev in obratnega kapitala namreč zrasejo, zato so potrebne večje naložbe. Enačba je:

$$\frac{ROE - g}{(ROE + Inf) * (k - g)} \quad (2.4.)$$

- Višja učinkovitost. Rast P/E-ja je lahko tudi posledica večje produktivnosti (ne zahteva dodatnih naložb; npr. višji tržni delež, boljše obvladovanje stroškov). Enačba je:

$$\frac{ROE - (g - g_{eff})}{ROE * (k - g)} \quad (2.5.)$$

Vendar ta enačba istočasno pomeni, da je večja učinkovitost stalna in da bo podjetje na njen račun stalno pridobivalo, kar pa je pogosto nerealna predpostavka (rezerve iz poslovanja niso neskončne in tudi podjetje ne more v neskončno povečevati tržnega deleža). Zato ta ciljni multiplikator podaja previsoko vrednost delnice.

2.10. PREDNOSTI IN SLABOSTI RELATIVNEGA VREDNOTENJA

Pri prednostih in slabostih relativnega vrednotenja gre predvsem za primerjavo relativnega vrednotenja z vrednotenjem na podlagi diskontiranih denarnih tokov. Pri tem je treba poudariti, da se oba načina vrednotenja razlikujeta predvsem z vidika različnega pogleda na učinkovitost trga ter z vidika pomembnosti primerljivih ozziroma konkurenčnih podjetij. Metoda DCF namreč predpostavlja, da lahko trgi (vlagatelji na njih) delajo velike napake, ki

veljajo za celotne sektorje ali celotni trg. Te napake se sicer v določenem času popravijo, vendar to pomeni, da so lahko začasno celotni trgi oziroma sektorji precenjeni ali podcenjeni, zaradi česar je primerjava s konkurenčnimi podjetji lahko zavajajoča. Relativno vrednotenje pa po drugi strani prav tako predpostavlja, da trgi (vlagatelji) lahko delajo napake, vendar le za posamezne delnice in ne za celotne dejavnosti ali cel trg. Zato se lahko ravno preko primerjave s primerljivimi podjetji ugotovi te napake oziroma neučinkovitosti in določi precenjene ali podcenjene delnice (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 21–22). Skratka, relativno vrednotenje temelji na predpostavki, da so trgi na dolgi rok učinkoviti, na kratki rok pa emocije vlagateljev prevladajo nad racionalnimi argumenti, zaradi česar lahko tudi cena delnice odstopa od njene prave (ciljne) vrednosti.

Druga pomembna razlika pa je v tem, da pri vrednotenju DCF iščemo notranjo vrednost podjetja na podlagi pričakovanih denarnih tokov, pri relativnem vrednotenju pa vrednost temelji na oceni trga, kolikšno vrednost imajo podobna sredstva (Damodaran, 2006, str 58–59).

Obstaja pa tudi podobnost med obema metodama vrednotenja. Metoda DCF ima tri ključne generatorje ustvarjanja vrednosti za delničarje: obstoječa sposobnost ustvarjanja denarnega toka, pričakovana rast denarnih tokov in negotovost, povezana z ustvarjanjem denarnega toka v prihodnosti. Podobno je tudi relativno vrednotenje odvisno od treh ključnih generatorjev ustvarjanja vrednosti: rasti, tveganja in potenciala za ustvarjanja denarnega toka (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 12). Podjetje, ki ima večji potencial ustvarjanja denarnega toka, višjo rast ali nižje tveganje, torej upravičuje višje multiplikatorje kot ostala podjetja.

Prednosti relativnega vrednotenja:

- Relativno vrednotenje je enostavno in zato lahko razumljivo. Veliko dejavnikov ustvarjanja vrednosti se namreč pretvori v eno samo številko: multiplikator. Metoda je enostavna, saj ni treba poznati zapletenih enačb. Poleg tega večina vlagateljev pozna vrednotenje oziroma so seznanjeni z osnovami, zato tudi lažje razumejo rezultate (Schreiner, 2007, str. 53).
- Hitrost. Zaradi enostavnosti se lahko relativno vrednotenje za razliko od vrednotenja DCF izvede tudi v relativno kratkem času (saj zahteva manj informacij in predpostavk), s tem pa omogoči hitrejšo odzivnost pri vlaganju.
- Enostavnost pomeni tudi preglednost. Metode vrednotenja DCF oziroma druge bolj komplikirane metode so namreč na prvi pogled bistveno bolj natančne in zahtevajo več vhodnih spremenljivk, vendar so posledično tudi bolj odvisne od natančnosti napovedi vhodnih spremenljivk in veljavnosti postavljenih predpostavk. Zato lahko dajejo vlagatelju napačno predstavo o natančnosti cene (Suozzo et al., 2001, str. 4).
- Uporabnost. Multiplikatorji na enostaven in hiter način podajajo uporabne informacije o podjetju in njegovem poslovanju. Iz tega Schreiner izpelje prednost, da se zlahka uporabijo filtri za iskanje podcenjenih delnic, saj lahko vlagatelji primerjajo podjetja zelo hitro (Schreiner, 2007, str. 56).
- Pomembnost. Ne glede na slabosti vrednotenja je najbolj pogost način vrednotenja podjetij (tako med analitiki kot tudi finančnimi časniki). Množična uporaba metode pa ji posledično daje tudi večji pomen, saj bo hitreje in bolj vplivala na dejansko gibanje cen delnic (Suozzo et al., 2001, str. 4).
- Najbolj upošteva trg oziroma razpoloženje vlagateljev na njem. Relativno vrednotenje poda cene, ki so bližje tržnim kot pa pri metodi DCF, pri kateri se ugotavlja notranja vrednost delnice, brez upoštevanja finančnih trgov. Pri tem Damodaran podaja oceno, da je zaradi te značilnosti relativno vrednotenje bolj primerno za sektorske upravljavce; njihova uspešnost se namreč ocenjuje predvsem z vidika preseganja primerljivega

indeksa. Skratka, tudi sklade se pogosto primerja na podlagi relativnih vrednosti, in ne na podlagi absolutnih donosov (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 2).

- Zelo je primerno za vrednotenje manjšinskega deleža. Cena na borzi namreč odraža, koliko so portfeljski vlagatelji in mali vlagatelji na trgu pripravljeni plačati za podobno naložbo (Lavrenčič, 2006).
- Dostopnost. Multiplikatorji so ponavadi v vseh pomembnih finančnih častnikih, analizah itd., podatki za izračun multiplikatorjev pa so za javna podjetja večinoma vedno dostopni brezplačno v obliki letnih ali medletnih poročilih (Schreiner, 2007, str. 56).

Slabosti relativnega vrednotenja:

- Enostavnost pomeni, da se veliko dejavnikov ustvarjanja vrednosti pretvorí v eno samo številko. Posledično to pomeni, da to številko težko razgradimo v več dejavnikov, da bi lahko analizirali, kateri so glavni dejavniki gonila nekega podjetja in kako posamezni dejavniki vplivajo na skupno vrednost. Enostavnost lahko prav tako zavede vlagatelja, da se ne posveti dovolj posameznim dejavnikom in enostavno zgolj uporabi multiplikator, ne da bi poznal njegovo ozadje (Suozzo et al., 2001, str. 3).
- Enostavnost istočasno pomeni netransparentnost z vidika predpostavk. V ozadju relativnega vrednotenja je namreč tudi veliko poenostavitev oziroma predpostavk (čeprav manj kot pri metodi DCF), ki pa niso vidne. Predpostavke so namreč vgrajene v eno samo številko (multiplikator), zato je lahko relativno vrednotenje podvrženo manipuliraju (Lavrenčič, 2006). Tudi Damodaran trdi, da lahko daje relativno vrednotenje zaradi netransparentnosti vlagateljem nepravilen občutek varnosti (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 1).
- Skratka, predpostavke so pri relativnem vrednotenju implicitne, medtem ko so pri vrednotenju DCF eksplisitne. Netransparentnost še dodatno okrepi subjektivnost pri določanju primernih primerljivih podjetij in multiplikatorjev. Torej je relativno vrednotenje že samo po sebi subjektivno in s tem lahko zavajajoče, netransparentnost pa problem subjektivnosti še bolj poglobi (Suozzo et al., 2001, str. 3).
- Statičnost. Multiplikator kaže točkovno vrednost v danem trenutku in ne upošteva možnih sprememb. V multiplikatorju je torej premalo dinamike (Suozzo et al., 2001, str. 3).
- Vprašljiva primerljivost. Relativno vrednotenje temelji na ustreznem izboru primerljivih podjetij. Vendar je pogosto težko pridobiti zelo primerljiva podjetja, prav tako pa je primerljivost izredno subjektivna. Prav tako so lahko vzrok za različne multiplikatorje neprimerljivi računovodski standardi (Suozzo et al., 2001, str. 3).
- Na multiplikatorje in s tem na relativno vrednotenje imajo lahko vpliv aktivnosti M&A ali nizka likvidnost delnic. To pomeni, da vplivajo na vrednost delnice komponente, neodvisne od podjetja (Weitzel et al., 2003, str. 7).
- Dodatna težava se pojavi pri podcenjenih ali precenjenih dejavnostih. To izkrivi multiplikatorje primerljivih podjetij in lahko zavede vlagatelja pri vrednotenju podjetja. Skratka, v primeru precenjenih primerljivih podjetij bo relativno vrednotenje vodilo do previsoke ciljne cene in obratno.
- Multiplikatorji imajo to slabost, da ni nikjer pravila, pri katerem multiplikatorju je podjetje precenjeno in pri katerem podcenjeno. Še dodatno pa se zaplete zaradi psihološkega dejavnika, saj lahko vlagatelji v času spremenijo pričakovanja in posledično upravičeno vrednost multiplikatorja (Kostolany, 2002, str. 52–53).
- Slabost možnosti navzkrižnega sklicevanja. Npr. če vrednotimo UBS, za primerljivo podjetje uporabimo Credit Suisse. Če nato vrednotimo Credit Suisse, pa uporabimo za vrednotenje UBS. To pomeni, da se lahko vrednotenje oddalji od temeljnih podatkov podjetja ter postane neodvisno od njih in odvisno od drugih podjetij (Schreiner, 2007, str. 55).

Pomembno opozorilo je predvsem, da vlagateljev relativno vrednotenje ne sme zavesti, da ni treba poznati dejavnikov ustvarjanja vrednosti ter da ni treba pregledati napovedi oziroma pričakovanj glede rasti, tveganj itd. Uporaba multiplikatorja brez poznavanja konkretnih dejavnikov pomeni, da se uporabijo vrednosti, ki so implicitno vgrajene v vrednost multiplikatorja. Če so te implicitno vgrajene vrednosti nekonsistentne z dejanskim potencialom podjetja (npr. glede rasti) in ne odražajo morebitnih tveganj, potem je pridobljena vrednost na podlagi multiplikatorja lahko napačna (Feldman, 2005, str. 65–66).

Vsekakor se je treba pri relativnem vrednotenju (tako kot pri drugih metodah vrednotenja) zavedati, da skuša čim bolj realno in objektivno (vedno je pri vrednotenju del subjektivnega mnenja analitika) ovrednotiti delnico ob danih omejitvah metode ter ob danih podatkih in pričakovanjih. Relativno vrednotenje pa ne more zagotoviti, da bo čez neko časovno obdobje cena delnice na trgu kapitala dejansko dosegla to ciljno ceno, saj se lahko razmere spremenijo (bodisi v podjetju ali dejavnosti). Prav tako lahko analistik ugotovi, da je ciljni multiplikator za neko podjetje 15, vendar pa ne more dati informacije, kdaj natančno naj bi podjetje ta ciljni multiplikator doseglo (ponavadi se podaja ciljno ceno za obdobje 12 mesecev), saj mora trg to vrednost priznati, kar pa je odvisno od številnih (tudi psiholoških) dejavnikov.

Z vidika primerjave z vrednotenjem DCF pa imata obe vrsti vrednotenja tako prednosti kot slabosti, zato pride vlagatelj do najbolj natančne ocene vrednosti z uporabo obeh vrst vrednotenja. Poleg tega se lahko vrednotenji med seboj tudi povezujeta, saj se multiplikatorji pogosto uporabijo kot alternativen način določanja vrednosti v neskončnosti pri vrednotenju DCF (angl. *terminal value*). Obenem pa multiplikatorji služijo tudi kot preverjanje realnosti te vrednosti v neskončnosti, pridobljene z napovedovanjem prihodkov in marž.

Res pa je, da je treba biti pri takšni uporabi multiplikatorjev previden, saj se vrednost v neskončnosti ponavadi ugotavlja po obdobju 5–15 let natančnega napovedovanja denarnih tokov. V tem obdobju se lahko namreč močno spremeni perspektivnost in tveganje dejavnosti, zato ni nujno, da je prava vrednost multiplikatorja trenutno povprečje dejavnosti (Copeland, Koller in Murrin, 2000, str. 284).

2.11. SKUPINE MULTIPLIKATORJEV

Obstajajo različni multiplikatorji, pri čemer se spreminja predvsem vrednost v imenovalcu. Najpogostejsa delitev multiplikatorjev pa je glede na vrednost v števcu. Pri tem je treba poudariti, da v magistrskem delu med multiplikatorje ni uvrščen kazalec P/Dividenda. Ta kazalec namreč nekateri štejejo med multiplikatorje, drugi, predvsem praktiki, pa obravnavajo dividende na drug način (kot dodaten pričakovan donos). Razlogi za izključitev tega kazalca so tudi v tem, da gre pri dividendah za specifično komponento vrednosti, ki se povezuje z dividendno politiko, davčno zakonodajo glede izplačevanja dividend, sposobnost ustvarjanja denarnih tokov itd. Skratka, gre za pomemben dejavnik ustvarjanja vrednosti, ki pa je že vključen v druge multiplikatorje (preko deleža izplačanega dobička), povzroča številne težave pri ugotavljanju vrednosti v praksi (npr. podjetja, ki ne izplačujejo dividend, ampak reinvestirajo dobiček, nimajo tega multiplikatorja), predvsem pa gre za obširno tematiko, ki bi lahko bila sama po sebi osrednja tema celotnega magistrskega dela. Zaradi omejitve obsega magistrskega dela je zato ta kazalec izpuščen.

2.11.1. Tržna kapitalizacija ali celotna vrednost podjetja

Najpogostejsa delitev multiplikatorjev je na podlagi spremenljivke v števcu. Glede na števec imamo namreč dve možnosti in posledično dve glavni skupini multiplikatorjev:

- Multiplikatorji na podlagi tržne kapitalizacije. V števcu imamo torej lastniški kapital oziroma njegovo tržno vrednost.
- Multiplikatorji na podlagi celotne vrednosti podjetja. V števcu imamo poleg tržne vrednosti lastniškega kapitala še neto dolg, ki ga dobimo tako, da finančnim obveznostim odštejemo naložbe in denarna sredstva.

Obstajajo različni argumenti, kateri od teh multiplikatorjev so bolj primerni in uporabni. Prednosti multiplikatorjev na podlagi celotne vrednosti podjetja naj bi bile (Suozzo et al., 2001, str. 25–26):

- Upošteva podjetje kot celoto; tako lastniški kapital kot finančni dolg. Torej gre za bolj celovit pogled na podjetje in njegovo vrednost, še posebej, ker celotna vrednost upošteva tudi morebitne posebne postavke, kot so provizije, ki imajo značaj dolga (npr. nezapolnjeni pokojninski sklad), opcije in delež manjšinskih lastnikov.
- Na vrednotenje nima tolikšnega vpliva struktura financiranja in tudi ne višina nepotrebnih, a razpoložljivih finančnih sredstev. Vpliv strukture kapitala ima namreč lahko zelo velik vpliv na vrednotenje. Tako ima podjetje z večjim deležem dolga (vse ostalo je enako) enak EBIT kot podjetje z ničelnim dolgom, vendar posledično tudi manjši multiplikator na podlagi tržne kapitalizacije (seveda le v primeru, da je P/E brez dolga manjši od recipročne vrednosti stroška dolga; drugače P/E z večanjem dolga narašča). Vendar pa ima tako podjetje tudi večje finančno tveganje, predvsem pa bo moralo v primeru prevzema novo podjetje poplačati tudi dolbove. Seveda je učinek v realnosti odvisen od davčnih stopenj (pozitiven učinek dolga), stroškov agenta itd., vseeno pa lahko sklenemo, da ima struktura kapitala nedvomno učinek na vrednost podjetja, pri čemer pa multiplikatorji EV dolg upoštevajo, multiplikatorji na podlagi tržne kapitalizacije pa ne (Schreiner, 2007, str. 61).
- Ker multiplikatorji na podlagi celotne vrednosti podjetja uporabljajo v imenovalcu vrednosti, kot so EBITDA, EBIT itd., in ne čistega dobička, je manj pod vplivom izrednih postavk in postavk, ki se ne nanašajo na osrednje poslovanje podjetja. Tako ima lahko podjetje nizek P/E tudi zaradi visokih prihodkov od odprodaje neke finančne naložbe ali dela podjetja. Pri tem bi lahko vlagatelj zavajajoče sklepal, da je delnica podcenjena. Tovrstne težave so manj verjetne v primeru uporabe EBITDA-ja ali EBIT-a.
- Na vrednotenje manj vplivajo poslovno nepotrebna sredstva.

Vendar ima ta način tudi svoje slabosti (Suozzo et al., 2001, str. 26–27):

- Vrednosti neto dolga, ki se pristejejo tržni kapitalizaciji, morajo biti tržne vrednosti. Medtem ko je v večini primerov lahko dobiti podatke o tržni vrednosti lastniškega kapitala, pa je zelo težko pridobiti podatke o tržni vrednosti posameznih naložb in zadolžitev. Zato se pogosto uporabi kar knjigovodska vrednost dolga in naložb, kar pa je lahko v določenih primerih napačno. V teh primerih so potrebne prilagoditve, ki pa bistveno otežujejo relativno vrednotenje.
- Prav tako ni enotnega pogleda na izračun neto dolga. Podjetje ima namreč zelo različen dolg, pojavljajo pa se različna mnenja glede vključitve obveznosti do pokojninskega sklada, opcij, najemov itd., dodaten problem pa predstavlja tudi izvenbilančne obveznosti (ki pogosto niso podrobno razkrite) (Schreiner, 2007, str. 62).

2.11.2. Ostale delitve

Poleg najpogosteje delitve multiplikatorjev glede na števec pa poznamo še nekatere druge delitve. Tako ločimo:

- Multiplikatorje, ki jih izračunamo na podlagi trenutne cene delnice in relevantnih podatkov iz bilanc.

- Multiplikatorje, ki jih pridobimo na podlagi cene, po kateri je bilo podjetje prevzeto, in tedanjih relevantnih podatkov iz bilanc. V tem primeru gre za podmetodo primerljivih transakcij.

Teh delitev nekateri avtorji ne poznajo, saj menijo, da gre celo za dve različni metodi vrednotenja.

Damodaran po drugi strani deli multiplikatorje v naslednje skupine (Damodaran, 2001, Poglavlje 8, str. 3–4):

- multiplikatorje na podlagi dobička (bodisi čistega ali EBITDA-ja),
- multiplikatorje na podlagi knjigovodske vrednosti,
- multiplikatorje na podlagi prihodkov in
- multiplikatorje, ki so specifični za posamezne dejavnosti.

V tabeli 8 je predstavljena Schreinerjeva delitev (Schreiner, 2007, str. 39).

Tabela 8: Vrste multiplikatorjev.

	Pretekli	Na podlagi knjigovodskeh vrednosti	Na podlagi denarnih tokov	Alternativni
Na podlagi lastniškega kapitala	P/Prihodki P/bruto dobiček P/EBITDA P/EBIT P/EBT P/E	P/Sredstva P/Investiran kapital P/B	P/denarni tok iz poslovanja P/dividenda	P/(EBIT+R&R) P/(EBIT+amortizacija neotipljivih sredstev) P/(EBIT+znanje) P/(E+R&R) P/(E+amortizacija neotipljivih sredstev) P/(E+znanje) PEG
Na podlagi celotne vrednosti	EV/Prihodki EV/bruto dobiček EV/EBITDA EV/EBIT	EV/Sredstva EV/Investiran kapital	EV/denarni tok iz poslovanja	EV/(EBIT+R&R) EV/(EBIT+amortizacija neotipljivih sredstev) EV/(EBIT+znanje)

Vir: Schreiner, 2007, str. 39.

3. PREDSTAVITEV POSAMEZNIH MULTIPLIKATORJEV

Zaradi omejenosti magistrskega dela bodo podani opisi zgolj najpomembnejših oziroma najbolj pogosto navedenih multiplikatorjev ter nekaj specifičnih multiplikatorjev za posamezne dejavnosti.

V naslednjih poglavjih bodo podane tudi nekatere spremenljivke, zato podajam legend:

g.....rast podjetja po obdobju visoke rasti (stabilno obdobje)

ghg.....rast podjetja v obdobju visoke rasti

k.....strošek lastniškega kapitala po obdobju visoke rasti (stabilno obdobje)

k_{hg}.....strošek lastniškega kapitala v obdobju visoke rasti podjetja

D.....amortizacija kot delež EBITDA-ja

PR.....delež dobička, izplačan v obliki dividend

RR.....delež zadržanega dobička

NOPLAT...čisti dobiček iz poslovanja, zmanjšan za davke

ROIC.....donos na investiran kapital (*NOPLAT* deljen z lastniškim in dolžniškim kapitalom)

WACC.....tehtani povprečni strošek kapitala (lastniškega in dolžniškega)

M.....marža iz poslovanja

t efektivna davčna stopnja
 n dolžina začetnega obdobja visoke rasti (v številu let)

3.1. P/E

P/E ali multiplikator dobička je najbolj pogosto uporabljen multiplikator in tudi najbolj znan tako v strokovni literaturi, kakor tudi v publicistiki. Dobiček na delnico pove, koliko računovodske izkazane dobičke odpade na enoto lastniškega kapitala, P/E pa nam pove, koliko je posamezen vlagatelj pripravljen plačati za nakup 1 denarne enote dobička. Delnica s P/E-jem 15 nam torej pove, da je vlagatelj pripravljen danes plačati 15 EUR za vsak 1 EUR, ki ga trenutno ustvarja podjetje. Obenem nam P/E pove tudi, koliko let dobička potrebuje podjetje, da bi pokrilo našo naložbo. Seveda sta obe razlagi zelo poenostavljeni, saj ne upoštevata ključnega elementa, to je rasti podjetja in s tem njegovih dobičkov.

Historično naj bi bil P/E trga med 15 in 25 (Investopedia).

3.1.1. Način izračuna

Običajni izračun EPS-ja (čistega dobička na delnico) in P/E-ja je naslednji:

$$EPS = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{število delnic}} \quad (3.1.)$$

$$P/E = \frac{\text{cena delnice}}{\text{dobiček na delnico}} \quad (3.2.)$$

Vendar se ravno pri P/E-ju pokažejo potrebe po prilagojenih načinih izračuna EPS-ja, predvsem zaradi elementa število delnic. Pri navadni strukturi lastniškega kapitala, pri kateri obstajajo samo navadne delnice, je določitev števila delnic zelo enostavna. Težava pa je pri podjetjih, ki imajo kompleksno strukturo lastniškega kapitala, v kateri so poleg navadnih delnic še opcije, konvertibilne obveznice itd. Taka podjetja morajo poleg običajnega EPS-ja izračunavati še prilagojeni EPS, pri katerem je upoštevan vpliv kompleksnejših finančnih instrumentov.

3.1.1.1. Prilagoditve izračuna EPS-ja

Pri izračunu EPS-ja v podjetju, ki ima v strukturi tudi prednostne delnice, moramo dobiček na delnico prilagoditi prednostnim dividendam. To izvedemo tako, da v števcu uporabimo čisti dobiček za navadne delničarje, ki je enak čistemu dobičku za poslovno leto po odštetju prednostnih dividend (ki so kumulativne).

Prilagojeni izračun:

$$EPS = \frac{\text{čisti dobiček za navadne delnice}}{\text{število delnic}} = \frac{\text{čisti dobiček} - \text{prednostne dividende}}{\text{število delnic}} \quad (3.3)$$

Dodatne prilagoditve EPS-ja je treba izvesti v primeru konvertibilnih obveznic, opcij itd. Tako je treba števec prilagoditi za (White, Sondhi in Fried, 2003, str. 150–151):

- dividende na konvertibilne prednostne delnice,
- obresti (po davkih) na konvertibilne obveznice in

- učinek teh postavk na znižanje stroškov.

V primeru teh prilagoditev je torej treba povišati ne le število delnic, temveč tudi postavko čisti dobiček, saj bo pretvorba kompleksnejših oblik finančnih instrumentov znižala stroške, povezane z njimi. Vendar pa je prilagojeni EPS kljub višjemu dobičku ponavadi nižji od običajnega, saj povišano število delnic razvoden vrednost obstoječih delnic. Tako moramo imenovalec povišati za število delnic, ki nastane s konverzijo obveznic ali prednostnih delnic.

V primeru opcij ali nakupnih bonov (angl. *warrants*) se uporablja metoda, imenovana treasury stock. Ta metoda predpostavlja, da bo podjetje denar, do katerega pride ob izkoriščenju opcije, uporabilo za nakup navadnih delnic. Dokler bo tržna cena višja od izvršilne, pa bo še vedno prišlo do učinka razvodenitve (angl. *dilution*) vrednosti ostalih navadnih delnic (White, Sondhi in Fried, 2003, str. 151).

(3.4.)

$$\text{Dodatno število delnic} = \frac{\text{povprečov tržna cena} - \text{izvršilna cena}}{\text{povprečna tržna cena}} * \text{število izvršljivih delnic}$$

S to enačbo pridemo do dodatnega števila delnic, ki jih moramo dodati obstoječim, ker ima podjetje opcije ali nakupne bone. Seveda pa v primeru, da je dodatno število delnic negativno, števila obstoječih delnic ne bomo zmanjšali (White, Sondhi, Fried, 2003, str. 150–151). V tem primeru namreč opcije preprosto ne bodo izkoriščene. Tako se v primeru opcij števec ne spremeni, spremeni pa se imenovalec, saj so obstoječim delnicam dodane nove delnice.

Za navedene potrebne prilagoditve P/E-ja oziroma EPS-ja pa večinoma ni treba prilagajati multiplikatorjev, ki temeljijo na celotni vrednosti podjetja. EBIT ali EBITDA namreč ne vključujeta stroškov, povezanih s financiranjem poslovanja (odločitvijo o strukturi kapitala), celotna vrednost kapitala pa vključuje vse oblike financiranja. Kljub temu se tudi pri teh multiplikatorjih pojavljam težave pri ugotavljanju števila delnic in stroškov financiranja v primeru kompleksnih oblik strukture kapitala. Pogosto se zato v praksi zaradi enostavnosti uporabi kar celotno število izdanih delnic (mogoče zmanjšano le za delnice v skladu lastnih delnic), prilagojeno število pa se uporabi le pri P/E-ju, saj je prilagojeni EPS v bilancah pogosto že podan oziroma izračunan. Kot rečeno, pa se prilagoditev zmanjšanja števila izdanih delnic pogosto uporabi za delnice, odkupljene s strani podjetja. Za te delnice se namreč ne izplačuje dividend (pogosto se tudi odkupujejo le kot drugačna oblika izplačila dividend delničarjem) in nimajo glasovalnih pravic, čeprav se lahko zaradi enostavnosti in varnosti (vrednosti na delnico se zmanjšajo) v primeru majhnih deležev odkupljenih delnic tudi ta prilagoditev zanemari.

3.1.2. Dejavniki, ki vplivajo na višino

Izračun P/E-ja lahko razčlenimo oziroma prikažemo na naslednji način:

$$P/E = \frac{PR * (1 + g)}{k - g} \quad (3.5.)$$

$$PR = 1 - \frac{g}{ROE} \quad (3.6.)$$

Iz teh razčlenitev je razvidno, da višja kot je pričakovana rast, nižje kot je tveganje in višji kot je delež dividend, nižji je P/E (višji je upravičen P/E) in višja je vrednost podjetja. Pri tem

lahko vzdržno rast za podjetje izračunamo na naslednji način (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 167):

$$g = ROE * RR \quad (3.7.)$$

P/E pa lahko izračunamo tudi tako (PVGO je sedanja vrednost prihodnjih priložnosti za rast):

$$P/E = \frac{1}{k} * (1 + \frac{PVGO}{E/k}) \quad (3.8.)$$

Še bolj zapleten oziroma razčlenjen način izračuna (pri katerem se upošteva tako obdobje visoke rasti kot dolgoročno obdobje stabilne rasti – gre torej za t. i. dvostopenjski način izračuna) pa podaja Damodaran (Damodaran, 2002, Poglavlje 18, str 5.):

$$P/E = \frac{PR_{hg} * (1 + g_{hg}) * (1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n})}{k_{hg} - g_{hg}} + \frac{PR * (1 + g_{hg})^n * (1 + g)}{(k - g) * (1 + k_{hg})^n} \quad (3.9.)$$

Suozzo et al. (2001, str. 15) pa podaja naslednji enostopenjski in dvostopenjski izračun:

$$P/E = \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} \quad (3.10.)$$

$$P/E = \frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * (1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n}) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n} \quad (3.11.)$$

Ta enačba še enkrat pokaže, da je P/E odvisen od (Reilly in Brown, 1999, 393–402):

- Deleža dividend. Višje dividende pomenijo višji upravičen P/E. Pri tem je delež izplačila dividend močno odvisen od politike dividend v posameznih podjetjih (ki se lahko močno razlikuje glede na geografsko področje) ter predvsem od zakonodaje oziroma davkov.
- Rasti podjetja, tako kratkoročne kot dolgoročne. Višja rast pomeni višji upravičen P/E. Rast podjetja je odvisna od deleža dobička, ki ga podjetje reinvestira v nove projekte (R&R) ter od donosnosti teh novih projektov (ROE). ROE lahko nadalje razčlenimo na neto profitno maržo (odvisno od gospodarskih ciklov in poslovnega okolja, ki ga ponazarja pet Porterjevih silnic, od stroškov obresti ter od davčne zakonodaje), obrat sredstev (učinkovitost izrabe sredstev, potrebna kapitalska intenzivnost itd.) ter finančni vzvod (na kakšen način in s kakšnimi stroški lahko podjetje pride do financiranja). Vedno je pomembno razmisli tudi o vzdržnosti ugotovljene dolgoročne rasti. Prav tako je pomembno tudi kratkoročno obdobje, saj ima višji upravičeni multiplikator tisto podjetje, ki ima kratkoročno višjo rast, četudi je dolgoročna perspektiva enaka. To logiko prikazuje model trajanja rasti (število let, ko mora podjetje nadpovprečno rasti za upravičenje višjega multiplikatorja P/E).

$$\ln(\frac{P/E \text{ za visoko rast}}{P/E \text{ stabilno rast}}) = Trajanje * \ln(\frac{1 + g_g + d_g}{1 + g_c + d_c}) \quad (3.12.)$$

g_g ... kratkoročna visoka rast

g_c dolgoročna stabilna rast

d_g dividendna donosnost za hitrorastoče podjetje

d_c dividendna donosnost za stabilnorastoče podjetje

Rast je seveda smiselna le tedaj, kadar ROE novih projektov presega strošek lastniškega kapitala, saj v nasprotnem primeru rast ne ustvarja vrednosti. V tem smislu je rast povezana tudi z deležem zadržanih dividend, saj je večji delež smiseln le, če lahko podjetje uporabi zadržana sredstva za donosne projekte ($ROE > k$) (Bodie, Kane in Marcus, 2001, str. 578).

Seveda pa je rast podjetja odvisna tudi od gospodarske rasti trgov, na katerih deluje, in od bolj mehkih dejavnikov (blagovne znamke itd.).

Dodaten problem predstavlja kvaliteta ugotovljene rasti. Prvič, pomembna je organska rast, in ne rast kot posledica prevzemov (ta ni redna, vzdržna rast). Drugič, pomembna je realna rast, in ne rast, ki je posledica inflacije. Pri inflacijski rasti pa je treba ločiti med podjetji, ki lažje in večji delež inflacije prevalijo na svoje kupce, in podjetji, ki inflatorno višjih stroškov ne morejo prenesti na svoje kupce. Višja kot je inflacija, nižji je upravičeni multiplikator (razen, če ni 100% prenosa na kupce), vendar bodo imela podjetja z višjo sposobnostjo prenosa inflacije više upravičene multiplikatorje kot podjetja z nižjo sposobnostjo prenosa (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 60).

- Tveganja oziroma stroška lastniškega kapitala. Višji je strošek lastniškega kapitala oziroma višje je tveganje za doseganje višine dejavnika ustvarjanja vrednosti, impliciranega v multiplikatorju, nižji je upravičen P/E. Slednji je odvisen od netvegane realne obrestne mre, pričakovane stopnje inflacije in premije za tveganje. Pri tem se te spremenljivke spreminjajo tako v času kot v prostoru. Medtem ko je v ozadju prvih dveh spremenljivk makroekonomsko okolje, pa je v ozadju premije za tveganje več vrst tveganj, od deželnega in valutnega tveganja do poslovnega, finančnega in likvidnostnega tveganja.

V ozadju tega tveganja se skriva tudi sposobnost podjetja obdržati konkurenčne sposobnosti na trgu ter uspešnost strategije obvladovanja poslovnih in finančnih tveganj v podjetju. Podjetje, ki uspešno ohranja svoje dolgoročne konkurenčne prednosti, bo namreč pogosto nadaljevalo visoko rast dobička in s tem pozitivno presenečalo vlagatelje (kar bo zviševalo pričakovanja glede prihodnosti in zniževalo premijo za tveganje). To pa pomeni višji upravičen P/E. Po drugi strani pa bo podjetje brez konkurenčnih prednosti najverjetneje negativno presenečalo vlagatelje ter s tem povečevalo premijo za tveganje in zniževalo upravičen P/E (Chatterjee, Wiseman, Fiegenbaum & Devers, 2003, str. 71–72). Z vidika obvladovanja tveganj so Chatterjee in drugi podali cikel oziroma krog tveganj in uspeha. Neprestano soočanje s tveganji in njihovo obvladovanje na strateškem nivoju vodita do lažje identifikacije in izkoriščanja prednosti na trgih ter s tem do ustvarjanja in ohranjanja dolgoročne konkurenčne prednosti. To dvigne rast dobičkov, obenem pa zniža premijo za tveganje, s čimer se zviša upravičen P/E. To omogoči podjetju lažji dostop do novih naložbenih sredstev za donosne, a tvegane projekte, ki jih podjetje ponovno uspešno strateško obvladuje. S tem se sklene krog uspeha (Chatterjee et al., 2003, str. 73). Skratka, čeprav se pogosto sklepa, da so naložbe v delnice z visokimi multiplikatorji slabše, ker obljudljajo nižji donos, pa lahko ravno nižje tveganje (če je posledica boljšega obvladovanja tveganj) naredi podjetje z visokim multiplikatorjem bolj donosno. Tako podjetje namreč preko boljšega obvladovanja tveganj uspešno izvaja bolj donosne naložbene projekte, ki zvišujejo dobiček ter s tem prihodnji multiplikator. Na ta način ne pride do izenačenja multiplikatorjev, temveč podjetja z visokimi multiplikatorji ohranijo visok nivo multiplikatorjev in obratno.

- V primeru dvostopenjskega izračuna multiplikatorja pa je ta odvisen tudi od dolžine začetnega oziroma prvega obdobja. V tem obdobju se ponavadi predpostavlja nadpovprečno rast podjetja (glede na končno obdobje) ter večji presežek donosnosti kapitala (glede na končno obdobje), ko je ROE višji od stroška lastniškega kapitala (pri multiplikatorjih EV pa je ROIC višji od WACC), zato daljše kot je to obdobje, višji je

upravičeni multiplikator (Suozzo et al., 2001, str. 16–18). V prvem obdobju namreč poslovanje posledično prispeva več k dodani vrednosti podjetja kot v končnem obdobju, ko se morajo dejavniki ustvarjanja vrednosti normalizirati zaradi realnosti predpostavk.

Pomembnost teh dejavnikov je razvidna iz primera, ki ga navaja Investopedia. Microsoft je namreč pred leti kotiral pri P/E-ju 100, kar bi načeloma pomenilo precenjenost podjetja. Kljub visokemu multiplikatorju pa bi naredil vlagatelj pravilno naložbeno odločitev, če bi delnico takrat kupil oziroma držal. P/E je namreč kljub višanju cene delnice padal, saj je podjetje in njegov dobiček raslo še močneje. Če je torej P/E podjetja višji od konkurenčnih podjetij oziroma povprečja v dejavnosti, potem ni nujno, da je delnica precenjena in da lahko pričakujemo padec cene, ampak da se pričakuje nadpovprečna rast podjetja in je torej lahko podjetje ovrednoteno pravilno ali celo podcenjeno.

Ponekod v praksi se uporablja subjektivna presoja, da naj bi bila povezava med P/E-jem in rastjo 2 : 1; to pomeni, da naj bi multiplikator P/E 30 upravičil 15% rast podjetja. Vendar pa je to zgolj pavšalna ocena, mnenja pa se zelo razlikujejo (na kar nakazuje tudi kazalec PEG v poglavju 3.1.5).

Ponekod pa se obravnava, da je P/E odvisen od dveh skupin dejavnikov:

- Stopnje rasti podjetja. Kako visoka je stopnja rasti podjetja in kakšna bo v prihodnosti.
- Dejavnosti. Dejavnosti so različno perspektivne in različne z vidika potencialne rasti. Tako imajo tehnološka podjetja ponavadi zelo visoke multiplikatorje, medtem ko imajo zrele dejavnosti multiplikatorje na bistveno nižjih nivojih.

Damodaran kot pomemben dejavnik obravnava tudi obrestno mero v posameznem gospodarstvu. Tako trdi, da je občutljivost P/E-ja na spremembe v pričakovani rasti večja v primeru nizkih obrestnih mer kot v primeru visokih. Razlog je preprost; v primeru nizkih obrestnih mer so sedanje vrednosti prihodnjih vrednosti bistveno večje, saj je diskontni faktor nižji. Posledično je tudi rast pomembnejša, saj pri nižjih obrestnih merah podjetje z visokimi stopnjami rasti pridobi več glede na sedanjo vrednost kot pa pri višjih obrestnih merah (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 9). Vpliv nivoja obrestnih mer na P/E se lahko razloži tudi preko tveganja, saj to vsebuje netvegano obrestno mero, ki je odvisna od nivoja obrestnih mer centralne banke.

Ameriški FED tako uporablja model, ki primerja inverzni P/E indeksa S&P 500 (t. i. E/P oziroma donosnost dobičkov) z donosnostjo do dospetja 10-letne državne obveznice. Pri tem naj bi bil delniški trg precenjen, ko je E/P nižji od donosnosti obveznice, saj to kaže na neprivlačnost delnic. Ob normalnih pogojih bi namreč morala biti donosnost delnic višja od obveznic, saj je tudi tveganje višje (Stowe et al., 2002, str. 202). To odvisnost pa lahko uporabimo tudi za izračun upravičenega P/E-ja, saj je ta inverzija donosnosti do dospetja.

Velikost razmerja med ceno in dobičkom na delnico kaže tudi na zaupanje lastnikov v poslovodstvo in dolgoročno uspešnost podjetja (Turk, Kavčič in Kokotec - Novak, 2003, str. 734). Vlagatelji so namreč pripravljeni plačati več na enoto izkazanega dobička za podjetje, ki ima sposoben management in za katerega verjamejo, da ima tudi v prihodnje dobre možnosti za visoko rast. Nizek P/E pa kaže na mnenje vlagateljev, da je možnost za nadaljnjo visoko rast podjetja majhna. Multiplikator P/E je torej ponavadi visok pri hitrorastočih ali precenjenih podjetjih in nizek pri počasirastočih ali podcenjenih podjetjih.

Vsekakor je treba pri dobičku upoštevati tudi naslednje probleme:

- cikličnost marž; pri dobičku je prisoten tako poslovni kot finančni vzvod,

- gospodarsko stanje, ki vpliva na dobiček,
- obrestne mere, saj vplivajo na podjetje tako posredno (preko gospodarske rasti) kot neposredno (na finančne odhodke), ter
- inflacija in sposobnost prenosa višjih vhodnih cen na kupce.

3.1.3. Prednosti in slabosti P/E-ja

Prednosti:

- Dobiček na delnico je pogosto naveden kot glavni generator vrednosti delnice oziroma naložbe (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 206).
- Je najbolj pogosto uporabljen multiplikator, kar mu zagotovo daje močno utež pomembnosti (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 206).
- Empirične raziskave naj bi potrdile povezavo med razlikami v P/E-ju ter dolgoročno povprečno donosnostjo posameznih delnic (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 206).
- US GAAP določa, da morajo podjetja poročati o EPS-ju, kar olajša izračunavanje P/E-ja (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 211).
- Gre za najbolj dostopen multiplikator. V primeru multiplikatorja P/E so podatki za izračun, že izračunani multiplikatorji ali časovne serije multiplikatorja pogosto (skoraj vedno) na voljo, podatki za izračun ostalih multiplikatorjev pa ne. Zato se vlagatelj pogosto sooča z dejstvom, da lahko uporabi zgolj ta multiplikator.

Slabosti:

- V primeru izgube je multiplikator neuporaben. V praksi je neuporaben že v primeru pozitivnega, a zelo nizkega dobička (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 206).
- Pri mnogih podjetjih zelo niha, kar zmanjšuje njegovo uporabnost (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 206).
- Podvržen je računovodskim manipulacijam. Razlike v P/E-ju so tako lahko posledica zgolj različnih računovodskih standardov ali pa dejanske zavestne manipulacije s prikazom dobička in posledično dobička na delnico (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 206).
- Vsebuje tako finančne prihodke in odhodke, kakor tudi vse enkratne dogodke. Na čisti dobiček in posledično P/E tako vplivajo dejavniki, ki se z veliko verjetnostjo v prihodnosti ne bodo ponovili (ali pa nimajo povezave z dejavnostjo podjetja). Prav tako pa na vrednost delnice vpliva odločitev o strukturi kapitala.
- V času visoke inflacije so zaloge in amortizacija prenizke, saj stroški zalog in opreme rastejo skupaj z inflacijo. Zato so multiplikatorji P/E v času visoke inflacije nižji od multiplikatorjev v pogojih normalne inflacije, saj so izkazani dobički previsoki.
- White podaja omejitve pri uporabi EPS-ja (in s tem posredno multiplikatorja P/E), saj naj bi na izračunani EPS vplivali dividenda in finančna politika podjetja. Tako imajo podjetja z višjimi dividendnimi stopnjami ponavadi manjši EPS (White, Sondhi in Fried, 2003, str. 151).

3.1.4. Potrebne prilagoditve

Pri uporabi multiplikatorja P/E pridemo do problema v primeru združevanja ali prevzema drugega podjetja, ko je treba upoštevati konsolidacijo in posledično spremembe posameznih računovodskih postavk (npr. dobro ime, odpis stroškov R&R-ja). Vse te spremembe vplivajo na EPS in s tem na P/E, pri tem pa so spremembe enkratne in/ali večinoma le računovodske narave. Posledično so potrebne številne prilagoditve. V praksi pa je enostavnejše, da namesto multiplikatorja P/E raje uporabimo multiplikator EV/EBIT ali EV/EBITDA (saj odpravljalata številne slabosti P/E-ja), čeprav je treba tudi njiju občasno prilagoditi.

Eden od dejavnikov, ki jih računovodske standardi zelo slabo zajamejo, je intelektualni kapital (znanje, izkušnje itd.). Ta dejavnik je namreč težko izkazati kvantitativno, saj gre za zelo kvalitativno komponento. Investicije v znanje še najbolje opisujejo investicije v raziskave in razvoj (R&R). Vendar pa večina standardov teh investicij ne obravnava enako kot investicije v osnovna sredstva, saj se takoj prenesejo v stroške in ne amortizirajo čez čas. Vendar je ta standard nerazumljiv, saj podjetje vлага v R&R zato, da bo v prihodnosti ustvarjalo večje prihodke. Podjetja z visokimi izdatki za R&R imajo torej visoke stroške raziskav in razvoja ter posledično nižji dobiček in s tem višji P/E. To kaže na precjenjenost, vendar je ta precjenjenost lahko napačna (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 45). Zato nekateri avtorji predlagajo, da bi bilo treba čistemu dobičku (ali pa EBIT-u) nazaj pristeti stroške R&R-ja, da bi dobili pravi dobiček (Schreiner, 2007, str. 45). S to prilagoditvijo se tako pojavi razlika med stroški, ki so operativne narave, in stroški, ki so povezani z vlaganjem v raziskave in razvoj, ki naj bi dolgoročno (vsaj v nekaterih dejavnostih) močno prispevali k ustvarjanju vrednosti. Res pa je, da lahko pri teh podjetjih tudi brez prilagoditve upoštevamo, da višji R&R sedaj pomeni višjo rast v prihodnosti in s tem upravičuje višji multiplikator. Za vlagatelja, ki se zaveda stroškovne strukture podjetja in razume P/E, ta prilagoditev torej ni potrebna.

Slabost različnih davčnih zakonodaj, ki vplivajo na različne efektivne davčne stopnje (če primerjamo podjetja iz različnih držav), lahko izločimo z uporabo multiplikatorja P/EBT oziroma multiplikatorja na dobiček pred davki.

3.1.5. PEG

Pogosta izpeljanka P/E-ja je PEG, saj ta za razliko od P/E-ja že v samem izračunu upošteva rast podjetja, ki velja za ključno oziroma kritično komponento vrednosti delnice podjetja.

3.1.5.1. Način izračuna

Kazalec PEG dobimo tako, da P/E delimo s povprečno letno rastjo dobička na delnico. Ta kazalec torej že eksplicitno vključuje rast, ki je pomembno gonilo v ozadju multiplikatorja P/E. Nižji PEG pomeni podcenjenost, privlačna pa naj bi bila predvsem podjetja s kazalcem, nižjim od 1. Po drugi strani naj bi bila podjetja s kazalcem nad 2 precenjena.

$$PEG = \frac{P/E}{pričakovana stopnja rasti} \quad (3.13.)$$

Gre torej za bolj napredno ocenjevanje, ali je pričakovana rast zadostna za določen multiplikator oziroma ali ga opravičuje. Težko je namreč ocenjevati, kakšno stopnjo rasti opravičuje multiplikator P/E 20. Pri PEG-u se tako računa, da bi morala biti stopnja rasti podjetja vsaj enaka multiplikatorju, da je podjetje podcenjeno.

Do pričakovane stopnje rasti lahko pridemo na različne načine. Lahko uporabimo pretekle stopnje rasti, neko daljšo historično rast (3 do 5 let) ali rast v zadnjem letu. Prva metoda podaja bolj stabilno rast, vendar temelji na preteklem poslovanju in preteklem poslovnom okolju. Če uporabimo krajše obdobje, je rast sodobnejša, vendar lahko metoda istočasno upošteva rast, ki je izredna. Lahko pa preteklo rast zanemarimo in podamo lastno oceno o stopnji rasti v prihodnosti, vendar pa je ta metoda bolj subjektivna.

Pri upoštevanju prihodnje oziroma pričakovane rasti je ponovno pomembna predvsem konsistentnost. Torej lahko uporabimo 5-letno, 3-letno rast ali rast v zadnjem letu, vendar moramo vedno vzeti isto časovno obdobje za vsa podjetja. Lahko pa uporabimo napovedi tujih analitikov, saj dobimo te podatke na Bloombergu, IBES-u, Zacksu in še na nekaterih finančnih portalih. Ta metoda je boljša, saj ne uporabimo pretekle rasti, prav tako pa uporabimo pričakovano rast na podlagi večjega števila analiz oziroma na podlagi več mnenj in ocen. Vendar moramo ponovno paziti na konsistentnost; ocene morajo biti podane za isto obdobje.

Dodatni problem pri upoštevanju pričakovane rasti pa je, kako jo podjetje doseže in kaj je posledica te rasti. Skratka, gre za vprašanje kakovosti rasti. Pri tem je problem organska rast; ali upoštevati zgolj to ali celotno rast (organsko rast in rast kot posledico prevzemov). Prav tako je razlika med podjetjem, ki del rasti razdeli delničarjem, in podjetjem, ki rasti dobička ne razdeli delničarjem.

3.1.5.2. Prednosti in slabosti PEG-a

Prednosti PEG-a:

- Kazalec je enostaven in razumljiv, račun pa preprost.
- Z uporabo pričakovane stopnje rasti v imenovalcu se vsi multiplikatorji standardizirajo glede na rast in postanejo med seboj primerljivi (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 229).
- Je uporaben kazalec, predvsem v primeru podjetij ali dejavnosti, pri katerih so v ozadju zelo visoka pričakovanja glede prihodnjih rasti (npr. tehnologija). Kazalec PEG je namreč bolj stabilen in manj občutljiv na spremembe glede pričakovanj o prihodnji rasti kot pa multiplikator P/E (Suozzo et al., 2001, str. 39–40).

Slabosti PEG-a:

- Ni primeren, kadar so stopnje rasti nizke (Weitzel et al, 2003, str. 7) ter kadar je rast posledica inflacije (Suozzo et al., 2001, str. 40). Npr. podjetje s pričakovano rastjo 1 % in P/E-jem 4 bi imelo PEG enak 4. To kaže na občutno precenjenost, kar pa je pri P/E 4 manj verjetno.
- Predpostavlja linearno povezavo med pričakovano rastjo podjetja in P/E-jem, za katero pa je vprašljivo, ali v resnici velja (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 229).
- Ne upošteva tveganja (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 229).
- Ne upošteva razlik v dolžini rasti. Uporaba 5-letne prihodnje pričakovane rasti morda ne odseva prave dolgoročne rasti podjetja (Stowe et al., 2002, str. 198).

3.1.5.3. Dejavniki, ki vplivajo na višino

Enostavnejši izračun ciljnega PEG-a je (Suozzo et al., 2001, str. 15):

$$PEG = \frac{ROE - g}{100 * g * ROE * (k - g)} \quad (3.14.)$$

Glede na izračun P/E-ja (na strani 46) je Damodaran izpeljal enačbo za dvostopenjski izračun PEG-a (Damodaran, 2002, Poglavlje 18, str. 31–32):

$$PEG = \frac{PR_{hg} * (1 + g_{hg}) * (1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n})}{g_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} + \frac{PR * (1 + g_{hg})^n * (1 + g)}{g_{hg} * (k - g) * (1 + k_{hg})^n} \quad (3.15.)$$

Iz te enačbe pa lahko ugotovimo, da vlagatelj s PEG-om ne izloči dejavnika rasti, ampak postane pričakovana rast še pomembnejši dejavnik pri vrednotenju oziroma še bolj vpliva na oceno o precenjenosti ali podcenjenosti podjetja.

Glede na enačbo 3.11. je dvostopenjski izračun PEG-a:

$$PEG = \frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{g_{hg} * ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n}\right) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{g_{hg} * (1 + k_{hg})^n} \quad (3.16.)$$

3.1.5.4. Način uporabe

PEG se uporablja na več načinov:

- Neposredna primerjava: kazalec PEG primerjamo med različnimi podjetji. Nižji kazalec pomeni podcenjenost. Vendar Damodaran poudarja, da je ta način napačen, saj je v ozadju predpostavka, da PEG izloča različne stopnje rasti. Vendar enačba PEG-a kaže, da ima tudi pri tem kazalcu rast veliko pojasnjevalno moč. Zato lahko neposredno primerjamo PEG le med podjetji s podobnim tveganjem, pričakovano rastjo in deležem izplačila dividend, drugače so lahko podjetja z nižjim PEG-om v resnici podjetja z večjim tveganjem, večjo rastjo ali nižjo donosnostjo lastniškega kapitala (oziora nižjim deležem izplačila dobička) ter so lahko na trgu ovrednotena pravilno, ne pa podcenjena. To pa posledično pomeni, da je glavna prednost PEG-a pred P/E-jem izločena (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 36).
- Kontrolirana primerjava: tako kot pri P/E-ju gre za uporabo regresije. Metodo zagovarja Damodaran, ki podaja tudi svoje regresijske enačbe (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 38). Vendar pa to ponovno pomeni, da je vseeno, če ostanemo pri P/E-ju, saj PEG ne daje neke dodane vrednosti.

V praksi se zato uporablja predvsem direktna primerjava in pa ocena, da so podcenjena podjetja predvsem podjetja s kazalcem PEG, nižjim od 1 ali vsaj okoli 1. V primeru teh podjetij lahko hitro ocenimo podcenjenost, res pa je treba pregledati vzdržnost rasti, in ali je pričakovana rast povezana z bistveno višjo stopnjo tveganja. Citigroup tako redno objavlja seznam podjetij, ki imajo kazalec nižji od 1, s čimer podaja kratko in hitro oceno o podcenjenosti.

3.1.5.5. Potrebne prilagoditve

Pri tej metodi ne smemo podajati prihodnjega EPS-ja, saj bi s tem upoštevali prihodnjo rast dvakrat. Damodaran podaja samo možno rešitev, da pri izračunu P/E-ja upoštevamo prihodnji EPS ter rast, ki jo bo podjetje dosegal od drugega leta naprej (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 28). Prav tako moramo v imenovalcu uporabiti rast EPS-ja oziroma čistega dobička, ne pa rasti EBIT-a ali prodaje, saj samo s tem ohranimo konsistentnost imenovalca in števca.

3.1.6. Alternativni načini uporabe

Obstajajo še nekatere druge izpeljanke P/E-ja. Npr. relativni P/E, do katerega pridemo tako, da P/E podjetja delimo s P/E-jem trga ali s historično izračunanim povprečnim P/E-jem. Ta način je primeren predvsem pri primerjavi dveh podjetij.

Relativni P/E nad 1 (pri čemer se kot osnova vzame mediana P/E-jev v dejavnosti) pomeni, da je P/E podjetja nad mediano trga, medtem ko relativni P/E pod 1 pomeni, da je P/E podjetja pod mediano trga. Podjetja z višjo pričakovano rastjo in/ali nižjim tveganjem naj bi namreč imela višji multiplikator od mediane trga in obratno. Sprememba v razmerju do trga pa naj bi

kazala bodisi na spremembo v zaznavanju tveganja ali v napovedih rasti bodisi na kratkoročno odstopanje, ki ponuja naložbeno priložnost. To spremembo vidimo pri primerjavi trenutnega P/E-ja podjetja s prilagojenim, ki ga pridobimo z zmnožkom povprečnega P/E-ja dejavnosti (izračunanega z mediano) in povprečnega relativnega P/E-ja (značilnega v preteklih letih) (Bajkowski, 2000, str. 2–3).

Poleg tega lahko uporabimo multiplikator P/E v kombinaciji z multiplikatorjem P/B in dividendnim donosom – gre za matriko P/E-ja in P/B-ja (Ljubljanska borza d.d. – kazalnik P/E; 2007):

- Nizek P/E, nizek P/B in visok dividendni donos. Delnica je bodisi podcenjena bodisi je njeno poslovanje slabo in naj bi se še poslabšalo (propadajoče podjetje, podjetje v neperspektivni dejavnosti).
- Nizek P/E in visok P/B. Podjetje zelo dobro posluje in je zelo dobičkonosno oziroma ima visok ROE, razen v primeru, da je razlog za take multiplikatorje enkratne narave (izredni prihodki); v tem primeru je treba multiplikator prilagoditi za te prihodke. Tako podjetje dosega visok ROE in dodano vrednost za vlagatelje, zato je priporočljivo (in v praksi pogosto), da ima nizke deleže izplačila dobička za dividende. Delnica je priporočljiva za nakup, saj naj bi rasla.
- Visok P/E in nizek P/B. Delnica ustvarja zelo malo donosa na svoj lastniški kapital, zato tudi rast delnice ni pričakovana. Delnica je lahko ugodna, če podjetje izplačuje visoke dividende (deluje v zreli dejavnosti, ki ni perspektivna, vendar začasno dosega visoke denarne tokove). Tečaj teh delnic naj bi bil vsekakor na nizki ravni (še posebej, če ni visokih dividend), zato je treba razmisljiti o likvidaciji podjetja.
- Visok P/E in visok P/B. Ponavadi pomeni precenjenost delnice, razen če podjetje izplačuje visoke dividende (dividendni donos je visok) oziroma če gre za hitrorastoče podjetje (predvsem v kapitalsko neintenzivnih dejavnostih, kjer je mogoče z razmeroma malo kapitala ustvariti veliko dobička). Skratka, visoke ravni multiplikatorjev je treba upravičiti z visoko rastjo prihodkov in dobička.

3.2. EV/EBITDA IN EV/EBIT

Naslednja, med institucionalnimi vlagatelji zelo pogosto uporabljana multiplikatorja sta EV/EBITDA in EV/EBIT. Prvi gleda predvsem na denarni tok iz poslovanja, medtem ko drugi na dobiček iz poslovanja. Razlika med njima je v amortizaciji opredmetenih in neopredmetenih sredstev, saj EBITDA te stroške izloči iz vrednotenja, EBIT pa upošteva.

Multiplikator EV/EBIT zaradi podobnosti z multiplikatorjem EV/EBITDA (tako glede uporabnosti, prednosti in slabosti kot tudi zaradi istih dejavnikov ustvarjanja vrednosti) ni posebej obravnavan, temveč so v posebnem poglavju obravnavane razlike z multiplikatorjem EV/EBITDA.

Prav tako je treba poudariti, da čeprav se EBIT prevaja kot dobiček iz poslovanja, nekateri vlagatelji (in izkazi) ločijo med EBIT-om (angl. *earnings before interest and taxes*) in dobičkom iz poslovanja (angl. *operating income ali operating profit*). Razlike v zajemu postavk so med vlagatelji zelo različne, najbolj pogosta pa je, da EBIT vsebuje tudi finančne prihodke, medtem ko dobiček iz poslovanja ne.

3.2.1. Način izračuna

Multiplikator EV/EBITDA dobimo tako, da primerjamo vrednost podjetja z EBITDA-jem, to je dobičkom iz poslovanja, ki mu prištejemo amortizacijo.

$$EV / EBITDA = \frac{tržna kapitalizacija + neto dolg}{EBITDA} \quad (3.17.)$$

3.2.2. Dejavniki, ki vplivajo na višino

Podrobnejši izračun multiplikatorjev je (Damodaran, 2002, Poglavlje 18, str. 50):

$$EV / EBITDA = \frac{(1-t) - \frac{amortizacija}{EBITDA} * (1-t) - delež reinvestiranja EBITDA - ja}{WACC - g} \quad (3.18.)$$

Pri tem pa je delež reinvestiranja EBITDA-ja enak:

$$\frac{CAPEX}{EBITDA} - \frac{Amortizacija}{EBITDA} + \frac{\Delta Obratnega kapitala}{EBITDA} \quad (3.19.)$$

Suozzo et al. (2001, str. 15 in 42) podaja naslednji enostopenjski in dvostopenjski izračun:

$$EV / EBITDA = \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * (1-t) * (1-D) \quad (3.20.)$$

$$EV / EBITDA = \left(\frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n} \right) \right. \\ \left. + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n} \right) * (1-t) * (1-D) \quad (3.21.)$$

Dejavniki ustvarjanja vrednosti so torej (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 50):

- Davčna stopnja. Večja je davčna stopnja, nižji bo upravičeni multiplikator.
- Amortizacija. Večja je amortizacija, nižji bo upravičeni multiplikator.
- Reinvesticije EBITDA-ja. Večji del EBITDA-ja je treba investirati za financiranje prihodnje rasti, nižji bo multiplikator. Vendar zaradi povezave z ROE-jem to pomeni, da morajo imeti podjetja z nizkim ROE-jem in visoko potrebo po reinvestiranju EBITDA-ja zelo nizek upravičeni multiplikator.
- Povprečni tehtani strošek kapitala. Nižji WACC pomeni, da bo podjetje kotiralo pri višjem upravičenem multiplikatorju, saj je tveganje manjše.
- Pričakovana rast. Večja rast pomeni višji upravičeni multiplikator.
- Pri EBIT-u pa se v enačbi pojavi še marža EBIT. Višja marža pomeni višji upravičeni multiplikator.

3.2.3. Prednosti in slabosti

Prednosti multiplikatorja:

- Pogosto je zelo pozitiven in le redko negativen (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 217).
- Primeren je, kadar se podjetja močno razlikujejo v amortizaciji zaradi različnih računovodskih usmeritev ali standardov (Damodaran, 2002, Poglavlje 18, str. 46).
- Je dokaj dober približek denarnega toka, ki naj bi bil z vidika vrednosti naložbe ključen za vlagatelje. Tako EBITDA kot denarni tok nista toliko odvisna od amortizacijskih računovodskih usmeritev, strukture financiranja, davkov, enkratnih dogodkov (prihodkov ali odhodkov), davčnih stopenj itd.

- Zaradi upoštevanja celotne vrednosti v števcu na vrednotenje nima vpliva struktura kapitala. Zato je multiplikator uporaben v primeru primerjave podjetij z različno strukturo kapitala (Damodaran, 2002, Poglavlje 18, str. 46).
- Zaradi navedenih razlogov je zelo uporaben v dejavnostih, ki zahtevajo visoke investicije, ki se povrnejo šele dolgoročno (Damodaran, 2002, Poglavlje 18, str. 46).
- Zaradi izločitve amortizacije je multiplikator primeren v primeru kapitalsko intenzivnih dejavnostih, kjer so visoki stroški amortizacije (Stowe et al., 2002, str. 230).
- Multiplikator je zaradi povezave s kapitalsko intenzivnostjo primeren v dejavnostih, kjer imajo podjetja podobno kapitalsko intenzivnost (amortizacija/EBITDA) (Suozzo et al., 2001, str. 30–31).

Slabosti multiplikatorja:

- Nanj vpliva kapitalska intenzivnost (amortizacija/EBITDA). Višja, kot je kapitalska intenzivnost, nižji je multiplikator. Torej je multiplikator primeren le, kadar primerjamo podjetja s podobno stopnjo kapitalske intenzivnosti (Suozzo et al., 2001, str. 29–30).
- Če raste obratni kapital, bo EBITDA kazal na prevelik denarni tok iz poslovanja (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 217).
- Multiplikator zanemarja vrednost, ki jo management lahko ustvari oziroma uniči z davčno politiko, in tudi delež, ki pripada manjšinskim delničarjem (Suozzo et al., 2001, str. 29).
- Ne upošteva stroškov investicij (CAPEX) oziroma posledične višje amortizacije ter davkov. Oboje je ključno za poslovanje podjetja in del vsakodnevnega poslovanja (Suozzo et al., 2001, str. 30).
- Alfred M. King meni, da EBITDA ni pravi približek denarnemu toku, saj ne vključuje izdatkov za obresti in davke. Ta dva odtoka sta namreč sestavni del poslovanja in ju mora podjetje izplačati prioritetno, zato ju vlagatelj ne sme zanemariti. Po njegovem mnenju je torej čisti dobiček boljši približek denarnemu toku kot pa EBITDA. Podjetje naj bi torej poročalo EBITDA zato, da bi lahko skrilo slabe rezultate z beleženjem določenih odhodkov pod črto (Friedlob in Schleifer, 2003, str. 51).
- Ne upošteva razlik med računovodskimi standardi ter potreb podjetja po kapitalu za financiranje obratnega kapitala, po denarju za financiranje dolga in po denarju za nadomestitvene investicije (White, Sondhi in Dov, 2003, str. 152).

3.2.4. Potrebne prilagoditve

Damodaran podaja slabost, da je multiplikator slabo uporaben v primerih, ko gre za holdinge. V primeru manjšinskih deležev v posameznem podjetju so namreč prihodki podjetja zabeleženi kot finančni prihodki pod EBITDA-jem in torej v EBITDA-ju niso upoštevani. Istočasno pa sta v EV-ju zabeležena dolg in lastniški kapital, ki se nanašata na to podjetje. Posledično je multiplikator previsok. V primeru večinskega deleža pa je EBITDA pravilen in obsega tudi EBITDA-je hčerinskih podjetij, vendar pa se pri neto dolgu in lastniškemu kapitalu upošteva samo večinski delež. V tem primeru je multiplikator EV/EBITDA prenizek (Damodaran, 2001, Poglavlje 9, str. 47). V obeh primerih so torej potrebne prilagoditve, ki dodatno zakomplicirajo izračun, s čimer pa se izniči prednost enostavnosti in hitrosti relativnega vrednotenja.

V nekaterih primerih oziroma dejavnostih, v katerih se pogosto poslužujejo finančnih najemov, je uporabljen tudi multiplikator EV/EBITDAR. Pravzaprav gre za razširitev EBITDA-ja, tako da se prištejejo še stroški najemov, ki so lahko med primerljivimi podjetji glede na stopnjo uporabe najemov zelo različni. Primerljivost je tako višja. Take dejavnosti so predvsem letalski prevozniki in trgovine, saj so letala oziroma trgovski prostori pogosto v najemu, in ne v lasti teh podjetij.

3.2.5. EV/EBIT

Izračun multiplikatorja EV/EBIT je sledeč (Suozzo et al., 2001, str. 15 in 42):

$$EV / EBIT = \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * (1 - t) \quad (3.22.)$$

$$EV / EBIT = \left(\frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + WACC_{hg})^n} \right) \right. \\ \left. + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + WACC_{hg})^n} \right) * (1 - t) \quad (3.23.)$$

Ta multiplikator je torej zelo podoben multiplikatorju EV/EBITDA, le da dobičku iz poslovanja ne prištejemo nazaj amortizacije. Izračun multiplikatorja je zato po eni strani preprostejši, saj dobičku iz poslovanja ni treba dodajati amortizacije in odpisov, vendar to istočasno pomeni, da so lahko razlike v multiplikatorju posledica različnih računovodskih politik glede amortizacije. Če pa so amortizacijske politike med podjetji podobne in oprema enako stara, bi moral multiplikator podati podobne rezultate kot EV/EBITDA. Glavni vpliv na razliko je torej predvsem preko stroškov amortizacije, kar pomeni, da je treba razmisljiti o investicijskih ciklih in obrabljenosti opreme.

Razlike v stroških amortizacije se ugotavlja:

- z relativno razliko med maržama EBITDA in EBIT,
- preko primerjave razmerja med amortizacijo in prihodki ter
- preko primerjave razmerja med amortizacijo in osnovnimi sredstvi.

Smiselnost tega multiplikatorja je torej predvsem v tem, da pokaže razliko od EV/EBITDA-ja in posledično, kakšna je amortizacija v vrednotenem podjetju in pri primerljivih podjetjih. Večje razlike pomenijo, da imajo nekatera podjetja višjo/nižjo amortizacijo. Vendar moramo nato ugotoviti razlog za to razliko. Če je razlog v različnih računovodskih usmeritvah, potem je pomembnejši multiplikator EV/EBITDA, saj je multiplikator EV/EBIT zavajajoč, ker beleži razlike zaradi računovodskih kategorij in ne zaradi dejanskega poslovanja. Če pa je razlog v različni starosti sredstev ali različni tehnologiji, lahko EV/EBIT razkrije, zakaj je neko podjetje lahko bolj ali manj uspešno in posledično precenjeno ali podcenjeno. To prikazuje naslednji primer v tabeli 9:

Tabela 9: Razlika med EBIT-om in EBITDA-jem.

Du Pont TTM	EBIT marže	EBITDA marže	Amortizacija/Prihodki
Forth Ports	38,4%	46,7%	8,2%
Piraeus Port	15,6%	22,3%	6,7%
Luka Ploče	13,4%	19,0%	5,6%
Thessaloniki Port	16,4%	23,3%	6,9%
Lyttelton Port	22,9%	35,2%	12,3%
Port of Tauranga	44,6%	53,9%	9,2%
South Port NZ	22,4%	36,9%	14,5%
Luka Koper	19,4%	34,9%	15,5%
Povprečje	24,8%	33,9%	9,1%
Mediana	22,4%	35,2%	8,2%

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 9 kaže, da ima Luka Koper zelo visoke stroške amortizacije, saj znaša razmerje med stroški amortizacije in prihodki kar 15,5 %, medtem ko je mediana primerjanih podjetij zgolj 8,2 %. Do podobne ugotovitve bi prišli tudi preko relativne primerjave razlike med maržama EBITDA in EBIT. Posledično je razumljivo, da bo vrednost Luke Koper v primeru uporabe multiplikatorja EV/EBIT nižja kot v primeru uporabe multiplikatorja EV/EBITDA. Kateri multiplikator uporabiti (ali pa uporabiti oba), je odvisno od razlogov za to razliko. V našem primeru gre v veliki meri za višjo amortizacijo, ki je posledica potekajočega investicijskega cikla (obdobje visokih investicij v osnovna sredstva). Kratkoročno to nedvomno pomeni višjo amortizacijo in posledično nižji dobiček, dolgoročno pa pomeni višje kapacitete in sodobnejšo opremo ter posledično večjo možnost za nadpovprečno rast. Zato je multiplikator EV/EBIT v tem primeru manj primeren in se ga lahko zanemari ali pa se mu pri ugotavljanju ciljne vrednosti pripisuje manjša utež.

EV/EBIT je boljši multiplikator od EV/EBITDA-ja predvsem v primeru kapitalsko zelo različno intenzivnih dejavnosti (Schreiner, 2007, str. 43). Pri tem pa je pogosto smiselna prilagoditev, da med stroške amortizacije in odpisov ne štejemo zmanjšanje dobrega imena, saj ne gre za ekonomski strošek (te odpise prištejemo EBIT-u) (Suozzo et al., 2001, str. 31).

Še korak dlje pa gre multiplikator EV/NOPLAT (Suozzo et al., 2001, str. 32):

$$EV / NOPLAT = \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} \quad (3.24.)$$

$$EV / NOPLAT = \frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + WACC_{hg})^n}\right) + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + WACC_{hg})^n} \quad (3.25.)$$

NOPLAT (tudi NOPAT) je namreč enak dobičku iz poslovanja (ozioroma EBIT-u) po davkih. S tem se ne izloči vpliva različnih davčnih stopenj ozioroma davčnih zakonodaj, kar posledično pomeni manjšo mednarodno primerljivost. Vendar pa je to upravičeno ozioroma je NOPLAT boljši od EBIT-a, kadar gre za razlike v efektivni davčni stopnji kot posledica sposobnosti managementa, da zniža efektivno davčno stopnjo, in ne kot posledica zunanjih dejavnikov.

3.3. P/CF

Multiplikator P/CF je pogosto izkazan v različnih analizah. Nastal je predvsem kot odziv na komentarje, da je namesto dobička podjetja bistveno bolj pomemben denarni tok in da naj bi bil predvsem denarni tok tisti, ki ustvarja vrednost za delničarje. Vendar pa obstajajo tudi zelo različne razlage multiplikatorja P/CF, saj lahko gre za multiplikator, pri katerem ceno delimo bodisi s prostim denarnim tokom, ki pripada celotnemu podjetju (torej lastnikom lastniškega in dolžniškega kapitala), bodisi s prostim denarnim tokom, ki pripada le lastnikom lastniškega kapitala, bodisi pa s poenostavljenou verzijo denarnega toka, pri kateri čistemu dobičku prištejemo amortizacijo.

3.3.1. Način izračuna

Najpogosteje se torej multiplikator denarnega toka izračunava:

$$P / CF = \frac{\text{tržna kapitalizacija}}{\text{čisti dobiček} + \text{amortizacija}} \quad (3.26.)$$

Nekateri pa ta multiplikator razumejo drugače, in sicer:

$$P / CFO = \frac{\text{tržna kapitalizacija}}{\text{denarni tok iz poslovanja}} \quad (3.27.)$$

Torej se uporabi denarni tok iz poslovanja, zabeležen v izkazu denarnih tokov. Nekateri vlagatelji uporabijo prilagojen CFO, saj izločijo vse možne učinke na denarni tok iz poslovanja, ki so posledica financiranja ali investiranja (Stowe et al., 2002, str. 224). Naslednja možnost izračuna je:

$$P / FCFE = \frac{\text{tržna kapitalizacija}}{\text{prosti denarni tok}} \quad (3.28.)$$

Gre za prosti denarni tok, ki se ga ugotovi na enak način kot za vrednotenje DCF (v poglavju 2.1.2) in ki vsebuje izdatke za investicije (t. i. CAPEX).

Poleg tega nekateri uporabljajo prilagojeni denarni tok, in sicer prosti denarni tok, ki ga dobimo tako, da EBITDA-ju odštejemo CAPEX za vzdrževanje stanja in obratni kapital za vzdrževanje stanja; drugi pa uporabijo kar EBITDA. Najprimernejši način izračuna denarnega toka je tako odvisen predvsem od narave podjetja, dejavnosti, v kateri deluje, in tudi od strukture kapitala (Reilly in Brown, 1999, str. 391). V tem magistrskem delu bo uporaben prvi način izračuna, ki ga uporablja tudi Publikum.

3.3.2. Dejavniki, ki vplivajo na višino

Dejavniki, ki vplivajo na vrednost multiplikatorja (glede na najbolj pogosto opredelitev), so isti kot pri multiplikatorju P/E. Pri osnovni obliki multiplikatorja P/CF je razlika glede na P/E le v tem, da odpravlja težave z računovodskim vplivom na znesek amortizacije.

Enostopenjski in dvostopenjski izračun P/CF-ja sta:

$$P / CF = \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Denarni dobiček}} \quad (3.29.)$$

$$P / CF = \left(\frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n} \right) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n} \right) * \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Denarni dobiček}} \quad (3.30.)$$

3.3.3. Prednosti in slabosti

Prednosti:

- Denarni tok manipuliramo težje kot ostale kategorije (npr. dobiček). Posledično se izognemo možnosti, da razlike v računovodskih usmeritvah vplivajo na vrednotenje. Seveda oboje velja v primeru, ko uporabimo neposredno metodo izračunavanja denarnega toka, in ne, ko uporabimo posredno metodo (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 215).

- Empirične raziskave naj bi potrdile povezavo med razlikami v P/CF-ju ter dolgoročno povprečno donosnostjo posameznih delnic (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 215).
- Denarni tok naj bi bil bolj stabilen kot dobički, zato je tudi multiplikator bolj stabilen (Stowe et al., 2002, str. 222).

Slabosti:

- Vlagatelji različno izračunavajo denarni tok. Tako se lahko čistemu dobičku doda nedenarne postavke in spremembe (hitri približek je dobičku dodati amortizacijo), lahko se uporabi prosti denarni tok za lastnike lastniškega kapitala itd. Za denarni tok se lahko uporabi tudi kar EBITDA, pri čemer pa ponovno naletimo na težavo razlike med imenovalcem in števcem (EBITDA pripada tako lastnikom lastniškega kot dolžniškega kapitala).
- Če se uporablja za denarni tok približek (seštevek čistega dobička in amortizacije), multiplikator odpravi malo slabosti P/E-ja; razen slabosti, povezanih z amortizacijo.
- Denarni tok lahko zelo niha in je zato problematična njegova uporaba pri vrednotenju (Suozzo et al., 2001, str. 38), še posebej pri uporabi prostega denarnega toka (ki je lahko določeno obdobje tudi negativen) (Stowe et al., 2002, str. 223). Ta slabost pomeni, da se močno razlikuje mnenje, ali je bolj stabilen denarni tok ali čisti dobiček, predvsem pa se ponovno izpostavi slabost, da različni avtorji različno izračunavajo ta multiplikator in posledično prihajajo do različnih ugotovitev.

3.4. P/S IN EV/PRIHODKI

Multiplikator P/S je nastal kot posledica večjega zanimanja vlagateljev za delnice novih, vendar hitrorastočih podjetij (predvsem za t. i. podjetja dot com). Takrat se je multiplikator P/E izkazal za problematičnega, saj je bil zaradi nizkih dobičkov ali celo izgube teh podjetij neuporaben. Vlagatelji so zato začeli uporabljati multiplikator P/S.

3.4.1. Način izračuna

$$P/S = \frac{\text{tržna kapitalizacija}}{\text{prihodki od prodaje}} \quad (3.31.)$$

$$P/S = \frac{\text{Neto marža} * PR * (1 + g)}{k - g} \quad (3.32.)$$

P/S torej poenostavljeno pomeni, koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za 1 denarno enoto prodaje. Vendar pa multiplikator krši pravilo konsistentnosti števca in imenovalca v izračunu (štavec in imenovalec se morata nanašati na iste imetnike). V števcu imamo namreč ceno delnice, ki je pomembna za lastnike lastniškega kapitala, v imenovalcu pa imamo prihodke, ki pripadajo lastnikom lastniškega in dolžniškega kapitala. Ker vrednoti podjetja, ki nimajo dobička, še vedno pa morajo plačevati obresti, prihodki pripadajo bolj upnikom kot pa lastnikom lastniškega kapitala. Zato je pravilen multiplikator EV/Prihodki, ki se izračuna:

$$EV / \text{Prihodki} = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{\text{prihodki}} \quad (3.33.)$$

$$EV / \text{Prihodki} = \frac{(EBIT * (1 - t) / \text{Prihodki}) * (1 - \text{delež reinvestiranja})}{WACC - g} \quad (3.34.)$$

3.4.2. Dejavniki, ki vplivajo na višino

Bolj podrobne enačbe za izračun multiplikatorja P/S in EV/Prihodki so (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 6–8):

$$P/S = \left(\frac{PR_{hg} * (1 + g_{hg}) * (1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n})}{k_{hg} - g_{hg}} + \frac{PR * (1 + g_{hg})^n * (1 + g)}{(k - g) * (1 + k_{hg})^n} \right) * neto\ marža \quad (3.35.)$$

$$EV / prihodki = \frac{(1 - delež\ reinvestiranja_{hg}) * (1 + g_{hg}) * (1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n})}{k_{hg} - g_{hg}} + \frac{(1 - delež\ reinvestiranja) * (1 + g_{hg})^n * (1 + g)}{(k - g) * (1 + k_{hg})^n} * operativna\ marža\ po\ davkih \quad (3.36.)$$

Pri tem je delež reinvestiranja enak:

$$\frac{CAPEX - Amortizacija - ΔObratnega\ kapitala}{EBIT * (1 - t)} \quad (3.37.)$$

Suozzo et al. (2001, str. 15 in 42) podaja naslednji enostopenjski in dvostopenjski izračun :

$$EV / Prihodki = \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * (1 - t) * M \quad (3.38.)$$

$$EV / Prihodki = \left(\frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * (1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + WACC_{hg})^n}) \right. \\ \left. + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + WACC_{hg})^n} \right) * (1 - t) * M \quad (3.39.)$$

Dvostopenjski P/S se torej izračuna:

$$P/S = \left(\frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * (1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n}) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n} \right) * neto\ marža \quad (3.40.)$$

Za multiplikator P/S je torej pomembna neto marža, za multiplikator EV/Prihodki pa marža EBIT (tudi EBITDA). Podjetja z nizkimi multiplikatorji in visokimi maržami so podcenjena, podjetja z visokimi multiplikatorji in nizkimi maržami pa precenjena. Poleg tega je multiplikator EV/Prihodki (tako kot EV/EBIT) odvisen še od (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 6–9):

- deleža izplačila dobička za dividende; višji je delež izplačila, višji je upravičeni multiplikator,
- zahtevane stopnje donosa oziroma tveganja; večje je tveganje, nižji je upravičeni multiplikator,
- stopnje prihodnje rasti podjetja; večja je pričakovana rast, višji je upravičeni multiplikator,
- davčne stopnje; višja stopnja pomeni nižji upravičeni multiplikator,

- potrebe po investiranju; višja je potreba po investiranju za doseganje pričakovane stopnje rasti, nižji je upravičeni multiplikator ter
- deleža amortizacije v prihodkih; višji je delež, nižji je multiplikator.

Vendar se EV/Prihodki od ostalih multiplikatorjev EV razlikuje predvsem glede marž. Gre namreč za najbolj pomembno spremenljivko pri multiplikatorjih na podlagi prodaje (neto, EBITDA ali EBIT). Višje marže pomenijo, da je prodaja bolj donosna in so lahko multiplikatorji višji. Skratka, pomembna je moč prodaje. Poleg marž pa kažeta na moč prodaje tudi kazalca prihodki na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala in obrat sredstev. Pričakovana rast lastniškega kapitala je tako zmnožek deleža zadržanega dobička, neto marže ter koeficienta med prodajo in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala.

Pri ugotavljanju precenjenosti oziroma podcenjenosti delnice nekega podjetja na podlagi multiplikatorja EV/Prihodki je torej ključna naslednja matrika v tabeli 10 (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 21).

Tabela 10: Matrika EV/Prihodki in marž.

		Marža	
		Visok EV/S	Visoki EV/S
		Nizka marža	Visoka marža
EV/Prihodki		Nizek EV/S	Nizek EV/S
		Nizka marža	Visoka marža

Vir: Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 21.

Zgornji levi kvadrant prikazuje precenjene delnice, spodnji desni pa podcenjene. Problem podaje ocene vrednosti na podlagi matrike pa je, da ne upošteva ostalih spremenljivk, s čimer lahko zavede vlagatelja (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 21).

Vendar pa visoka odvisnost uporabnosti multiplikatorja EV/Prihodki od marž istočasno povzroča številne probleme oziroma dejstva, ki jih mora vlagatelj dobro poznati, preden se odloči za ta multiplikator:

- Marže v času rastejo ali padajo. Torej je treba analizirati tudi dejavnost in dogajanje v njej (npr. s Porterjevim pristopom petih silnic) ter preko tega oceniti prihodnje gibanje marž. Npr. če se pričakuje, da bodo marže v prihodnosti rasle, se lahko upraviči tudi visok multiplikator, vendar je del porasta marž torej že vštet v ceno delnice. Po drugi strani se slabo piše podjetjem, katerih marže upadajo zaradi močne konkurence. To namreč pomeni, da bo v prihodnosti upadel tudi multiplikator.
- Različne dejavnosti imajo zelo različne marže. Ponekod je za ustvarjanje prodaje potrebnih veliko sredstev in kapitala (npr. hotelirstvo), ponekod pa ne (npr. internetna prodaja). Prav tako se razlikujejo strategije. Nekatera podjetja skušajo uvajati čim več popustov in drugih prodajnih akcij, s čimer dosežejo visok obseg prodaje, a realizirajo nižje marže. Druga podjetja vlagajo v blagovno znamko in nato zaračunavajo zelo visoko maržo na račun priznanega imena. Katera strategija je primernejša, je odvisno od okolja, stroškovne strukture, konkurenčnih prednosti itd. Zato bi moralno vsako podjetje samo izračunati, katera strategija je zanj optimalna.
- Upad marž pomeni dvojni negativni vpliv na multiplikatorje; najprej direktni preko padca in nato posredni preko nižje pričakovane rasti (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 10).
- Poleg tega je treba pri prodaji upoštevati še problematiko nihanja prodaje skozi leta, predvsem ko gre za projektna podjetja.

Vsekakor je pri uporabi multiplikatorjev na podlagi prodaje pomembno poznati marže ter povezavo med njimi, kar nakazuje tudi naslednja tabela oziroma primer.

Tabela 11: Multiplikatorji in marže ameriških restavracij.

Podjetje	Država	P/S	EV/Prihodki	Marža EBIT	Neto marža
Darden Restaurants Inc	ZDA	1,1	1,2	10,3	4,4
McDonald's Corp	ZDA	3,0	3,2	21,2	10,4
Starbucks Corp	ZDA	2,2	2,3	10,3	6,9
Wendy's International Inc	ZDA	1,4	1,4	3,2	3,1
Yum! Brands Inc	ZDA	1,8	2,0	13,6	9,0
Povprečje		1,9	2,0	11,7	6,8

Vir: Bloomberg, lastni prikaz.

Tabela 11 prikazuje podjetja v indeksu S&P 500 v segmentu restavracij (angl. *retail-restaurants*). Iz tabele je razviden odnos med multiplikatorji EV/Prihodki in maržami, saj imajo podjetja z višjo maržo praviloma tudi višji multiplikator. Vendar istočasno tabela tudi prikazuje, da razmerje ni popolno ter da se analistik pri pojasnjevanju multiplikatorja, povezanega s prodajo, ne more zanašati le na marže.

3.4.3. Prednosti in slabosti EV/Prihodki

Prednosti multiplikatorja EV/Prihodki so (Suozzo et al., 2001, str. 28):

- Primeren je, ko podjetje še nima dobička. V tem primeru so namreč ostali multiplikatorji neuporabni. Primeren je torej predvsem pri podjetjih na začetku poslovanja, ko prodaja raste, vendar zaradi zagonskih stroškov še ni dobička.
- Primeren je pri podjetjih s ciklično naravo prodajnih cen. V tem primeru je ponavadi prodaja bolj stabilna kot pa dobički, kar pa pomeni, da bi multiplikatorji od četrteletja do četrteletja močno nihali, kar bi povzročalo težave pri vrednotenju. Po drugi strani pa multiplikator ni toliko primeren za podjetja, pri katerih niha celotna prodaja oziroma pri katerih je prodaja podvržena sezonskim nihanjem (npr. v primeru projektnih podjetij).
- Ni toliko podvržen računovodskim manipulacijam, saj se prodajo težje računovodska prilagodi kot pa dobiček ali knjigovodska vrednost.
- Primeren je pri prevzemih podjetij, ki imajo trenutno bistveno nižjo maržo, kot bi jo lahko imela v primeru boljšega managementa ali drugih vplivov prevzemnika. V tem primeru prevzemnik kupuje predvsem prodajo ciljnega podjetja, na katero bo potem lahko apliciral svoje marže oziroma učinkovitost.

Tudi za P/S so podane naslednje prednosti (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 214):

- Vedno je pozitiven.
- Manj je podvržen manipulaciji.
- Ni tako volatilen kot multiplikator P/E, kar pomeni večjo uporabnost v primeru vrednotenja podjetja, katerega dobički nihajo (zaradi poslovnega ali finančnega vzvoda).
- Primeren je za vrednotenje podjetij, ki so v začetni fazi življenskega cikla in imajo zato le prihodke, ne pa tudi dobičkov.
- Glede na empirične raziskave je povezan z dolgoročnimi donosi (Stowe et al., 2002, str. 237).

Predvsem v tehnologiji (ali novih dejavnostih) sta multiplikatorja P/S in EV/Prihodki uporabljeni pogosto, saj gre za hitrorastoča podjetja, ki nimajo dobičkov. Vlagatelji so posledično plačevali visoke zneske za enoto prihodka podjetja. Vendar se je kmalu izkazalo, da prihodki niso vse. Npr. Rhythms NetConnections je nekaj četrteletij zapored podvojil prihodke, medtem ko je istočasno beležil vse večjo izgubo. Medtem ko so nekatera podjetja

uspela doseči preobrat glede marž, pa so druga ostala v negativnih številkah in propadla (Bodie, Kane in Marcus, 2001, str. 590). Posledično se je v zadnjih letih privlačnost podjetij brez dobička močno zmanjšala, saj so vlagatelji postali bolj previdni zaradi korekcije in propada internetnih podjetij (t.i. podjetij dot com).

Slabosti multiplikatorja EV/Prihodki:

- Prodaja naj bi bila manj podvržena računovodskim manipulacijam, vendar to pogosto zavede vlagatelje, da spregledajo možnost manipulacije s prihodki. Tudi na prihodke namreč vpliva računovodska politika, in sicer s poročanjem neto ali bruto prihodkov (npr. hoteli lahko poročajo svoje prihodke tako, da vključijo provizije agencijam ali pa ne) ter s politiko priznavanja prihodkov (še posebej v primeru, ko se prihodki priznavajo postopno v skladu z nastajanjem stroškov). Prav tako pa se lahko zaplete pri poročanju prihodkov, ko imajo kupci pravico do vračila izdelka oziroma povračila denarja (Suozzo et al., 2001, str. 28).
- Tudi prihodki lahko nihajo (sezonsko). V teh primerih je multiplikator neprimeren za vrednotenje (Suozzo et al., 2001, str. 28).
- Multiplikator ni primeren, kadar se profitne marže razlikujejo. Podjetje z višjimi profitnimi maržami ima namreč upravičeno višji multiplikator EV/Prihodki, saj vsak evro prodaje prinese več dobička kot pa pri podjetju, ki ima nižje marže. P/S 1 pomeni, da je vlagatelj pripravljen plačati 1 EUR za enoto prodaje, vendar je močna razlika, ali je profitna marža 40 % ali 10 %. V prvem primeru podjetje na 1 enoto prodaje dobi 0,4 enote dobička, v drugem pa le 0,1. Prvo podjetje bi bilo bolj donosno z vidika prodaje in vlagatelji bi bili zanj pripravljeni plačati več na enoto prodaje kot v primeru drugega podjetja. Tako imajo podjetja z višjimi maržami ponavadi tudi višji multiplikator P/S, vendar ne zaradi precenjenosti. Na podlagi tega multiplikatorja torej ne moremo primerjati in vrednotiti podjetij z bistveno različnimi maržami.

Za P/S so podane podobne slabosti (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 214):

- Visok prihodek še ne pomeni visokega dobička.
- Ne zajame razlik v strukturni stroškov oziroma v stroškovni učinkovitosti.
- Še vedno je podvržen manipulacijam. Stowe in drugi navajajo primer, ko so internetna podjetja na podlagi blagovne menjave med seboj priznavala prihodke ter posledično napihovala prihodke in nižala P/S (Stowe et al., 2002, str. 218).

Skratka, največja slabost multiplikatorja je, da lahko zavajajoče kaže na podcenjeno podjetje. Visoka rast prihodkov še ne kaže na dobičkonosnost, še posebej, ker lahko podjetje spodbudi prodajo z nižanjem marž oziroma celo z dumping prodajo (prodajo z izgubo). Visoka rast prodaje je tudi en izmed najpogostejših razlogov za bankrot podjetij, saj zaidejo v težave s financiranjem obratnih sredstev. Posledično podjetje ne propade zaradi slabe prodaje, ampak zaradi predobre oziroma prehitre rasti prodaje. Ker taka podjetja istočasno vrednotimo z EV/Prihodki, se lahko torej vlagatelji hitro ujamejo v zanko.

3.4.4. Potrebne prilagoditve

Suozzo et al (2001, str. 29) navaja, kako lahko v primerih različnih marž vseeno uporabimo multiplikator EV/Prihodki, in sicer s prilagoditvijo:

$$\frac{EV / Prihodki}{Operativna marža primerljivega podjetja} * \frac{EV / Prihodki}{Operativna marža primerljivega podjetja} \quad (3.41.)$$

V primeru nizkih prihodkov in pričakovanih visokih prihodkov v prihodnosti (in torej visoke stopnje rasti) ima vlagatelj pri ugotavljanju vrednosti podjetja naslednje možnosti (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 30–31):

- Uporabi lahko povprečni prihodkovni multiplikator dejavnosti ali trga ter nanj aplicira prihodke v prihodnjem letu ali čez nekaj let. Vendar mora v tem primeru pridobljeno vrednost diskontirati na sedanjost.
- Lahko pa naredi obratno in izračuna povprečni multiplikator, ki ga bo imel trg ali dejavnost čez eno ali več let (pri tem uporabi trenutno vrednost podjetja in pričakovane prihodke). Nato na ta multiplikator aplicira prihodnji prihodek podjetja.
- Najbolj zapleten način pridobivanja vrednosti pa je, da oceni operativno maržo, rast prihodkov in tveganje v prihodnjih letih, nato oceni razliko od ostalih primerljivih podjetij ter to aplicira na neko regresijsko funkcijo.

3.4.5. Alternativni načini uporabe

Tudi pri teh multiplikatorjih lahko naredimo regresijo, pri kateri za neodvisno spremenljivko podamo neto maržo ali maržo EBIT po davkih.

V primeru negativnih dobičkov za regresijo Damodaran svetuje neodvisno spremenljivko denarna sredstva glede na EBITDA, ki je v teh primerih negativen. Ta multiplikator namreč kaže, koliko časa lahko podjetje zdrži negativne dobičke oziroma koliko časa lahko izgublja s prodajo. Nižji multiplikator pomeni, da je podjetje bolj tvegano, saj potrebuje začetek dobičkonosne prodaje, ker nima več veliko rezerv (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 27). Toda regresijske metode zaenkrat niso bile uspešne pri pojasnjevanju multiplikatorjev EV/Prihodki, saj so vse regresijske enačbe podajale prenizek determinacijski koeficient. To lahko razložimo z dejstvom, da so ponavadi v vsaki dejavnosti zelo različna podjetja; od podjetij z visoko blagovno znamko, podjetij z nizko profitno maržo do podjetij z negativnimi dobički.

3.4.6. Prevzemi in združitve

Multiplikator EV/Prihodki se pogosto uporablja pri prevzemih. Prevzemno podjetje lahko namreč pri vrednotenju tarče pogosto uporabi svojo maržo. Prevzemnik bo namreč v prevzetem podjetju uvedel svoj sistem ter ustrezno obvladoval stroške in apliciral svoje prodajne marže. Prav tako lahko pride do prihrankov zaradi različnih sinergij oziroma odprave nekaterih po prevzemu nepotrebnih administrativnih stroškov. Posledično lahko pričakuje, da bo imelo po nekem obdobju tudi prevzeto podjetje podobno maržo kot prevzemnik. To pomeni, da se pri vrednotenju uporablja predpostavka o prihodnjih dobičkih in prihodnjih profitnih maržah.

Primer dobrega prevzemnika je Amphenol (kot izredno učinkovitega in uspešnega prevzemnika ga obravnavata tako Citigroup kot Morningstar), saj pri svojih tarčah (ki imajo pred prevzemom bistveno nižje marže) hitro doseže reorganizacijo in zviša marže na nivo svoje proizvodnje. Podjetje Amphenol je tako decembra 2005 prevzelo podjetje TCS. Že v letu dni so uspeli dvigniti maržo EBIT s 5 % na 16 %, in sicer s kombinacijo višanja prihodkov in zmanjševanja stroškov (v tem obdobju je imel Amphenol maržo okoli 17 %) (Morningstar, 2007, str. 1). Analitiki nekaterih družb so zato prevzeme Amphenola obravnavali kot zelo pozitivne novice, saj so predvidevali podoben scenarij tudi za nove tarče.

Ponovno pa je treba poudariti, da bo skušal prevzemnik pozitivne sinergijske učinke prevzema (višje marže) čim bolj zadržati zase in jih ne bo hotel v celoti dati delničarjem

prevzetega podjetja preko prevzemne premije. Prav tako pa vlagatelj ne sme pozabiti, da gre v primeru prevzemnih multiplikatorjev za že vgrajeno prevzemno premijo.

3.5. P/B

Multiplikator P/B je eden izmed starejših multiplikatorjev in za razliko od ostalih ne temelji na izkazu poslovnega izida, ampak na bilanci stanja.

3.5.1. Način izračuna

Multiplikator P/B primerja tržno ceno delnice s knjigovodska vrednostjo lastniškega kapitala in torej dejansko kaže razmerje, koliko več (ali manj) ceni trg kapital.

$$Količnik tržne kapitalizacije = \frac{tržna vrednost lastniškega kapitala}{knjigovodska vrednost lastniškega kapitala} \quad (3.42)$$

Knjigovodska vrednost ni ne tržna vrednost lastniškega kapitala ne poštena vrednost lastniškega kapitala, temveč akumulacija računovodskega vnosov in popravkov od začetka delovanja podjetja. Vsebuje tri sestavine (White, Sondhi in Fried, 2003, str. 621):

- osnovni zagonski kapital, povečan za vrednost morebitnih dodatnih izdaj delnic oziroma zmanjšan za vrednost morebitnih odkupov lastnih delnic,
- zadržane dobičke v celotni dobi podjetja in
- računovodske popravke glede na posamezne računovodske standarde, ki jih uporablja podjetje.

Ravno zaradi razlike med v prihodnost usmerjenim trgom ter v preteklost usmerjenim knjigovodska izkazanim dobičkom je pri večini podjetij tržna vrednost večja od knjigovodske vrednosti (multiplikator P/B ima vrednost nad 1). Potencialni lastniki so torej pripravljeni plačati za podjetje več od vrednosti, zabeležene v knjigovodstvu, kar kaže na pozitivna pričakovanja glede prihodnje rasti podjetij (Brigham in Daves, 2004, str. 242).

Za vrednost lastniškega kapitala se lahko vzame trenutna vrednost lastniškega kapitala, povprečna vrednost lastniškega kapitala ali vrednost lastniškega kapitala na koncu poslovnega leta. Najboljša je ponovno trenutna vrednost lastniškega kapitala, ki je najbolj aktualna, pa tudi relativno enostavna za uporabo.

3.5.2. Dejavniki, ki vplivajo na višino

Podrobnejši načini izračuna so (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 10 in Suozzo et al., 2001, str. 15):

$$P/B = \frac{PR * (1+g) * ROE}{k - g} \quad (3.43.)$$

$$P/B = \frac{PR_{hg} * (1+g_{hg}) * ROE_{hg} * (1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n})}{k_{hg} - g_{hg}} + \frac{PR * (1+g_{hg})^n * ROE * (1+g)}{(k-g) * (1+k_{hg})^n} \quad (3.44.)$$

$$P/B = \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * ROE oziroma \frac{ROE - g}{k - g} \quad (3.45.)$$

Enačba (3.45) nam pove, da je v primeru, ko je ROE enak strošku lastniškega kapitala, multiplikator enak 1.

(3.46.)

$$P/B = \frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n}\right) * ROE_{hg} + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1 + g_{hg})^n}{(1 + k_{hg})^n} * ROE$$

Dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja in multiplikatorja, so:

- delež izplačila dobička za dividende; višji je delež izplačila, višji je upravičeni multiplikator,
- zahtevana stopnja donosa oziroma tveganja; večje je tveganje, nižji je upravičeni multiplikator,
- stopnja prihodnje rasti podjetja; večja je pričakovana rast, višji je upravičeni multiplikator in
- donosnost lastniškega kapitala; večji je ROE, višji je upravičeni multiplikator.

V primeru P/B-ja je ključen predvsem ROE, v povezavi s katerim se pogosto obravnava P/B. Pri razmerju P/B-ja in ROE-ja ponavadi velja, da imajo podjetja z višjim ROE-jem tudi večje pozitivno razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kot pa podjetja z nižjim ROE-jem (Brigham in Daves, 2004, str. 242). ROE ima tako neposreden kot posreden vpliv na višino P/B-ja. Višji ROE posredno zviša stopnjo rasti v dobičkih ter posledično tudi delež izplačila; višji ROE namreč zviša (ali zniža, če je negativen) razliko od stroškov lastniškega kapitala. Poleg tega na višino lastniškega kapitala in posledično na multiplikator P/B vpliva še struktura kapitala. Podjetje lahko namreč izboljša ROE in zniža multiplikator P/B s povišanjem finančnega vzvoda. Vendar je treba upoštevati še poslovni vzvod. Finančni vzvod je namreč visok predvsem pri podjetjih in dejavnostih, v katerih je poslovni vzvod nižji. Tako je višina ROE-ja povezana s tveganjem.

Dodaten problem predstavljajo tudi dobro ime in odloženi davki. Računovodske usmeritve namreč pod določenimi pogoji zahtevajo znižanje teh postavk, kar privede do znižanja lastniškega kapitala. Te spremembe so lahko tako močne, da postane lastniški kapital celo negativen. Primer je General Motors, ki ima zelo visoko postavko odložena davčna sredstva; ta predstavljajo morebitne olajšave, ki bi jih podjetje lahko izkoristilo, če bi imelo dobiček. Vendar lahko podjetje ta sredstva uporabi le začasno in obstaja možnost, da ne bo uspelo doseči pozitivnih številk dovolj hitro, da bi lahko izkoristilo te olajšave. Posledično bi lahko sklepali, da gre zgolj za navidezna sredstva, ki nimajo realne osnove. Zato je tudi stanje lastniškega kapitala v bilanci stanja napačno oziroma zavajajoče. Ta primer pa podaja še dve pomembni zanimivosti. Prvič, tudi lastniški kapital je lahko negativen (30. 6. 2007 je bilanca pokazala negativni lastniški kapital v višini 3,5 mrd USD, in to še pred odpisom davčnih sredstev), posledično pa je multiplikator P/B neuporaben. Drugič, revizorji v 52 % primerih bankrotov v letu 2001 (skupaj je bankrotiralo 257 javnih delniških družb) niso podali zaskrbljenosti nad stanjem bilanc in zmožnostjo dolgoročnega obstoja podjetja (Coster, 2007).

Na multiplikator P/B ima velik vpliv tudi izbran poslovni model. Npr. prenos proizvodnje na kooperante (v zunanje izvajanje) in sistem JIT (just in time) pomenita nižja sredstva (osnovna ali obratna) ter posledično manjšo knjigovodsko vrednost na delnico (višji P/B). Podjetje s tem ustvarja nadpovprečno visoke prihodke na sredstva (kar je pozitivno, seveda pa pomeni tudi določeno tveganje), kazalec P/B pa je v takih primerih visok, zato podjetje pri vrednotenju kaznovano preko P/B-ja (Stowe et al., 2002, str. 209).

3.5.3. Prednosti in slabosti P/B-ja

Prednosti multiplikatorja:

- Primeren je, kadar otipljiva sredstva vplivajo na ustvarjanje vrednosti za podjetje. To velja predvsem za kapitalsko zelo intenzivne dejavnosti (Suozzo et al., 2001, str. 38).
- Dober je za vrednotenje finančnih institucij, pri katerih je mogoče lažje in bolj natančno ovrednotiti knjigovodsko vrednost. V kombinaciji s kazalcem ROE je tako izredno dober kazalec za vrednotenje podjetij in pregled podcenjenih ali precenjenih podjetij (Suozzo et al., 2001, str. 39).
- Knjigovodska vrednost je lahko uporabljena, ko ima podjetje izgubo in tako ne morejo biti uporabljeni multiplikatorji na podlagi dobičkov. Multiplikator P/B je torej skoraj vedno mogoče uporabiti, vprašanje pa je, ali je to smiselno (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 204). Po drugi strani pa ima lahko podjetje tudi ta multiplikator negativen, če dalj časa beleži izgubo, ki je porabila ves kapital. Vendar pa je takih podjetij relativno malo.
- Knjigovodska vrednost je bolj stabilna od dobičkov in se giblje bolj počasi (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 204). Nekateri vlagatelji imajo tako večje zaupanje v otipljivo vrednost podjetja kot v oceno prihodnjih denarnih tokov, ki se nanašajo na neotipljive ocene.
- Primeren je, kadar ima podjetje v bilanci veliko otipljivih likvidnih sredstev, ki se jim lahko oceni trenutna tržna vrednost (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 204).
- Primeren je za vrednotenje podjetij v stečaju oziroma v postopku likvidacije (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 204).
- Če podjetja uporabljajo enake ali podobne računovodske standarde in usmeritve, P/B podaja dokaj natančno primerjavo med njimi.
- Uporaben je tudi zgolj kot pokazatelj potencialno podcenjenih delnic. Skratka, multiplikatorja sicer ne moremo uporabiti za vrednotenje, a lahko vseeno poda znak o tem, ali se splača podjetje ogledati natančneje ali ne. Npr. multiplikator blizu ali pod 1 je lahko znak, da je delnica podcenjena, oziroma je manj verjetnosti, da je precenjena.
- P/B naj bi bil najbolj povezan z donosi oziroma naj bi najbolje napovedoval prihodnje donose. To je pokazala raziskava Famea in Frencha leta 1992. Podjetja z nizkimi P/B-ji naj bi imela boljše donose v prihodnosti kot podjetja z visokimi P/B-ji. Empirične raziskave naj bi torej potrdile povezavo med razlikami v P/B-jih ter dolgoročno povprečno donosnostjo posameznih delnic (White, Sondhi in Dov, 2003, str. 153).

Slabosti multiplikatorja:

- P/B ne zajema intelektualnega kapitala ali drugih neotipljivih sredstev, ki pa postajajo danes vse pomembnejša. Sredstva ovrednoti po pravilih računovodskih standardov, kar v nekaterih primerih pomeni, da niso ocenjena ekonomsko realno. Knjigovodstvo namreč ne ovrednoti ustrezzo zlasti dobrega imena in drugih neotipljivih sredstev, tožb itd. (White, Sondhi in Fried, 2003, str. 153). Če ima podjetje veliko neotipljivih sredstev, je torej težko uporabiti knjigovodsko vrednost kot pravo merilo vrednosti podjetja.
- Je pod vplivom nekaterih strateških odločitev managementa. Podjetje, ki da svojo proizvodnjo v zunanje izvajanje (angl. *outsource*), ima manj sredstev in nižjo knjigovodsko vrednost ter s tem višjo vrednost P/B-ja. Podjetje tako deluje precenjeno zaradi odločitve, ki je lahko poslovno zelo smiselna in dobičkonosna (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 213).
- Je pod vplivom računovodskih kategorij in politik. V ZDA tako US GAAP predpisuje, da se morajo stroški razvoja in raziskav vnesti med stroške, kar zmanjša investicije in poviša dobiček v prihodnjih letih. Posledično je izkazan lastniški kapital prenizek, P/B pa previsok (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 205).
- Knjigovodska vrednost je računovodska postavka in s tem lahko predmet manipulacij.

- Inflacija (kakor tudi tehnološki napredek) ima vpliv na knjigovodska vrednost (CFA, Level I, Knjiga 4, 2007, str. 205).
- Knjigovodska vrednost je tudi zgodovinska postavka, ki je lahko ob uporabi že zastarela. Računovodstvo namreč absorbira poslovne dogodke šele ob izpolnitvi vseh pogojev, ki jih narekujejo in predpisujejo računovodski standardi. Trg kapitala pa je zelo dinamičen in relativno hitro reagira na nove novice in pričakovanja. Cena, ki je v števcu multiplikatorja, se torej hitro prilagodi na nove razmere, imenovalec pa zaostaja in se prilagodi šele po izpolnitvi vseh pogojev. Zato se knjigovodska cena delnice (ki je rezultat računovodsko izkazanih gospodarskih kategorij) pogosto razlikuje od tržne cene delnice (Turk, Kavčič in Kokotec - Novak, 2003, str. 735). Še posebej v pogojih inflacije in tehnološkega napredka je razlika med tržno in knjigovodska vrednostjo nekega sredstva večja (Stowe et al., 2002, str. 208). Multiplikator torej temelji izključno na preteklih (računovodskih) podatkih, ki niso nujno dober pokazatelj prihodnjega poslovanja.
- Damodaran navaja, da je lahko multiplikator problematičen, kadar imamo več razredov delnic oziroma kadar imamo prednostne delnice. V teh primerih je težko določiti, kolikšen del lastniškega kapitala pripada vsaki od delnic oziroma moramo dobiti ta podatek, da lahko dobimo pravilen multiplikator P/B. Prav tako je potrebna prilagoditev lastniškega kapitala v primeru opcij ali konvertibilnih obveznic (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 2–3).

3.5.4. Način uporabe

Vrednotenje na podlagi multiplikatorja P/B je mogoče na tri načine:

- Primerjava P/B-jev. Gre za subjektivno metodo, ki je podobna kot vrednotenje na podlagi drugih multiplikatorjev.
- Metoda matrik (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 18–19).

Tabela 12: Matrika P/B in razlike med ROE in stroškom lastniškega kapitala.

		ROE – Strošek lastniškega kapitala	
		Visok P/B	Visok P/B
P/B	Nizka razlika	Nizka razlika	Visoka razlika
	Nizek P/B	Nizek P/B	Visoka razlika

Vir: Damodaran, 2002, poglavje 19, str. 18–19.

V zgornjem levem kvadrantu se nahajajo precenjene delnice, v spodnjem desnem pa podcenjene delnice.

- Regresijska metoda. Naredimo lahko regresijsko enačbo, v kateri je P/B odvisna, ROE pa neodvisna spremenljivka. Poleg tega lahko dodamo v regresijsko enačbo tudi kakšno drugo neodvisno spremenljivko, da dobimo boljši determinacijski koeficient.

Damodaran je navedel naslednjo enačbo: $P/B = -0,59 + 8,93 * ROE + 0,0809 * \text{delež izplačila} + 0,917 * \text{Beta} + 7,55 * \text{stopnja rasti}$ (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 23–25).

3.5.5. Potrebne prilagoditve

Pogosto se naredijo prilagoditve multiplikatorjev P/B. Ena od pogostejših prilagoditev je uporaba otpljive knjigovodske vrednosti (angl. *tangible book value*), pri čemer lastniškemu kapitalu odštejemo morebitno dobro ime in patente ter izvedemo prilagoditve za izvenbilančna sredstva in obveznosti. Predvsem dobro ime je sporno, saj nastane, ko podjetje prevzame drugo podjetje ali sredstva nad knjigovodska vrednostjo. To pomeni, da lahko

dobro ime vsebuje tudi neupravičeno preplačilo nakupljenega podjetja oziroma sredstev (Stowe et al., 2002, str. 211).

Prav tako je treba narediti prilagoditve, če podjetja uporabljajo različno metodo beleženja zalog (FIFO ali LIFO) (CFA, Level II, Knjiga 4, 2007, str. 213). Za podjetja, ki uporabljajo metodo LIFO, se tako lastniškemu kapitalu podjetja prišteje razlika vrednosti zalog med metodama LIFO in FIFO, zmanjšana za davke. Metoda LIFO namreč povzroči manjši lastniški kapital, saj je nižja tako vrednost zalog, kakor tudi čisti dobiček.

Večjo uporabnost multiplikatorja P/B in boljšo oceno prave knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala lahko zagotovo dosežemo z uporabo poštenih cen sredstev in obveznosti (tržnih cen, po katerih bi se lahko sredstvo prodalo itd.), za razliko od uporabe zgodovinskih vrednosti (nabavne vrednosti, zmanjšane za akumulirano amortizacijo, ki je lahko glede na tržno vrednost previsoka ali prenizka). Vendar pa računovodski standardi zelo različno predpisujejo, kaj naj se zabeleži po pošteni vrednosti in kaj po zgodovinski vrednosti (Stowe et al., 2002, str. 211). Posledično je mogočih zelo veliko prilagoditev, da bi dobili pravo vrednost lastniškega kapitala, pri čemer pa dodaten problem predstavlja ocena tržne vrednosti nekaterih sredstev (ki niso likvidna in standardizirana).

Na multiplikator P/B imata lahko močan vpliv (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 4):

- Odkup lastnih delnic. Lastniški kapital moramo zmanjšati za znesek odkupljenih delnic, kar pomeni, da se multiplikator poviša.
- Prevzem. Podjetje lahko zabeleži prevzeto podjetje po tržni (nakupni) vrednosti (angl. *purchase accounting*) in za ta znesek poviša lastniški kapital. Lahko pa zabeleži prevzeto podjetje po knjigovodski vrednosti (angl. *pooling accounting*) in se tako lastniški kapital poviša samo za ta znesek. Seveda bo v drugem primeru multiplikator P/B bistveno višji kot v prvem primeru.

Tudi v primeru multiplikatorja P/B moramo izvesti nekatere prilagoditve, če imamo v strukturi obveznosti tudi prednostne delnice. Knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala moramo tako zmanjšati za vrednost prednostnih delnic.

3.5.6. Tobin Q

Alternativni način, ki se pogosto izpelje iz vrednotenja P/B, je kazalec Tobin Q, ki ga izračunamo na sledeč način:

$$TobinQ = \frac{\text{tržna vrednost sredstev}}{\text{stroški nadomestitve sredstev}} \quad (3.47.)$$

V praksi se lahko za tržno vrednost sredstev poda tržna vrednost podjetja, za nadomestitveno vrednost pa knjigovodska vrednost sredstev, prilagojena za inflacijo (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 38).

Na Tobin Q vplivajo:

- Tehnologija na tržno vrednost. Če gre za dejavnost, v kateri se tehnologija hitro razvija, se tržna vrednost hitro zmanjšuje, saj tehnologija pospešeno zastareva.
- Inflacija na nadomestitveno vrednost. Višja inflacija pomeni višjo nadomestitveno vrednost in nižji kazalec Tobin Q.
- Starost sredstev vpliva tako na tehnologijo kot tudi na inflacijo.

Visoka inflacija lahko torej potisne stroške nadomestitve navzgor. Hiter tehnološki razvoj pa potisne tržno vrednost sredstev navzdol. Preko tega torej Tobin Q bolje ponazori vrednost sredstev kot tradicionalni multiplikator P/B (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 36–37).

Vendar pa prinaša kazalec Tobin Q v praksi tudi slabosti oziroma težave, tako pri izračunu kot tolmačenju rezultatov. Izračun je problematičen, saj je potrebno dodatno delo oziroma številni dodatni podatki, da pridemo do vrednosti kazalca. Predvsem je težko ugotoviti nadomestitveno vrednost, še posebej v primerih, ko se s sredstvom ne trguje na trgu. Zaradi problema pridobivanja podatkov oziroma ker jih lahko pogosto pridobimo le s subjektivno oceno, se vlagatelji pogosto odločijo, da uporabijo kar multiplikator P/B (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 37).

Glede presoje rezultata pa ni nobene raziskave, ki bi podala primerno vrednost nadomestitvenega kazalca. Na podlagi teorije velja le, da bodo imela podjetja, ki ne izkoristijo svojih sredstev dovolj učinkovito in imajo negativen presežni donos, kazalec pod 1 (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 36). Skratka, Tobin Q bo večji od 1, ko so sredstva bolj donosna od zahtevanega donosa, in manjši od 1, ko so sredstva manj donosna od zahtevanega donosa. Ni pa druge oprijemljive statistike, na katero bi se lahko zanesli pri presoji rezultatov. To je ponovno povezano s prvim problemom kazalca Tobin Q – problema z izračunom, zaradi česar lahko zelo redko pridobimo podatke o povprečnih vrednostih tega kazalca v posamezni dejavnosti.

Kazalec Tobin Q tako najbolje služi za iskanje podjetij, za katere obstaja velika vrednost, da bodo prevzeta in prestrukturirana (bodisi odprodana po delih bodisi bo izvedena temeljita reorganizacija poslovanja), ter ponavadi sodijo v zrele dejavnosti z nizko stopnjo rasti in počasnim napredkom v tehnologiji. To potrjujejo tudi nekatere raziskave (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 38).

3.6. EV/KOLIČINSKA ENOTA

V finančnem svetu so se pojavili tudi posebni multiplikatorji, ki ne temeljijo na računovodskeh kategorijah.

V primeru multiplikatorja EV/količinska enota oziroma EV/dokazani viri gre za multiplikator, ki se razlikuje med dejavnostmi, prav tako pa je tesno povezan z za sektor specifičnimi dejavniki ustvarjanja vrednosti. Zato bodo v tem poglavju podane samo nekatere splošne značilnosti in opredelitev. Praktična uporabnost in konkretni dejavniki ustvarjanja vrednosti pa bodo podani v poglavju 4 v okviru posameznih dejavnosti.

3.6.1. Način izračuna

V števcu je ponavadi celotna vrednost podjetja, saj upošteva različne stopnje zadolžitev. V imenovalcu pa je neka količinska enota, ki jo podjetje proizvaja, oziroma druga storitvena enota.

$$EV / količinska\ enota = \frac{tržna\ kapitalizacija + neto\ dolg}{količinska\ enota} \quad (3.48.)$$

Dejavniki, ki vplivajo na vrednost, so torej zelo različni, vplivali pa naj bi predvsem na prihodnjo rast prihodkov in dobička podjetja. Ker gre ponavadi za fizične količine, pa vedno obstaja tveganje, da teh količin podjetje ne uspe monetizirati oziroma pretvoriti v prihodke in

dobiček. Prav tako je v primeru uporabe proizvedenih fizičnih enot kazalec primeren le za dejavnosti in podjetja, ki proizvajajo neko standardno in homogeno enoto blaga. V primeru, da se blago razlikuje zaradi različnih razlogov diferenciacije, je kazalec neprimeren, saj bi metoda izenačila različno blago.

V primeru naftnih delnic ali delnic rudnikov se pogosto uporabi naslednji multiplikator:

$$EV / Rezerve = \frac{tržna kapitalizacija + neto dolg}{rezerve} \quad (3.49.)$$

Uporabljene so torej rezerve surovine, ki jih imajo podjetja. Vendar pa se multiplikator nato ponavadi razdeli na različne multiplikatorje, saj so uporabljeni različno dokazljive rezerve. Pri tem so pogosto uporabljeni standardi, določeni s strani panožnih mednarodnih organizacij, ki podajo postopke izračuna rezerv oziroma kaj se šteje v kateri razred rezerv. Obstajajo namreč dokazljive rezerve, ki so praktično zagotovljene in jih podjetje nedvomno ima, poleg tega pa obstajajo še dokazljivi viri ali vsi viri, ki se jih pridobi na podlagi rezerv, statističnih izračunov ter postopkov, značilnih za posamezno dejavnost.

Občasno je za vrednotenje primeren zgolj ta multiplikator (primer rudnikov urana v poglavju 4.1.8), koristen pa je tudi za ugotavljanje skritih potencialov podjetij oziroma neskladnosti z drugimi standardnimi multiplikatorji, ki temeljijo na računovodskeih podatkih (primer v poglavju 4.1.3).

Pri storitvenih podjetjih se v imenovalcu pogosto uporabi bodisi enota storitve, ki jo podjetje nudi, bodisi število strank (ali njihovih obiskov) oziroma naročnikov, kar je v storitveni dejavnosti zelo primeren kazalec uspešnosti. V primeru internetnih podjetij pa se pogosto uporabi število zadetkov na strani.

Vendar se je treba v teh primerih zavedati povezave med vrednostjo v imenovalcu in vrednostjo delnice oziroma podjetja (kar je ključno pri posebnih multiplikatorjih in je njihova velika slabost, če se to zanemari). Pri presoji precenjenosti oziroma podcenjenosti moramo torej upoštevati oziroma presoditi (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 38):

- Koliko vrednosti oziroma dobička prinese posamezna enota nekemu podjetju. Različni obiskovalci internetnih trgovin imajo različne preference glede velikosti nakupov. Večji kot so nakupi, višje multiplikatorje bi moralno imeti podjetje.
- Kako hitro in s kakšnimi stroški lahko podjetje pridobi nove enote oziroma nove naročnike.
- Prihodnjo pričakovano rast teh enot oziroma naročnikov. Višja pričakovana rast pomeni višje multiplikatorje.

Podrobnejša razčlenitev izračuna EV/Rezerve ali EV/količinska enota pa je naslednja (Suozzo et al., 2001, str. 15):

$$EV / količinska enota = \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{NOPLAT}{količinska enota} \quad (3.50.)$$

3.6.2. Prednosti in slabosti

Prednosti uporabe specifičnih multiplikatorjev:

- Za razliko od ostalih standardnih multiplikatorjev so ti multiplikatorji bolj specifični in zato podajajo tesnejšo povezavo med dejavniki ustvarjanja vrednosti v dejavnosti in ceno delnice. V tem pogledu so lahko bolj natančni in bolj razumljivi.

- Pogosto računovodska pravila in standardi nimajo vpliva na te vrednosti, s čimer so manj verjetne računovodske manipulacije (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 32).
- Iz predhodne prednosti izhaja tudi, da so ti multiplikatorji med sabo bolj primerljivi pri podjetjih iz različnih regij oziroma držav.
- V nekaterih primerih so za vrednotenje podjetij možni le ti multiplikatorji, saj so ostali neprimerni ali negativni. Skratka, po eni strani gre tudi izhod v sili, ko vlagatelj ne more uporabiti računovodskih podatkov (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 32).

Slabosti uporabe specifičnih multiplikatorjev pa so:

- Multiplikatorjev ne moremo uporabiti za ostale dejavnosti, saj so specifični za eno samo dejavnost. Čeprav je to razumljiva posledica multiplikatorjev, pa iz tega izhaja težava; vlagatelj bo namreč težje opazil očitno precenjenost ali podcenjenost celotne dejavnosti in s tem podal neprimerno sodbo o posamezni delnici (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 32). Skratka, delnica rudnika urana je lahko zelo poceni glede na dokazane rezerve in druge delnice v dejavnosti, vendar lahko istočasno obstajajo bolj perspektivne in poceni dejavnosti. Prav tako lahko to zamegli oziroma zavede presojo vlagatelja. Npr. vlagatelji imajo predstavo, da je multiplikator EV/Prihodki pri vrednosti 20 previsok, težko pa ocenijo, ali je previsoko plačevanje 2000 USD za zadetek na internetni strani (Damodaran, 2006, str. 61).
- Povezava z dejavniki ustvarjanja vrednosti je lahko kvalitativno razumljiva, a kvantitativno zelo zapletena, s čimer lahko postanejo ti multiplikatorji zelo težavni za ocenjevanje vrednosti delnic (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 32).
- Dokazani viri itd. pogosto niso neposredno povezani z dobičkonosnostjo. Npr. ruska podjetja imajo bistveno nižje multiplikatorje za dokazane rezerve, a istočasno višje davke in dajatve ter manjšo učinkovitost pri pretvarjanju teh rezerv v dobičke.
- Ker ne temeljijo na računovodskih standardih, ni nujno, da upoštevajo kriterij zanesljivosti (sredstvo ali obveznost se prizna le, če se lahko izmeri z zadostno natančnostjo in je podprt z objektivnimi dokazi, ne zgolj mnenji) (Schreiner, 2007, str. 44).

4. POSEBNOSTI V POSAMEZNIH DEJAVNOSTIH

Poleg že omenjenih problemov in potrebnih prilagoditev posameznih multiplikatorjev pa ima večina dejavnosti še dodatne posebnosti. Prav tako so dejavnosti različne glede na dejavnike ustvarjanja vrednosti oziroma pomembnost posameznih dejavnikov ter posledično glede na višino, uporabnost in relevantnost posamezne vrste multiplikatorja. Magistrsko delo se pri tem omejuje zgolj na posebnosti z vidika relativnega vrednotenja in potrebnih prilagoditev ter ne vsebuje natančnejših opisov značilnosti dejavnosti, saj to presega njegove okvirje. Prav tako se bo delo omejilo samo na nekatere dejavnosti. Poleg tega je treba poudariti, da se višina multiplikatorjev razlikuje tudi glede na državo (oziora regijo) in velikost podjetja, kar je razvidno iz priloge I.

4.1.1. Potrošne dobrine

V primeru trgovin se uporablja multiplikatorja P/S in EV/Prihodki, saj je pomembna postavka prodaja, vendar je treba pri tem paziti na marže. V primeru vrednotenja na podlagi dobičkov pa je treba biti pozoren na morebitne finančne in operativne najeme, ki vplivajo na višino izkazanih sredstev, ter na stroške. Zato se pogosto uporabi kazalec EV/EBITDAR (EBITDA, prilagojen za stroške najema). V primeru internetnih trgovin pa se lahko v imenovalcu uporabi število strank, vendar morajo biti ponovno stranke podobne oziroma dajati enako vrednost za podjetje. Npr. pri Amazonu je težko uporabiti število strank, saj je

blago raznoliko oziroma ima zelo različno vrednost. Zato vsaka stranka oziroma vsak nakup ni isti; nekdo lahko namreč kupi izdelek z nizko vrednostjo, drugi pa izdelek z zelo visoko vrednostjo (Damodaran, 2002, Poglavlje 19, str. 33).

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- P/S in EV/Prihodki sta kljub pomembnosti prodaje lahko zelo problematična multiplikatorja, saj se marže razlikujejo zaradi različnih poslovnih strategij.
- Prav tako se razlikuje strategija glede oblike lastništva sredstev, zato je lahko zelo različen neto dolg. To nakazuje na smiselnost multiplikatorjev EV.
- Dejavnost je ciklična, zato naj bi bil manj uporaben P/E in bolj EV/EBITDA oziroma EV/EBIT.

4.1.2. Nujne dobrine

Dejavnost je defenzivna, saj nanjo najmanj vplivajo gospodarski cikli.

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- Stabilnost poslovanja omogoča večji finančni vzvod in posledično večjo uporabnost multiplikatorjev EV.
- Pri trgovini z nujnimi dobrinami se lahko močno razlikuje poslovna strategija (najem ali lastništvo lokacij), zato je bolj smiseln multiplikator EV/EBITDA oziroma celo EV/EBITDAR.

4.1.3. Energetika

Pri naftnih podjetjih (predvsem pa v primeru bencinskih črpalk) je zelo pomemben vpliv davkov (npr. trošarin) in načina njihovega obračunavanja, saj to vpliva na prihodke in posledično multiplikator EV/Prihodki. Npr. avgustovski podatki, ki jih navaja Tupras, kažejo, da je v Grčiji znašala cena litra bencina z davki 1,41 EUR, brez davkov pa 0,73 EUR. Istočasno je bila cena bencina z davki v Veliki Britaniji višja (1,88 EUR), brez davkov pa nižja (0,64), Turčija pa je imela v tem času ceno z davki 2,23 EUR, brez pa 0,88 EUR (Tupras, 2007). Skratka, cene bencina so zelo različne, predvsem pa je velika razlika med ceno z davki in ceno brez davkov. Zato so multiplikatorji na podlagi prihodkov v primeru podjetij iz naftne dejavnosti pogosto neprimerni, razen, če močno pazimo na primerljivost prihodkov (iz podatkov prodaje izločimo vse davke in prispevke ter tako naredimo prihodke naftnih podjetij med seboj primerljive).

V naftni industriji se pogosto uporablja vrednotenje ali primerjava na podlagi multiplikatorja celotna vrednost podjetja (ali tržna kapitalizacija) na sodček dokazanih rezerv (boe oziroma angl. *barrels of oil equivalent*). Na ta način pridemo do vrednosti, koliko dolarjev je vreden sodček nafte v posameznem podjetju. To nam služi tako za primerjavo med podjetji (nižji multiplikator pomeni cenejše podjetje) kot tudi pri primerjavi trenutne cene naftne na svetovnih trgih in določanju, koliko je dejansko vreden sodček nafte na naftnih poljih. Seveda je treba te zaloge še načrpati, distribuirati in prodati, pri tem pa upoštevati davke, vendar kazalec vseeno kaže na privlačnost ali neprivlačnost naftnih podjetij. Tabela 13 (na naslednji strani) kaže, kako pomembni so lahko specifični multiplikatorji.

Tabela 13: Multiplikatorji večjih naftnih podjetij.

Ime podjetja	Država	EV/Rezerve v boe	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Prihodki
Exxon Mobil Corp	ZDA	19,0	7,1	8,5	1,5
Royal Dutch Shell PLC	Nizozemska	20,9	5,1	6,8	0,8
BP PLC	VB	15,5	6,6	9,0	0,9
ENI SpA	Italija	16,0	4,6	6,3	1,4
Total SA	Francija	12,9	5,6	6,9	1,2
Povprečni multiplikator		16,8	5,8	7,5	1,2
LUKOIL	Rusija	4,9	6,5	7,9	1,4

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Lukoil je glede na standardne finančne multiplikatorje ovrednoten pravilno oziroma celo rahlo precenjen. Vendar pa podaja multiplikator EV/dokazane rezerve popolnoma drugačno sliko, saj kaže visoko podcenjenost Lukoila. V tem primeru lahko pride vlagatelj do sklepa, da je Lukoil zelo privlačna nakupna priložnost. Pri tem pa se mora zavedati: ker dokazane rezerve niso neposredno povezane s finančno izkazanim dobičkom, ni nujno, da bo več rezerv v prihodnosti pomenilo večji dobiček. Skratka, dokazani viri kažejo le na prihodnji potencial, ne zagotavljajo pa, da se bo (in kdaj se bo) ta potencial realiziral.

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- V dejavnosti so visoki (posebni) davki, posledično so smiselni kazalci pred davki.
- Kapitalska intenzivnost je visoka in relativno podobna, zato je EV/EBITDA uporaben.
- Pogosto se zato uporablja multiplikator EV/DACF (denarni tok, prilagojen za obresti), ki je v podoben EV/EBITDA-ju po davkih.
- Posebej EV/Prihodki in P/S sta manj primerna, saj so prihodki močno odvisni tudi od svetovnih cen naft in davčnih zakonodaj (upoštevanje bruto ali neto prihodkov).
- Zelo so smiselni tudi posebni kazalci, saj so bolj kot sredstva in kapital z ustvarjanjem povezane (vsaj naftna podjetja z dejavnostjo E&P) dokazane rezerve naftne in plina.

4.1.4. Finance

V primeru finančnih podjetij se soočamo s težavo, da je težko natančno ugotoviti neto dolg in posredno celotno vrednost podjetja (EV), prav tako pa je težko določiti dobiček iz poslovanja (EBIT). Pri teh podjetjih je namreč del finančnih sredstev in prihodkov iz njih sestavni del poslovanja (za razliko od ostalih podjetij, v katerih ta sredstva niso sestavni del poslovanja). Vsekakor so multiplikatorji, kot sta EV/EBIT in EV/EBITDA, v takih primerih v praksi neuporabni, saj bi analistik prišel do njih le z dolgotrajnim postopkom, pa še to bi bila le groba ocena. Prav tako sta v primeru finančnega sektorja neuporabna multiplikatorja EV/Prihodki ali P/S, saj so prihodki prav tako težko ugotovljivi in primerljivi (Damodaran, 2002, Poglavlje 20, str. 30). Torej ostaneta za vrednotenje primerna predvsem P/E in P/B.

P/E je uporabljen pogosto, vendar so lahko potrebne nekatere prilagoditve. Banke namreč za slaba posojila oblikujejo rezervacije, ki ob oblikovanju znižajo čisti dobiček. Čeprav obstajajo določena pravila in standardi glede oblikovanja rezervacij, pa ima banka vseeno nekaj subjektivne presoje. Banke, ki so bolj konzervativne, bodo oblikovale več rezervacij in bodo posledično poročale nižji dobiček in višji P/E. Vendar je ta P/E povezan z nižjim tveganjem. Na ta način lahko pridemo do napačnih sklepov, saj bodo banke, ki imajo stalno visoke rezervacije (za slaba posojila), delovale precenjene, istočasno pa bodo banke, ki ne bodo oblikovale dovolj rezervacij, delovale podcenjene (Damodaran, 2002, Poglavlje 21, str. 38). Tako se lahko odločimo za nakup banke, ki ji v prihodnosti v primeru recesije grozi huda izguba (takrat pride do več slabih posojil). Vlagatelj mora torej pri uporabi multiplikatorja

spremljati oblikovanje rezervacij ter oceniti, ali so dovolj visoke. Dolgoročno naj bi bila kumulativa rezervacij enaka kumulativi slabih posojil.

Dodaten problem so razlike med posameznimi finančnimi institucijami (npr. bankami: poznamo univerzalne banke, komercialne banke, investicijske banke itd.). Vsak del posla je različno donesen in odvisen od drugih dejavnikov, zato moramo biti pri izbiri primerljivih podjetij zelo previdni. Vsak del ima različne pričakovane rasti, tveganja itd. Dodaten problem so tudi povezovanja bank in zavarovalnic.

Še pomembnejši multiplikator je P/B. Ta multiplikator ima (kot je bilo že navedeno v poglavju 3.5.3) veliko pomanjkljivost, da ne upošteva neotipljivega kapitala, ki je lahko v določenem podjetju velik. V primeru finančnih institucij pa predstavljajo daleč največji del bilance finančne naložbe, ki jim lažje določimo ceno. Prav tako ima pri bankah zelo močan vpliv ROE (Damodaran, 2002, Poglavlje 21, str. 34). Vendar nas lahko ta povezava hitro zavede, da zanemarimo ostale dejavnike vrednosti in se posvetimo zgolj regresiji med P/B-jem in ROE-jem.

V primeru zavarovalnic se pojavljata dva posebna multiplikatorja:

- P/GWP; razmerje med tržno kapitalizacijo s kosmato premijo in
- P/NPE; razmerje med tržno kapitalizacijo z neto premijo.

S temi multiplikatorji se primerja tržna kapitalizacija zavarovalnice z dejavnikom, ki najbolje ponazarja bistveni del zaslužka za zavarovalnice. Res pa je, da gre za specifičen multiplikator in se zato pojavljajo problemi, ko ne gre za čisto zavarovalnico, ampak ima še nekatere postranske finančne dejavnosti.

Tabela 14: Vrednotenje zavarovalnic.

Ime podjetja	P/E	P/ GWP	P/ NPE	P/B	ROE (v %)	Delež življenjskega zavarovanja	Delež neživljenjskega zavarovanja	Delež ostalih zavarovanj
Allianz SE	7,1	0,9	1,1	1,1	15,2	21,9%	44,3%	33,7%
Assicurazioni Generali	18,2	0,7	0,7	2,3	12,8	56,7%	22,9%	20,4%
ING Groep NV	6,3	1,2	1,2	1,4	21,5	33,0%	5,2%	61,9%
Aviva PLC	7,5	0,6	0,6	1,2	15,4	37,0%	24,0%	39,0%
Fondiaria-Sai SpA	9,1	0,5	0,5	0,9	9,5	23,6%	64,7%	11,5%
Unika Versicherungen	14,0	0,6	0,6	2,0	11,4	47,0%	38,4%	14,6%
Povprečje	10,4	0,7	0,8	1,5	14,3	36,5%	33,3%	30,2%
Wiener Städtische	15,0	0,8	0,9	2,1	13,8	40,0%	55,0%	5,0%

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Za vrednotenje zavarovalnice Wiener Städtische lahko tako poleg klasičnih multiplikatorjev P/E in/ali P/B uporabimo še specifična multiplikatorja P/GNP in P/NPE. V tem primeru dajeta klasična multiplikatorja vrednost 37,5 EUR, specifična pa 40,1 EUR. Vendar pa tabela 14 kaže še eno posebnost, na katero mora biti vlagatelj pozoren pri vrednotenju zavarovalnic. Za zavarovalnice je pomembna primerljivost z vidika deleža življenjskih in neživljenjskih (npr. nezgodnih) zavarovanj, pogosto pa je pomemben tudi delež ostalih zavarovanj (med njimi so pogosto zdravstvena zavarovanja). Razlika med strukturo zavarovanj je zelo pomembna, ker imajo tipi zavarovanj različno donosnost ter različno logiko oblikovanja in sproščanja rezervacij.

Namesto marž EBITDA in EBIT, ki jih je v primeru finančnih zavarovalnic težko ugotoviti, se v primeru zavarovalnic uporabljujo kazalci deleža odškodnin v kosmatih premijah, kazalci

deleža operativnih stroškov v kosmatih premijah ter skupni kazalec odškodnin in stroškov glede na kosmate premije.

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- Sredstva podjetja so dobro povezana z ustvarjanjem vrednosti, zato je bolj kot pri ostalih dejavnostih primeren P/B.
- Zelo pomemben kazalec donosnosti je ROE, posledično pa multiplikatorja P/B in P/E.
- Ker je težko ločiti med naložbami, ki so del osnovne dejavnosti finančne institucije, in naložbami, ki niso del finančne institucije, je težko ugotoviti EBIT in neto dolg. Prav tako je težko ločiti med dolgom, ki je posledica narave dejavnosti, in običajnim finančnim dolgom. Zato so kazalci EV v primeru finančnih institucij manj uporabni. Posledično je težko izračunati ali uporabiti EV/EBIT ali EV/EBITDA.
- Amortizacija je glede na sredstva nizka, posledično pa ni tako pomemben strošek. To pomeni, da je relativno manj primeren tudi multiplikator P/CF.
- Primeren kazalec, ki vsebuje dobiček, je torej P/E, ki upošteva rast ter tudi povezavo med P/B in ROE (ključna kazalca uspešnosti finančne institucije).
- Kljub temu ima tudi uporaba P/E-ja nekatere omejitve, saj se finančne institucije lahko med sabo močno razlikujejo (npr. življenske in nezgodne zavarovalnice).
- Banke delujejo v zelo različnih poslovnih okoljih (močan vpliv obrestnih mer, inflacije itd.), zato se marže med seboj močno razlikujejo in so v veliki meri posledica makroekonomskega okolja. Posledično sta P/S in EV/Prihodki manj uporabna. Poleg tega obstaja tudi problem opredelitve prihodkov.

4.1.5. Zdravstvo

V primeru farmacije so izredno pomembne postavke, ki se nanašajo na neopredmetena sredstva. Gre za patente in druge oblike intelektualne lastnine (licence itd.). Poleg tega so izredno pomembne investicije v raziskave in razvoj, ki jih pa lahko podjetja kapitalizirajo (prenašajo med stroške postopoma) ali pa prenesejo na stroške direktno. Pri tem je odločitev za kapitalizacijo izredno težavna, saj se ne ve, če in kolikšne prihodke bodo te investicije sploh prinašale v prihodnosti. Zato se pogosto vse investicije v R&R takoj prenesejo med stroške, kar pa je lahko problematično v primeru združitev ali prevzemov v dejavnosti. V takih primerih se namreč pogosto zgodi, da se ob konsolidaciji del neopredmetenih sredstev prevzetega podjetja odpiše, zato so v prvem obdobju konsolidacije stroški izjemno visoki, dobiček pa nizek. Posledično so neprilagojeni multiplikatorji začasno (in večinoma neupravičeno) izredno visoki.

Posledica stroškov R&R-ja oziroma nekapitaliziranja investicij v R&R je, da so sredstva, posledično pa lastniški kapital, v farmaciji pogosto prenizka. To pojasni zgodovinsko visok ROE v farmaciji v primerjavi z drugimi dejavnostmi (White, Sondhi in Fried, 2003, str. 247). Podobno velja tudi za druge dejavnosti z visokimi investicijami v R&R (npr. za tehnologijo).

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- P/E je lahko problematičen, če ni prilagojen za nekatere računovodske posebnosti (problem patentov, tožb in odpisov stroškov R&R-ja). Posledično je primernejši bolj očiščen kazalec, kot sta EBIT in predvsem EBITDA.
- Po drugi strani naj bi ravno obravnavanje vseh stroškov R&R-ja zagotovljalo, da se izrazijo vsi denarni stroški v dobičku. Posledično je tudi P/E lahko primeren.
- Zaradi močnega R&R-ja in številnih neopredmetenih sredstev je bolj problematična ocena sredstev, posledično pa ocena kapitala in uporabnost P/B-ja.

- EV/EBITDA ima omejitev, da se lahko CAPEX med podjetji v dejavnosti močno razlikuje (originator/generik).
- EV/Prihodki in P/S sta manj uporabna zaradi razlik v maržah oziroma sta primerna le pri primerjavi podjetij iz istega dela dejavnosti (originatorji/generiki).

4.1.6. Industrija

V primeru logističnih podjetij (luk, prevoznikov) se lahko v imenovalcu uporabi pretovor v tonah, vendar moramo biti pri tem pazljivi, saj mora biti struktura pretovora podobna. Luke imajo tako po eni strani pretovor splošnega blaga in sipkega blaga, ki prinašata nizke marže, po drugi strani pa pretovor TEU-ov (kontejnerjev) in avtomobilov, ki prinašata višje marže. Večji kot je delež pretovora z visoko dodano vrednostjo, višjo maržo bo podjetje najverjetneje dosegalo (ob predpostavki enake stroškovne učinkovitosti). Zato je ta kazalec podoben multiplikatorju EV/Prihodki, vključno s prednostmi in slabostmi, predvsem pa v odvisnosti primerljivosti od marž. V praksi pa se pogosto soočamo s problemom, da se o strukturi pretovora ne poroča redno.

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- Finančni vzvodi so različni, kar povečuje uporabnost multiplikatorjev EV.
- V posameznih dejavnostih je kapitalska intenzivnost visoka, vendar med podjetji podobna, zato naj bi bil uporaben kazalec EV/EBITDA.
- Znotraj dejavnosti se razlikujejo marže in tudi poslovne strategije, zato so manj primerni multiplikatorji na osnovi prihodkov.
- Zaradi zapletenih poslovnih struktur, pa tudi zaradi manjše cikličnosti nekaterih dejavnosti (v primerjavi s potrošnimi dobrinami in tehnologijo) sta ponekod lahko uporabna tudi multiplikatorja P/E in P/CF.

4.1.7. Informacijska tehnologija

Pri tehnologiji moramo upoštevati, da so multiplikatorji ponavadi višji od ostalih dejavnosti, saj se za tehnološka podjetja pričakuje visoka rast. Indeks Fortune e-50, ustanovljen 31. 12. 1999, beleži gibanje tehnoloških delnic (e-podjetij, internetnih podjetij, programskih in strojnih računalniških podjetij). Statistika od tedaj je pokazala, da ima indeks e-50 P/E 32,47, P/B 2,12, P/CF 15,38 in ROE 6,82 %. Dow Jones je imel v istem času P/E 21,22, P/B 2,73, P/CF 11,07 in ROE 17,06 % (Friedlob in Schleifer, 2003, str. 222). Skratka, tehnološka podjetja imajo glede na ostale dejavnosti ponavadi višje multiplikatorje, vendar tudi višjo pričakovano rast. Vendar pa je treba pri tem paziti. Čeprav lahko za tehnologijo pričakujemo nadpovprečno rast, to namreč ne velja za vsa podjetja v dejavnosti (npr. obstajajo zmagovalci in poraženci internetnih podjetij). Prav tako pa so visoki multiplikatorji dolgoročno težko vzdržni, saj bi to pomenilo, da bi podjetje dolgoročno preraslo celotno gospodarstvo (Bodie, Kane in Marcus, 2001 str. 580). Multiplikatorji hitrorastočih podjetij so torej lahko kratkoročno zelo visoki, vendar se morajo s časom umiriti na bolj zmerne nivoje.

Za vrednotenje tehnoloških podjetij je zelo smiseln kazalec PEG, ki poudarja rast (ta je ključni razlog za visoke multiplikatorje tehnoloških podjetij). Uporabljata pa se tudi multiplikatorja EV/Prihodki (tudi P/S) ali EV/EBITDA, če gre za novo podjetje, ki še ne ustvarja dovolj dobička.

Dobro poznavanje specifičnih dejavnikov kaže primer čistih proizvajalcev polprevodnikov (angl. *foundries*) ter podjetij z lastno blagovno znamko in brez proizvodnje (angl. *fabless*). V večini dejavnosti namreč velja, da imajo podjetja z močnimi blagovnimi znamkami in brez

lastne proizvodnje višje dodane vrednosti in posledično višje profitne marže, medtem ko imajo njihovi proizvodni podizvajalci relativno nizke marže in preživijo le zaradi ekonomij obsega. Vendar ta logika v primeru sektorja polprevodnikov znotraj dejavnosti tehnologija odpove. Tako ima npr. Nvidia (poleg ATI-ja najbolj priznana blagovna znamka grafičnih kartic), ki obvladuje pri grafičnih karticah okoli 34% tržni delež, maržo EBITDA 18,3 % in maržo EBIT 14,8 %. Po drugi strani pa ima njen proizvodni kooperant (ki poleg tega oskrbuje tudi druga podjetja s področja tehnologije) maržo EBITDA 63,3 % in maržo EBIT 40,1 %. V ozadju te posebnosti je ogromno dejavnikov, ki pa niso del tega magistrskega dela. Bolj pomembno je opozorilo, da ima lahko vsaka dejavnost svoje zakonitosti, ki jih je treba upoštevati pri vrednotenju.

Tehnologija (ozioroma posamezni segmenti znotraj te dejavnosti) je izrazito kapitalsko intenzivna dejavnost². Ustvarjanje vrednosti je tesno povezano s sredstvi podjetja in torej bilanco stanja. Za vrednotenje tehnoloških podjetij so lahko bolj primerni multiplikatorji P/B, EV/Sredstva in EV/IC. Pri IC-ju gre za investiran kapital in vsebuje enake komponente kot EV, samo da gre za knjigovodske vrednosti. Ta multiplikator torej dobro kaže razliko med knjigovodsko vrednostjo in tržno vrednostjo, prav tako pa bolje ponazarja operativna sredstva, ki ustvarjajo vrednost. EV/Sredstva namreč meri vsa sredstva; tudi sredstva, ki ne ustvarjajo vrednosti (npr. denar in denarni ekvivalenti) (Schreiner, 2007, str. 64).

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- Uporabnost multiplikatorja P/B je zelo različna. Medtem ko so v sektorju polprevodnikov sredstva močno povezana z dobičkom, je to manj očitno pri programskih podjetjih, kjer je zaradi močne dejavnosti R&R-ja in neopredmetenih sredstev P/B bistveno manj uporaben.
- Dejavnost je zelo ciklična, zato dobički nihajo. Posledično je manj uporaben P/E in bolj P/S in EV/Prihodki, saj prodaja med cikli manj niha. S tega vidika je lahko uporaben tudi EV/EBITDA, še posebej, ker je kapitalska intenzivnost v nekaterih podjetjih zelo visoka.
- Zelo ključna je visoka rast sektorja; posledično je smiselna kombinacija P/E-ja z rastjo (kazalec PEG).
- Zadolžitev je manjša (nekatera podjetja pa imajo veliko prostih denarnih sredstev), saj je poslovni vzvod visok (zaradi tveganja prodaje in visokih stroškov R&R-ja), zato je management previden pri zviševanju finančnega vzvoda. Posledično so lahko zelo uporabni multiplikatorji, ki vključujejo neto dolg.

4.1.8. Surovine in materiali

Dober primer ovrednotenja podjetij na podlagi dokazanih rezerv so trenutno rudniki urana. Uran naj bi bil perspektivna surovina, saj se je dolgo časa zanemarjalo njegovo izkopavanje. Nizka cena urana na trgu je pomenila, da rudniki poslujejo z izgubo ali z zelo nizkimi maržami. Trend gradnje nuklearke pa je povzročil dvig cene urana na trgu ter večje zanimanje za izkop urana. Številna podjetja so zato začela graditi rudnike urana, vendar pa v začetni fazi to pomeni, da nimajo prihodkov ali dobička, temveč le stroške. Podjetja tako poročajo le o dokazanih količinah urana, ki se nahajajo na njihovih ozemljih, ter o predvidenih količinah urana. Taka podjetja (ki so zelo tvegana) se lahko ovrednotijo le na podlagi multiplikatorjev na dokazane ali predvidene količine urana. Nižji multiplikator pomeni večji potencial in podcenjenost rudnika.

² Kapitalsko intenzivne dejavnosti so poleg tehnologije še nafta in plin, surovine, podjetja v elektrogospodarstvu in finančni sektor.

Tabela 15: Vrednotenje rudnikov urana.

Ime podjetja	Država	EV/Rezerve (mio lbs)	EV/Rezerve in dokazani viri	EV/Vsi viri	EV/Prihodki
Energy Resources of Australia	Avstralija	12,8	8,9	5,9	12,3
Cameco Corp	Kanada	30,3	25,1	16,7	7,9
Denison Mines Corp	Kanada	99,2	38,8	26,4	n.p.
Paladin Resources Ltd	Avstralija	148,0	20,8	13,4	n.p.
Uramin Inc	Južna Afrika	0,0	44,8	19,7	n.p.
Ur-Energy Inc	Kanada	0,0	8,1	7,1	n.p.
Energy Metals Ltd	Avstralija	0,0	1,8	1,6	n.p.
Strathmore Minerals Corp	Kanada	0,0	5,6	2,3	n.p.
Mega Uranium Ltd	Kanada	0,0	n.p.	n.p.	n.p.
Uranium One Inc	Kanada	102,7	31,0	11,2	30,7
Povprečni multiplikator		39,3	20,5	11,6	17,0

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Tabela 15 jasno kaže, da je v primeru rudnikov urana težko ovrednotiti podjetje z multiplikatorjem EV/Prihodki (drugače uporaben v takih primerih). Podjetje Uranium One ima namreč visok multiplikator, večina konkurentov pa trenutno urana sploh ne prodaja. Zato se lahko podjetje ovrednoti le na vire, pri čemer se lahko uporabijo različne stopnje dokazljivosti virov. Res pa je ta način vrednotenja bolj tvegan (agresiven), saj je treba dokazane rezerve tudi monetizirati.

Tudi pri surovinskih podjetjih obstaja problem, da so dobički in prodaja odvisni od cen surovin, ki pa se lahko s časom spreminja. Tudi v tem primeru lahko damo napovedi glede gibanja cen v prihodnosti, uporabimo povprečje ali pa uporabimo trenutni nivo cen. Zadnji dve rešitvi ne dajeta dinamičnosti oziroma ne omogočata dejstva, da bo lahko prihodnost bistveno drugačna od sedanosti.

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- Gre za ciklično dejavnost, v kateri dobički močno nihajo glede na cene posameznih surovin, posledično je primernejši multiplikator EV/Prihodki.
- Čeprav naj bi bila uporabna EV/Prihodki in P/S, pa se pojavlja problem pri rudnikih, ki imajo zelo razpršeno produktno strukturo in (potencialno) neprimerljivo prodajo. Marže so namreč od surovine do surovine zelo različne.
- Kapitalska intenzivnost je visoka in podobna, zato je EV/EBITDA uporaben multiplikator.
- Tako kot pri dejavnosti nafta in plin, je tudi pri tej dejavnosti bolj kot sredstva ali kapital s poslovanjem neposredno povezana surovinska baza ali proizvodna kapaciteta.
- V dejavnosti so visoki (posebni) davki, zato so smiseln kazalci pred davki.
- Predvsem rudniki imajo pogosto zapleteno korporativno strukturo ter posledično zelo nejasno strukturo poročanja po posameznih postavkah nad in pod EBIT-om. Zato sta lahko uporabna kazalca P/E in P/CF.

4.1.9. Telekomunikacije

Brigham navaja, da so v ZDA telekomunikacijska podjetja ponavadi pripravljena plačati 2.000 USD na kupca, ko gre za prevzemanje mobilnih operaterjev (Brigham, Daves, 2004, str. 241–242). Poleg tega so pomembni podatki v dejavnosti ARPU (angl. *average revenue per unit*), ki kažejo, koliko prihodkov prinese npr. en naročnik, ter penetracija trga, ki kaže, kolikšen delež prebivalcev uporablja npr. mobilno telefonijo. Oboje kaže na prihodjni potencial razvoja trgov ter na donosnost, ki jo lahko operater dosega s svojimi naročniki. Na

obe kategoriji močno vpliva ne samo razvitost države (in s tem mobilne telefonije), ampak tudi naprednost posamezne generacije mobilne telefonije. Tako ima lahko posamezno področje dobro penetracijo glede na starejše generacije, vendar slabo penetracijo telefonije 3G. Prav tako pa telefonija 3G preko številnih storitev, ki jih dovoljuje tehnologija, dolgoročno prinaša višji ARPU. Fiksna telefonija pa je po drugi strani zrela dejavnost, ki se trenutno ubada s problemom upadanja prihodkov, kar skušajo nadomestiti s preusmeritvijo na mobilno telefonijo in ponudbo internetnih storitev.

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- Dejavnost je relativno homogena, zato sta smiselna tako EV/Prihodki kot EV/EBITDA, manj EV/EBIT in P/E (vsebujeta računovodske razlike in različne davke).
- Še vedno pa je lahko zaradi stabilnosti poslovanja zelo različen finančni vzvod. Posledično so manj primerni multiplikatorji, ki ne vsebujejo neto dolga.
- Kapitalska intenzivnost je podobna, zato je primeren EV/EBITDA.

4.1.10. Storitve (elektroindustrija)

Gre za specifično dejavnost, ki je pogosto močno regulirana. Po eni strani so omejene možnosti za dvig cene, po drugi strani zelo različne strukture stroškov zaradi različnih oblik proizvodnje električne energije (prav tako pod vplivom političnih odločitev).

Glede na značilnosti dejavnosti in multiplikatorjev lahko sklepamo:

- Dejavnost je homogena, zato je smiseln multiplikator EV/EBITDA, manj EV/EBIT in P/E (vsebujeta računovodske razlike in različne davke).
- EV/Prihodki so lahko problematični zaradi regulacij cen električne energije.

4.1.11. Holdingi

Relativno vrednotenje je težavno oziroma problematično predvsem v primeru holdingov, ki združujejo zelo različna podjetja oziroma podjetja iz zelo različnih dejavnosti. Dober primer vrednotenja po delih je vrednotenje Adris Grupe, ki deluje v dveh dejavnostih: turizem in tobačna industrija. Za tovrstna podjetja je praktično nemogoče dobiti primerljiva podjetja s podobno strukturo dejavnosti (zato neposredna primerjava holdingov razen v redkih primerih ni smiselna). Zato lahko relativno vrednotimo le per partes oziroma po delih. Za tovrstno vrednotenje potrebujemo podatke o dobičku, EBITDA-ju, prodaji itd. posameznih dejavnosti ter v primeru uporabe multiplikatorja EV tudi podatke o neto dolgu posamezne dejavnosti. Nato izberemo konkurenente oziroma primerljiva podjetja za posamezne dejavnosti (dele podjetja) ter jih ovrednotimo. Pri tem pa uporabimo število delnic celotnega holdinga. Nato seštejemo ciljne cene za posamezne dele, tako da dobimo skupno ciljno ceno. Vendar pa v praksi pogosto nimamo povsem segmentiranih podatkov po dejavnostih, zato so ponavadi možni le približki in ocene, npr. koliko neto dolga pripada posamezni dejavnosti. To še posebej velja ob vmesnih rezultatih, ko podjetja ponavadi ne objavljamjo natančnejših podatkov glede razčlenitve naložb, finančnih dolgov in lastniškega kapitala med posamezne segmente podjetja. Prav tako je dodatna težava medsegmentna prodaja, tak način vrednotenja pa je tudi časovno zamuden.

Možna je tudi preprostejša rešitev. Če težko najdemo primerljiva podjetja na posameznih specializiranih delih, lahko uporabimo podjetja, ki imajo podobno sestavo (po deležih prodaje) istih dejavnosti. Npr. Siemens in General Electric imata podobne dejavnosti, znotraj katerih delujeta (zdravstvena nega, energija, luči itd.). Seveda pa obstajajo med njima tudi

razlike, zato je relativno vrednotenje omejene vrednosti, a še vedno uporabno ob poznavanju teh razlik.

Seveda pri tem ne smemo pozabiti, da ima holdinška družba (matična družba) pri upravljanju s portfeljem podjetij (ponavadi iz različnih dejavnosti) številne stroške. Zato moramo seštevku vrednosti dati nek diskont. Premija je upravičena le v primeru, da gre za dejavnosti, v katere vlagatelj ne bi mogel vlagati posamezno oziroma ločeno ali pa bi lahko vložil zgolj z visokimi stroški.

5. UGOTAVLJANJE NAJPRIMERNEJSIH MULTIPLIKATORJEV

Pri relativnem vrednotenju se torej pojavljajo številna vprašanja:

- Ali je smiselna uporaba multiplikatorjev EV, saj je njihov izračun zapleten? Skratka, ali je dodaten trud izračunavanja neto dolga poplačan z boljšimi rezultati pri vrednotenju? Nekatere raziskave trdijo, da ne, vendar institucionalni vlagatelji vseeno bolj uporabljajo multiplikatorje EV, saj imajo multiplikatorji na podlagi tržne kapitalizacije številne slabosti (predvsem ne upoštevajo finančnega dolga in sredstev).
- Ali je bolje uporabiti historične, sledeče ali prihodnje multiplikatorje? Na tem področju je bilo izvedenih že več raziskav, ki potrjujejo, da so najboljši prihodnji multiplikatorji, nato sledeči, najslabše pa se obnesejo historični multiplikatorji. Ugotovitev je razumljiva, saj je trenutna vrednost podjetja odvisna od prihodnosti, in ne od preteklega poslovanja.
- Kateri multiplikatorji so najbolj primerni za posamezno dejavnost? Glede tega so bile izvedene nekatere raziskave in oblikovana priporočila s strani posameznih finančnih institucij, vendar se mnenja med seboj zelo razlikujejo.

Zaradi omejenosti magistrskega dela je nemogoče izvesti raziskavo ter podati odgovore na vsa ta vprašanja. V magistrskem delu se bom tako posvetil zadnjemu vprašanju – kateri multiplikatorji so najprimernejši za posamezno dejavnost oziroma kakšno pojasnjevalno moč imajo izbrani multiplikatorji v posameznih dejavnostih. Pri tem bom izbral nekaj najbolj pogosto uporabljenih multiplikatorjev ter nekaj glavnih dejavnosti. Uporabljeno orodje je bil MS Excel, glavni vir podatkov pa delovna postaja Bloomberg.

5.1. PRETEKLE RAZISKAVE

V preteklosti so bile izvedene številne raziskave, s katerimi so skušali raziskovalci najti najprimernejši multiplikator, to je multiplikator, ki najbolje pojasni vrednost podjetja in s tem najbolje pokaže na podcenjene in precenjene naložbe. Kratki sklepi teh raziskav so:

- Liu, Nissim in Thomas (2007, str. 11) so odkrili, da naj bi bili boljši multiplikatorji, ki temeljijo na prihodnjih dobičkih, kot pa multiplikatorji, ki temeljijo na denarnih tokovih. Ta značilnost je veljala za večino obravnavanih dejavnosti in za več različnih držav.
- E. Lie in H. J. Lie (2002, str. 44–54) sta nasprotno ugotovila, da naj bi ustvarjanje vrednosti bolje pojasnjevali multiplikatorji, ki temeljijo na sredstvih, kot pa multiplikatorji, ki temeljijo na dobičkih ali prodaji. Pri multiplikatorjih, ki temeljijo na dobičkih, pa so pomembnejši multiplikatorji, ki temeljijo na prihodnjih dobičkih in predvsem na EBITDA-ju. Najpomembnejša ugotovitev te raziskave pa je, da na izbiro ustreznega multiplikatorja močno vpliva predvsem delež neotipljivih sredstev; večji je ta delež, bolje se odrežejo multiplikatorji, ki ne temeljijo na bilanci stanja.
- McCusker (2007, str. 14) je prišel na podlagi svoje raziskave do sklepa, da je v večini dejavnosti najprimernejši multiplikator P/E in le v dejavnosti potrošniške dobrine P/B.
- Gelman (2006, str. 40) pa v svoji analizi IPO-jev ponovno ugotavlja, da je najprimernejši multiplikator P/E (bolj kot EV/Prihodki in P/B).

- Kaplan in Ruback (1996, str. 45–60) sta na primerih LBO-jev in MBO-jev ugotovila, da je najbolj primeren multiplikator EV/EBITDA. Do podobnih ugotovitev so kasneje prišli tudi nekateri drugi avtorji (Schreiner, 2007, str. 15–16).

Schreiner (2007, str. 100–112) je izvedel lastno raziskavo, v kateri pa je prišel do naslednjih ugotovitev:

- Multiplikatorji so primerna metoda vrednotenja, pri tem pa so absolutne napake od 21,5 % do 43,8 %. Za 18 od 27 proučevanih multiplikatorjev velja, da mediana absolutnih napak znaša manj kot 30 %; to pomeni, da polovica napovedi na podlagi multiplikatorjev podaja rezultate do 30 % pod in nad tržno vrednostjo. Ti rezultati so podobni rezultatom raziskave Herrmanna in Richterja (Herrman in Richter, 2003, str. 217). P/E je relativno slab multiplikator, predvsem v primerjavi s P/EBT, kar pomeni, da je vpliv različnih davčnih zakonodaj velik in pomemben.
- Multiplikatorji na podlagi kapitalizacije so se izkazali 22,51 % bolje kot multiplikatorji na podlagi vrednosti celotnega podjetja. To pojasnjuje z dejstvom, da je pri neto dolgu preveč nejasnosti. Do podobnih ugotovitev so prišle tudi številne raziskave Alforda (1992, str. 94–108) ter Liuja, Nissima in Thomasa (2007, str. 1–12), ki navajajo, da uporaba EV-ja ne poveča natančnosti vrednotenja.
- Multiplikatorji, ki upoštevajo intelektualni kapital (preko izračuna R&R-ja), večinoma bolje pojasnjujejo vrednost podjetja, predvsem P/(E + R&R). Potrdil je, da v industrijah, v katerih naj bi bil pomemben intelektualni kapital, novi napredni multiplikatorji podajajo boljše rezultate kot tradicionalni multiplikatorji.
- Prihodnji multiplikatorji so boljši od sledečih multiplikatorjev. Multiplikator na podlagi napovedi tako podaja za eno leto 8,84 % boljše rezultate, multiplikator na podlagi napovedi za dve leti naprej pa še dodatnega 7,01 % boljše rezultate kot sledeči multiplikator. Te ugotovitve so konsistentne z drugimi raziskavami na tem področju.
- Ožja opredelitev dejavnosti podaja boljše rezultate kot širša, pri čemer je uporabil klasifikacijo ICB.

Bitenc (2004, str. 53–54) je skušal v diplomskem delu empirično ugotoviti, kateri multiplikator najbolje pojasnjuje cene delnic na Ljubljanski borzi, pri čemer je uporabil multiplikatorje P/E, P/B, P/S in P/FCFE. Ugotovil je, da ima največjo pojasnevalno moč P/B, saj je podal najnižjo napako cenitve, sledi pa multiplikator P/E.

SGAM je oblikoval naslednja priporočila za vrednotenje dejavnosti (Legland, Galene, Haftman, 2004, str. 50–186):

- Avtomobilska industrija: P/E.
- Banke in zavarovalnice: Pri bankah P/E in P/B, pri zavarovalnicah P/E. Pri tem opozarja, da je relativno vrednotenje problematično, saj se zavarovalnice razlikujejo glede na svoje produkte (življenjsko, nezgodno zavarovanje itd.).
- Elektrogospodarstvo: EV/EBITDA in EBITDA glede na rast.
- Električna industrija in inženiring: EV/EBIT, tudi EV/Prihodki.
- Farmacija: P/E in EV/EBITDA.
- Gradbeništvo: EV/EBITDA, EV/EBIT in korelacija med EV/Kapitalom in predvideno ustvarjeno vrednostjo v naslednjem letu.
- Hoteli: Relativno vrednotenje je težavno, saj se močno razlikuje kapitalska intenzivnost in različne kombinacije lastništva/najema/managementa.
- Kemikalije: EV/EBITDA, dodatno se vrednost preverja tudi z EV/Prihodki in P/E-jem.
- Letalstvo in obramba: Multiplikator EV/EBITA in v primeru podobnih marž EBITA, tudi EV/Prihodki. Poudarek je tudi na tem, da stroške prestrukturiranja dodajo EBITA-ju. Pri letalskih prevoznikih uporabljajo historične multiplikatorje, saj je dejavnost izjemno

ciklična in na ta način preverjajo, v katerem delu cikla se nahajata dejavnost in podjetje. Uporabljajo tudi P/E.

- Luksuzne dobrine: EV/IC v primerjavi z ROIC-om, EV/EBIT v primerjavi z rastjo EBIT-a, EV/EBITDA v primerjavi z rastjo EBITDA-ja in EV/NOPLAT glede na maržo NOPLAT. Za kozmetične trgovine tudi EV/Prihodki.
- Mediji: EV/Prihodki ali EV/EBITA.
- Nafta in plin: EV/DACF, ponekod P/E. EV/DACF naj bi bil podoben EV/EBITDA-ju po davkih.
- Nepremičnine: P/CF, čeprav v tej dejavnosti relativno vrednotenje ni najbolj uporabno.
- Polprevodniki: EV/Prihodki, EV/EBIT, P/B in P/E.
- Prehrana: EV/EBITDA in P/E, v tobačni industriji pa zgolj P/E.
- Programska oprema in IT-storitve: EV/Prihodki, EVV/EBITA in PEG.
- Telekomunikacije: P/E.
- Trgovina: P/E, EV/EBITDA in EV/Prihodki.

Morgan Stanley Europe uporablja predvsem P/E in EV/EBITDA (Damodaran, 2006, str. 61).

Pri Publikumu se najbolj uporablja vrednotenje na podlagi EV/EBITDA-ja, EV/EBIT-a, manj se uporabljajo EV/Prihodki in še manj P/E. Multiplikatorja P/B in P/E se močno uporabljalata le pri finančnem sektorju (v katerem sta poglavitna multiplikatorja), pri čemer se P/B uporablja predvsem v kombinaciji s ROE-jem, P/E pa v kombinaciji z rastjo podjetja. Skratka, analitski oddelek v Publikumu vrednoti po kompleksnih multiplikatorjih in je s tega vidika primerljiv (glede na dostopne analize) z večjimi in priznanimi finančnimi družbami v tujini.

Primerjava usmeritev SGAM-a (gre za eno večjih družb za upravljanje na svetu), UBS-a (navedene so v gradivu Suozzo et al., 2001) in raziskav, opravljenih kot akademsko gradivo, kaže na zanimive razlike. Čeprav večina akademskih raziskav kaže, da multiplikatorji EV ne prinašajo dodatne vrednosti in so še vedno najbolj uporabni klasični multiplikatorji, pa večina profesionalnih usmeritev kaže predvsem na pomembnost multiplikatorjev EV (predvsem EV/EBITDA-ja), medtem ko so multiplikatorji P/E uporabni zgolj v nekaterih dejavnostih. Še največ enotnosti je glede finančnega sektorja, v katerem se pogosto uporablja P/E, predvsem pa P/B v primerjavi z ROE-jem.

5.2. METODOLOGIJA

Ugotavljanje primerenega multiplikatorja za posamezno dejavnost (glede na klasifikacijo dejavnosti GICS – po dejavnostih znotraj sektorjev) je metodološko potekalo v naslednjih korakih:

1. Oblikovan je bil vzorec delnic. Za vzorec so bile izbrane delnice iz indeksa S&P Global 1200, saj vsebuje delnice podjetij iz vseh sektorjev in vseh regij. Izbor iz tega indeksa posledično zagotavlja največjo objektivnost pri izbiri vzorca delnic ter dovolj velik vzorec. S&P 1200 pri tem vsebuje delnice indeksov S&P 500 (ZDA), S&P Europe 350 (Evropa), S&P/TOPIX 150 (Japonska), S&P/TSX 60 (Kanada), S&P/ASX All Australian 50 (Avstralija), S&P Asia 50 (Hong Kong, Koreja, Tajvan in Singapur) in S&P Latin America 40 (Argentina, Brazilija, Čile in Mehika).
2. Za vsako delnico so bili na Bloombergu pridobljeni posamezni podatki:
 - Podatki o dejavnostih, in sicer po klasifikaciji GICS.

- Število izdanih delnic in cena delnice na dan 18. 08. 2008, na podlagi katere je izračunana tržna kapitalizacija.
- Prihodki, EBITDA, EBIT (dobiček iz poslovanja) in čisti dobiček. Gre za postavke iz izkaza poslovnega izida, ki so izračunani za obdobje zadnjih 12 mesecev (sledeči podatki). Na podlagi teh podatkov so izračunani tudi EBITDA, EBIT in neto marže, na podlagi EBIT-a in efektivne davčne stopnje pa je izračunan tudi NOPLAT.
- Sredstva in lastniški kapital iz bilance stanja (povprečno stanje). ROE in ROA sta izračunana na podlagi sledečega čistega dobička (pri ROE je dodana odbitna postavka prednostne dividende) in povprečnega lastniškega kapitala oziroma sredstev.
- Podatek o spremembni obratnega kapitala in o bruto investicijah (CAPEX – investicije v opredmetena osnovna sredstva in neopredmetena sredstva, ne pa v finančne naložbe).
- Neto dolg, na podlagi katerega je izračunana celotna vrednost podjetja.
- Delež izplačila dividend in posledično tudi delež zadržanega dobička. Pri tem je za izračun deleža čisti dobiček prilagojen za enkratne dogodke, manjšinski delež in prednostne dividende.
- Davčna stopnja. Pri tem je vzeta efektivna davčna stopnja glede na sledeče podatke.
- ROIC. Izračunan je kot sledeči NOPLAT, deljen z dolgoročnim finančnim dolgom in lastniškim kapitalom.
- WACC, strošek lastniškega kapitala (izračunan na podlagi modela CAPM) in beta.
- Rast, pridobljena na podlagi Bloombergovega sistema napovedi. Gre za zbor napovedi analitikov glede rasti dobička, vzeta pa je dolgoročna prihodnja rast (v naslednjem poslovнем ciklu, ponavadi 3–5 let).
- V primeru naftnih podjetij tudi podatek o velikosti rezerv nafte in plina v boe (ekvivalentih sodčkov nafte), v primeru zavarovalnic pa kosmata in neto premija.
- Cene delnic za obdobje od 17. 07. 2008 do 18. 08. 2008, pri čemer je uporabljena zadnja cena trgovalnega dne (t. i. zaključni tečaj).

Podatki so bili pridobljeni na Bloombergu; torej so bili pridobljeni na enak način in iz istega vira (posledično gre za enako metodologijo pridobivanja in obdelave podatkov). Zaradi ažurnosti so podatki vzeti za obdobje zadnjih 12 mesecev, torej gre za sledeče podatke (v primeru postavk iz izkaza poslovnega izida) in zadnje stanje (v primeru postavk iz bilance stanja). Podatki so bili vzeti na dan 18. 08. 2008.

Poleg tega so bili pri raziskavi uporabljeni še podatki IMF-ja: napovedi rasti BDP-ja za obdobje 2008–2013 (napovedi iz aprila 2008).

Pridobljeni podatki, na katerih temelji raziskava magistrskega dela, so podani v prilogi II.

3. Na podlagi podatkov so bile izračunane ciljne (napovedane) cene ter dejanske cene. Ciljne cene so pridobljene tako, da se dejavnik ustvarjanja vrednosti (različen glede na vrsto multiplikatorja) pomnoži s sintetičnim multiplikatorjem dejavnosti (primerljivih podjetij). Pri multiplikatorjih EV pa je treba za pridobitev ciljne cene odšteti še neto dolg.

$$P_{i,j}^n = \frac{\text{sintetični multiplikator} * \text{dejavnik ustvarjanja vrednosti}_j}{\text{Število delnic}_j} \quad (5.1.)$$

Sintetični multiplikator je uporabljen, ker naj bi se (ob predpostavki, da so podjetja znotraj dejavnosti med seboj primerljiva) znotraj dejavnosti dolgoročno multiplikatorji oziroma kazalci podjetij poenotili. Za izračun sintetičnega multiplikatorja je bila uporabljena mediana, saj so na ta način izločene ekstremne vrednosti, ki bi lahko multiplikator popačile. Za izračun primernih ciljnih vrednosti multiplikatorja za posamezno podjetje so bile uporabljeni enačbe, navedene v tabeli 16. Gre za dvostopenjske izračune ciljne cene.

Razlog za izbor dvostopenjskega modela je, da se pridobljene napovedi za rast podjetij nanašajo na prihodnje 5-letno obdobje. Prav tako se pri hitrorastočih podjetjih visoka rast ne more nadaljevati v nedogled. Posledično je uporabljen dvostopenjski model, pri čemer se v dolgoročnem obdobju za rast uporabi dolgoročna gospodarska rast države, v kateri podjetje deluje. Prav tako se za ROE in ROIC v dolgoročnem obdobju uporabi povprečen ROE oziroma ROIC dejavnosti, saj naj bi se donos v dejavnosti dolgoročno normaliziral.

Tabela 16: Uporabljene enačbe za izračun ciljnih vrednosti multiplikatorja.

Št.	Enačba za izračun
(3.11.)	$P/E = \frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n}\right) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n}$
(3.16.)	$PEG = \frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{g_{hg} * ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n}\right) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{g_{hg} * (1+k_{hg})^n}$
(3.21.)	$EV / EBITDA = \left(\frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n}\right) \right. \\ \left. + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n} \right) * (1-t) * (1-D)$
(3.23.)	$EV / EBIT = \left(\frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n}\right) \right. \\ \left. + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n} \right) * (1-t)$
(3.25.)	$EV / NOPLAT = \left(\frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n}\right) \right. \\ \left. + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n} \right)$
(3.30.)	$P/CF = \left(\frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n}\right) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n} \right) * \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Denarni dobiček}}$
(3.39.)	$EV / Prihodki = \left(\frac{ROIC_{hg} - g_{hg}}{ROIC_{hg} * (WACC_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n}\right) \right. \\ \left. + \frac{ROIC - g}{ROIC * (WACC - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+WACC_{hg})^n} \right) * (1-t) * M$
(3.40.)	$P/S = \left(\frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n}\right) + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n} \right) * neto marža$
(3.46.)	$P/B = \frac{ROE_{hg} - g_{hg}}{ROE_{hg} * (k_{hg} - g_{hg})} * \left(1 - \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n}\right) * ROE_{hg} + \frac{ROE - g}{ROE * (k - g)} * \frac{(1+g_{hg})^n}{(1+k_{hg})^n} * ROE$

Dejanska cena delnice je bila pridobljena z izračunom aritmetičnega povprečja dnevnih cen delnic za obdobje od 17. 07. 2008 do 18. 08. 2008.

Podatki so prilagojeni le v primeru izračuna trenutnih multiplikatorjev in ciljnih (napovedanih) multiplikatorjev za pridobitev sintetičnega multiplikatorja, in sicer so izločeni multiplikatorji z negativnimi vrednostmi ter podan maksimum 200.

4. V naslednjem koraku je bila izvedena primerjava ciljnih cen z dejanskimi cenami ter izračunana odstotna razlika med ciljno in dejansko ceno. Absolutna napaka cenitve multiplikatorja i podjetja j je tako izračunana na naslednji način:

$$ANC_{i,j} = \left| \frac{P_{i,j}^n - P_j^d}{P_j^d} \right| \quad (5.2.)$$

P_j^d dejanska cena delnice podjetja j

$P_{i,j}^n$ ciljna cena delnice multiplikatorja i za delnico podjetja j

Nato je bila izračunana skupna povprečna napaka cenitve:

$$SNC_i = \frac{\sum_{i=1}^n ANC_{i,j}}{n} \quad (5.3.)$$

Pri tem je n število podjetij v vzorcu v posamezni dejavnosti. V izračun povprečne napake cenitve niso vključena podjetja, pri katerih izračun ciljne cene poda negativno vrednost (zaradi izgube); v teh primerih namreč izračuni kažejo zelo visoko napako cenitve, ki lahko vpliva na končno oceno napake v posamezni dejavnosti.

5. Na podlagi primerjave skupnih povprečnih napak cenitve posameznega multiplikatorja v določeni dejavnosti je bila ocenjena pojasnevalna moč posameznega multiplikatorja; manjše napake cenitve namreč pomenijo večjo pojasnevalno moč. Multiplikator, ki ima najmanjšo napako cenitve, torej v posamezni dejavnosti podaja najboljše napovedi glede ciljnih cen in je posledično najbolj primeren multiplikator za vrednotenje v izbrani dejavnosti.

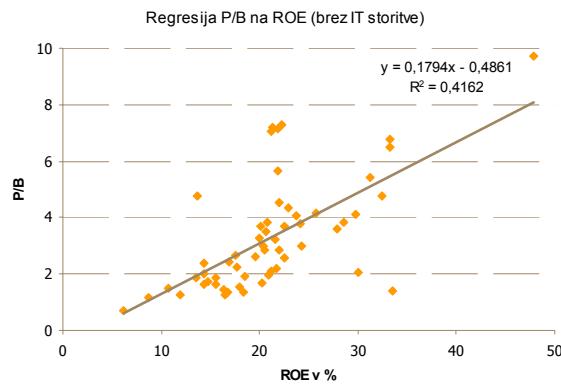
Pri tem je bila raziskava izvedena le za dejavnosti, ki so imele znotraj uporabljenih indeksov dovolj podjetij (najmanj 5); tako posamezna podjetja v vzorcu ne morejo pretirano vplivati na rezultat. Prav tako so bile izločene podvojitve podjetij znotraj indeksa (navadne in prednostne delnice). Poleg tega je treba poudariti, da raziskava magistrskega dela temelji na predpostavki homogenosti znotraj dejavnosti (in heterogenosti med dejavnostmi); to je v posameznih primerih lahko problematična predpostavka.

5.3. UGOTOVITVE RAZISKAVE

5.3.1. Ugotovljene povezave ključnih spremenljivk in multiplikatorjev

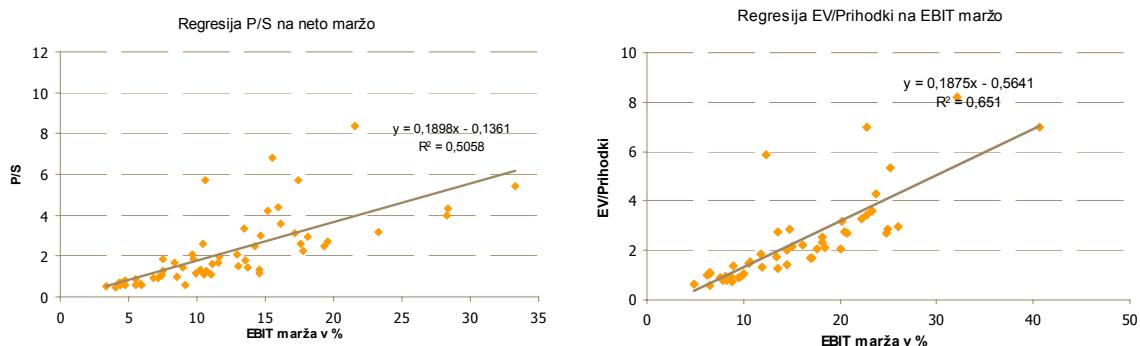
Regresije, izračunane glede na posamezne dejavnosti GICS-a ter prikazane v grafih 10, 11, 12, 13, 14, 15 in 16 (na naslednjih straneh), potrjujejo povezavo med ROE-jem in P/B-jem ter povezanost multiplikatorjev na osnovi prihodkov z maržami (EBIT ali neto). Determinacijski koeficienti so namreč večinoma med 0,4 in 0,6. Vendar pa se niso potrdile povezave med EV/EBITDA-jem in P/B-jem ter kapitalsko intenzivnostjo. Prav tako ni povezave med rastjo (pričakovano rastjo analitikov v 3–5 letih) in P/E-jem ali PEG-om. Pri vseh navedenih regresijah so namreč determinacijski koeficienti zelo nizki.

Graf 10: Regresija trenutnih P/B-jev glede na ROE-je po dejavnostih GICS-a.



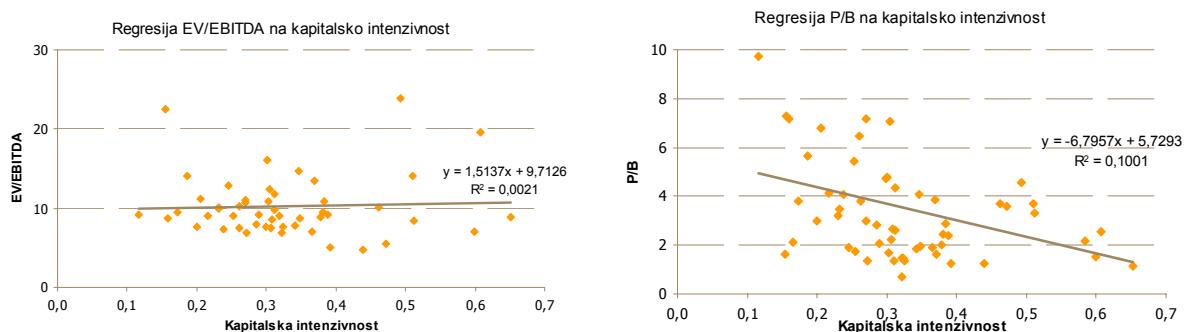
Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Graf 11 in Graf 12: Regresija trenutnih EV/Prihodkov glede na maržo EBIT in trenutnih P/S-jev glede na neto maržo po dejavnostih GICS-a.



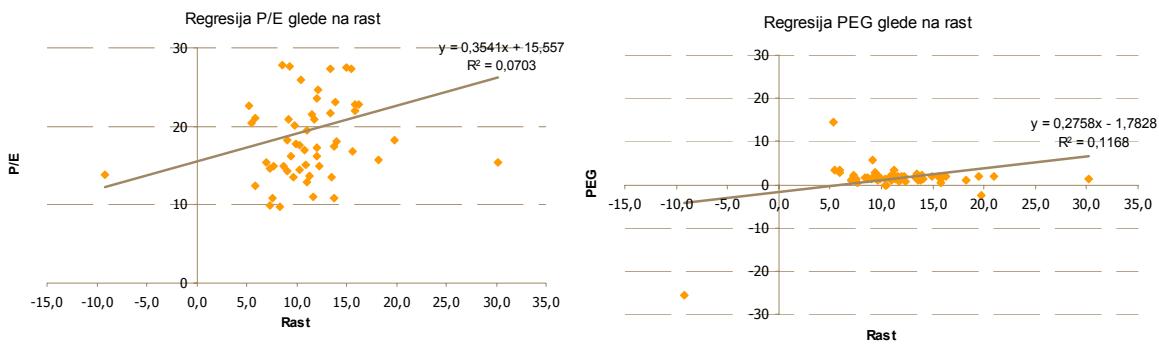
Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Graf 13 in Graf 14: Regresija trenutnih EV/EBITDA glede na kapitalsko intenzivnost in trenutnih P/B-jev glede na kapitalsko intenzivnost po dejavnostih GICS-a.



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Graf 15 in Graf 16: Regresija trenutnih P/E-jev glede na rast in trenutnih PEG-ov glede na rast po dejavnostih GICS-a.



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Regresijske analize so poleg povezav med posameznimi multiplikatorji in spremenljivkami pokazale še eno pomembno dejstvo: po posameznih dejavnostih se močno razlikuje tako višina multiplikatorjev (koeficient variacije je najmanjši pri P/E-ju in P/CF-ju, največji pa pri PEG-u in EV/NOPLAT-u) kot višina posameznih spremenljivk. Pri tem se po dejavnostih še najmanj razlikuje strošek lastniškega kapitala in povprečen tehtani strošek kapitala. Po drugi strani pa se po dejavnostih bolj razlikujejo tako marže in donosnost kot tudi rast, finančni vzvod, delež izplačila dividend in kapitalska intenzivnost itd. To je razumljiva posledica številnih specifik dejavnosti (razlike v poslovnom okolju, načinu poslovanja itd.), kar pa obenem pomeni, da je izredno problematično med seboj primerjati (in posledično vrednotiti) podjetja iz različnih dejavnosti. Skratka, pri vrednotenju je poleg poznavanja multiplikatorjev kljucno tudi dobro poznavanje dejavnosti oziroma njihovih značilnosti; vrednotenja se morajo namreč zaradi številnih razlik med dejavnostmi večinoma opraviti v okviru posamezne dejavnosti. Zato se tudi analitiki na kapitalskih trgih večinoma specializirajo po dejavnostih.

5.3.2. Ugotovljena pojasnjevalna moč multiplikatorjev po dejavnostih

Rezultate raziskave povzema tabela 17; kaže povprečno absolutno napako med napovedanimi cenami in dejanskimi cenami, s tem pa pojasnjevalno moč posameznega multiplikatorja (nižja napaka pomeni večjo pojasnjevalno moč).

Tabela 17: Napake cenitve na osnovi dvostopenjskega modela v posameznih sektorjih.³

Dejavnost	P/E	PEG	P/CF	P/S	EV/Pri hodki	EV/EB ITDA	EV/EB IT	P/B	EV/NO PLAT
Potrošne dobrine	0,5	1,3	0,5	1,1	1,3	0,7	0,7	1,8	1,7
Nujne dobrine	1,0	1,5	0,8	1,3	1,3	1,1	0,9	2,2	0,8
Energetika	1,0	1,0	0,8	3,2	3,2	1,0	1,0	1,3	0,9
Finance	0,4	1,1	0,4	0,7	3,6	3,2	3,3	0,7	3,3
Zdravstvo	0,8	1,2	0,9	1,7	1,8	0,8	0,7	1,6	0,8
Industrija	0,6	1,4	0,4	0,8	0,9	0,6	0,6	1,3	0,6
Informacijska tehnologija	0,8	0,9	1,2	1,4	1,1	0,8	0,4	1,4	0,5
Surovine in materiali	0,5	1,8	0,4	1,0	1,1	0,7	0,7	1,2	0,8
Telekomunikacije	0,5	3,2	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	1,2	0,5
Storitve	0,3	1,6	0,3	0,6	0,7	0,3	0,4	0,7	0,4

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

³ Z zeleno so označeni multiplikatorji z največjo pojasnjevalno močjo v posamezni dejavnosti.

Pregled sektorjev GICS-a kaže, da izkazujejo najboljšo pojasnjevalno moč P/CF, P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA in EV/NOPLAT. Razen v primeru sektorjev informacijska tehnologija, telekomunikacije (kjer imata največjo pojasnjevalno moč EV/EBITDA in EV/EBIT) ter finance (kjer so zelo nezanesljivi vsi multiplikatorji EV) vseh pet multiplikatorjev podaja tudi zelo podobne rezultate. Multiplikatorji EV sicer v večini dejavnosti dajejo slabše rezultate kot P/E in P/CF, vendar so razlike njimi zelo majhne. P/B daje najboljše rezultate v finančnem sektorju, kjer je bilanca stanja bistveno bolj povezana z dejavniki ustvarjanja vrednosti kot v drugih sektorjih GICS-a. Vseeno pa tudi v tem sektorju njegova pojasnjevalna moč močno zaostaja za P/E-jem in tudi P/CF-jem. V primerjavi z ostalimi multiplikatorji podajata zelo slabo pojasnjevalno moč P/S in EV/Prihodki, saj v prav nobenem sektorju GICS-a ne sodita med najboljše multiplikatorje. Zanimivo pa je, da med njima vseeno podaja boljše rezultate P/S, kljub teoretičnemu neujemangu imenovalca in števca. Zanimivi so rezultati za PEG, saj kažejo največjo varianco med sektorji. Čeprav se v nobenemu sektorju kazalec ni izkazal najbolje, pa ima relativno dobro pojasnjevalno moč pri energetiki in zdravstvu ter zelo slabo pri telekomunikacijah. Ker so nekateri sektorji GICS-a izrazito nehomogeni, kaže bistveno boljšo uporabno vrednost glede pojasnjevalne moči tabela 18, v katerih je izračunana pojasnjevalna moč po dejavnostih GICS-a.

Tabela 18: Napake cenitve na osnovi dvostopenjskega modela v posameznih dejavnostih.⁴

Dejavnost	P/E	PEG	P/CF	P/S	EV/ Priho dki	EV/ EBIT DA	EV/ EBIT	P/B	EV/ NOP LAT
Avtomobilski deli	0,3	1,5	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4
Avtomobilska industrija	0,4	3,6	0,4	1,5	1,7	1,0	0,7	0,7	0,6
Hoteli, restavracije in zabava	0,9	0,8	0,7	0,8	1,3	0,6	1,0	3,2	1,1
Trajne gospodinjske dobrine	0,4	1,3	0,5	0,9	1,5	1,5	1,6	5,3	8,0
Mediji	0,6	1,9	0,6	0,5	0,9	0,6	0,6	2,8	0,7
Trgovina z raznim blagom	0,8	0,8	0,5	0,8	1,0	0,7	0,7	1,3	0,7
Specializirana trgovina	1,6	0,9	1,9	2,5	2,3	1,5	1,2	3,1	1,5
Tekstil in luksuzno blago	1,0	0,5	1,0	1,2	1,6	0,9	0,9	1,7	1,0
Pijače	0,3	0,7	0,6	1,1	1,7	1,4	1,3	1,1	1,0
Hrana in trgovina z živilni	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	1,2	0,4
Prehrambeni izdelki	0,5	1,4	0,4	0,7	0,9	0,2	0,4	1,5	0,5
Čistila in osebna nega	1,1	3,4	1,4	1,2	1,1	1,3	1,2	2,1	1,2
Tobačna industrija	2,8	2,7	3,2	3,2	3,3	2,5	3,1	4,4	2,6
Energetska oprema in storitve	1,5	0,4	1,5	1,6	1,8	1,3	1,3	1,9	1,4
Nafta in plin	0,6	1,0	0,5	1,9	2,9	0,6	0,6	0,8	0,5
Kapitalski trgi	0,7	1,1	0,9	1,2				1,1	
Poslovne banke	0,3	1,0	0,3	0,7				0,6	
Osebne finance	3,0	2,1	1,1	1,1				3,0	
Finančne storitve	0,5	0,9	0,5	1,1				1,2	
Zavarovalništvo	0,4	1,4	0,5	0,4				0,5	
Nepremičninski skladi	0,6	1,4	0,5	0,6				0,5	
Upravljanje z nepremičninami	0,6	0,5	0,4	0,9				0,4	
Hipotekarne storitve									
Biotehnologija	0,2	0,6	0,3	0,3	0,6	0,4	0,3	0,8	0,3
Oprema v zdravstvu	0,4	0,4	0,5	0,8	0,9	0,7	0,6	0,9	0,7
Zdravstvena oskrba	1,2	0,5	1,2	3,4	2,9	1,3	1,2	1,9	1,3
Oprema in storitve za raziskave	0,2	0,5	0,3	0,3	0,4	0,1	0,3	2,2	0,2
Farmacija	0,4	3,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4
Letalstvo in obramba	1,5	1,0	2,2	2,9	2,4	1,5	1,0	2,8	1,1
Tovorni zračni promet in logistika	0,8	1,6	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	1,0	0,7
Letalski prevoz	0,5	9,2	0,4	0,6	0,6	1,0	1,0	0,4	1,1
Izdelki za gradnjo	0,6	0,9	0,5	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5
Komercialne storitve	0,6	0,8	0,4	0,5	0,7	0,4	0,4	1,6	0,8
									se nadaljuje

⁴ Z zeleno so označeni multiplikatorji z največjo pojasnjevalno močjo v posamezni dejavnosti.

nadaljevanje

Dejavnost	P/E	PEG	P/CF	P/S	EV/ Priho dki	EV/ EBIT DA	EV/ EBIT	P/B	EV/ NOPLAT
Gradbeništvo in inženiring	0,4	0,6	0,4	0,6	1,4	0,9	1,0	0,9	0,6
Elektooprema	0,6	0,7	0,9	1,1	0,8	0,8	0,7	2,5	0,8
Industrijski konglomerati	1,0	1,4	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6	3,3	0,5
Stroji	0,7	0,7	0,4	0,7	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6
Železniški in cestni transport	0,2	0,6	0,4	1,4	0,9	0,4	0,3	0,3	0,5
Trgovine in distributerji	1,0	0,7	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	1,6	0,6
Transportna infrastruktura	0,5	7,3	0,4	0,8	1,4	0,8	0,9	0,4	1,0
Komunikacijska oprema	1,1	1,4	1,3	4,7	3,3	0,7	0,5	1,9	0,4
Računalniki in rač. komponente	0,8	0,5	1,6	2,3	1,9	1,2	0,6	1,9	0,6
Elektronska oprema in orodja	0,4	1,3	0,4	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4
Program. oprema za internet	0,2	0,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4	0,2
IT-storitve	0,7	0,4	1,1	1,7	1,2	1,4	0,6	1,3	0,6
Polprevodniki in polprev. oprema	0,8	0,4	1,3	2,1	1,4	1,3	0,7	2,4	0,6
Programska oprema	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7	0,4
Kemija	1,2	1,8	1,3	1,7	1,7	0,8	0,6	2,2	0,5
Gradbeni materiali	0,3	2,5	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4
Embalaza	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
Kovine in rudarstvo	0,4	1,3	0,5	1,0	1,4	0,6	0,6	1,9	0,6
Papirna in gozdarska industrija	0,4	14,5	0,3	0,4	0,5	0,8	1,1	0,3	1,1
Raznovrstne telekomunikacije	0,5	3,8	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	1,0	0,5
Mobilne telekomunikacije	0,4	1,0	0,5	1,3	1,2	0,4	0,3	1,1	0,3
Elektropodjetja	0,3	1,7	0,3	0,6	0,4	0,3	0,4	0,7	0,4
Plini	0,2	0,8	0,4	1,1	1,7	0,2	0,4	0,5	0,4
Neodvisni proizvajalci električne energije	0,4	1,9	0,5	0,6	1,2	0,8	0,9	0,6	0,9
Raznovrstna storitvena podjetja	0,5	1,9	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4	0,9	0,4

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Pregled posameznih dejavnosti znotraj sektorjev GICS-a podaja naslednje ugotovitve:

- Potrošne dobrine: Po posameznih dejavnostih sta se najbolje izkazala P/E in P/CF, med katerima ni večjih razlik, manjšo pojasnjevalno moč sta pokazala le pri specializirani trgovini ter tekstu in luksuznem blagu. PEG kaže najboljšo pojasnjevalno moč pri specializirani trgovini ter tekstu in luksuznem blagu, kar je najverjetnejše posledica višje pričakovane rasti v dejavnosti (to pa ne velja za dejavnost hotelov). Te tri dejavnosti imajo namreč znotraj sektorja največjo pričakovano rast (nad 10 %), znotraj dejavnosti pa so tudi najmanjše razlike glede pričakovane rasti. EV/EBITDA, EV/EBIT in EV/NOPLAT dajejo dobro pojasnjevalno moč pri avtomobilskih delih, hotelih (najbolj EV/EBITDA), trajnih gospodinjskih dobrinah in medijih. P/B ima dobro pojasnjevalno moč le pri avtomobilskih dejavnostih, kar je trenutno razumljivo, saj je dejavnost v krizi, izgube pa pogoste. Vlagatelji v takih primerih pogosto uporabijo P/B. V drugih dejavnostih je dal z vidika pojasnjevalne moči P/B najslabše rezultate. Prav tako so se slabo izkazali multiplikatorji na osnovi prihodkov, razen pri medijih, kjer ima najboljšo pojasnjevalno moč P/S.
- Nujne dobrine: Največjo pojasnjevalno moč podajajo EV/EBITDA, EV/EBIT in EV/NOPLAT, izjema je dejavnost pijač, kjer največjo pojasnjevalno moč podaja P/E (ta izkazuje dobro pojasnjevalno moč tudi v drugih dejavnostih). Ta je primeren tudi pri čistilih in osebni negi ter tobačni industriji. Znotraj dejavnosti je kljub stabilnim poslovanjem finančni vzvod zmeren in podoben med podjetji. Prav tako imajo podjetja v dejavnosti nizko kapitalsko intenzivnost, zato je P/B manj uporaben. Multiplikatorji na osnovi prihodkov se izkažejo le pri čistilih in osebni negi, kjer so marže znotraj dejavnosti relativno podobne (vendar pa to velja tudi za nekatere druge dejavnosti). Zanimiva je tobačna dejavnost, saj imajo vsi multiplikatorji glede na druge dejavnosti razmeroma slabo pojasnjevalno moč, vendar pa med njimi ni bistvenih razlik.

- Energetika: Pri energetiki se je potrdilo, da so zaradi različne obravnave prihodkov manj primerni multiplikatorji na podlagi prihodkov. Prav tako se je potrdilo, da ima pri nafti in plinu močno pojasnjevalno moč multiplikator P/B, saj gre za kapitalsko intenzivno dejavnost (ki pa je med podjetji zelo različna), posledično pa je uspeh bolj povezan tudi z bilanco stanja. Multiplikator PEG se je izkazal v dejavnosti energetske opreme in storitve, kjer je rast zelo visoka. Prav tako se je potrdilo, da dajejo zaradi značilnosti dejavnosti dobro pojasnjevalno moč EV/EBITDA, EV/EBIT in EV/NOPLAT, vendar pa podajata še boljšo pojasnjevalno moč P/E in predvsem P/CF. Rahlo boljša pojasnjevalna moč EV/NOPLAT-a pred EV/EBIT-om in EV/EBITDA-jem v dejavnosti nafta in plin kaže na smiselnost upoštevanja davkov (kar je v skladu s pričakovanji in v skladu s pogostostjo uporabe kazalca EV/DACF). Specifični kazalec EV/Dokazane rezerve daje pojasnjevalno moč 0,8, kar pomeni, da kazalec ni slab, vendar pa podajajo boljšo pojasnjevalno moč klasični multiplikatorji.
- Finance⁵: Po pričakovanju je visoko pojasnjevalno moč pokazal P/E, manj pa PEG. Izbema je dejavnost osebne finance, kjer gre za bolj storitvena podjetja, pri katerih je poslovanje manj povezano z bilanco stanja (posledično kaže slabo pojasnjevalno moč P/B). Zanimivo je, da je tudi v tej dejavnosti zelo primeren P/CF, ki se ga zelo redko uporablja pri vrednotenju finančnih podjetij. PEG kaže ponovno najboljšo pojasnjevalno moč predvsem pri dejavnostih z večjo rastjo (nad ali okoli 10 %). P/GWP in P/NPE dajeta pojasnjevalno moč 0,4, kar pomeni, da skupaj z P/E-jem in P/S-jem izkazujeta največjo pojasnjevalno moč. To kaže, da so specifični multiplikatorji smiselnii.
- Zdravstvo: Pri zdravstvu kažeta ponovno največjo pojasnjevalno moč P/E in P/CF, sledijo EV/EBITDA, EV/EBIT in EV/NOPLAT. PEG kaže največjo pojasnjevalno moč v dejavnosti opreme v zdravstvu in zdravstveni oskrbi, kjer je rast visoka, slabo pa v farmaciji, kjer je rast nizka. Izstopa biotehnologija, kjer PEG kljub visoki rasti (skoraj 20 %) kaže zelo slabo pojasnjevalno moč. Glede na dejavnosti v sektorju izstopa predvsem zdravstvena oskrba, kar bi lahko pojasnili z dejstvom, da gre v tej dejavnosti za podjetja z nizkimi maržami. Posledično najbrž vlagatelji posvečajo več pozornosti hitrorastočim podjetjem in s tem multiplikatorju PEG. Na drugi strani je PEG v farmaciji najmanj uporaben (nizka povprečna rast, vendar visoka variacija med podjetji), medtem ko visoko pojasnjevalno moč kažejo P/B in multiplikatorji EV. To potrjuje, da so v dejavnosti pomembne tudi nekatere prilagoditve čistega dobička. Vendar to istočasno kaže, da vsi ne upoštevajo prilagoditev ter morebitnih odpisov R&R-ja v dejavnosti (ki so zgolj računovodske narave).
- Industrija: Največjo pojasnjevalno moč podajajo P/E, P/CF, EV/NOPLAT, EV/EBITDA in EV/EBIT. PEG ponovno kaže visoko pojasnjevalno moč v dejavnostih, kjer je rast v prihodnjih 3–5 letih visoka (nad 10 %); zato ima nizko pojasnjevalno moč pri letalskem prevozu in transportni infrastrukturi (kjer so rasti nizke). Zelo dobro pojasnjevalno moč kaže tudi P/S, razen pri letalstvu, železniškem in cestnem transportu ter trgovinah in distributerjih. P/B kaže močno pojasnjevalno moč pri letalstvu (kjer je visoka kapitalska intenzivnost) in pri transportni infrastrukturi (kjer je poslovanje močno povezano z bilanco stanja). Multiplikatorji EV dajejo dobre rezultate (razen v letalstvu in gradbeništву), še posebej v dejavnosti industrijskih konglomeratov, kjer ima največjo pojasnjevalno moč EV/NOPLAT, v dejavnosti stroji, v dejavnosti komercialne storitve ter v dejavnosti trgovina in distributerji.
- Informacijska tehnologija: Največjo pojasnjevalno moč kažejo EV/NOPLAT, EV/EBIT in EV/EBITDA (med temi je EV/EBITDA najslabši, kar je posledica razlik v kapitalski intenzivnosti), sledita P/E in P/CF (nista primerna pri komunikacijski opremi, računalniških komponentah, IT storitvah in polprevodnikih) ter PEG. To je v skladu s pričakovanji, saj se med podjetji znotraj dejavnosti močno razlikuje obseg neto dolga,

⁵ Zaradi nezanesljivosti podatkov se ni uporabilo multiplikatorjev na osnovi celotne vrednosti podjetja (EV).

prav tako pa gre večinoma za kapitalsko intenzivne dejavnosti (ki pa se predvsem pri polprevodnikih in programski opremi tudi močno razlikuje med podjetji). PEG v sektorju ne kaže več povezave med višino rasti in pojasnjevalno močjo, kar je najbrž posledica dejstva, da so v teh dejavnostih rasti ponavadi povsod visoke in nadpovprečne glede na druge sektorje GICS-a. Kazalec se vseeno večinoma zelo dobro izkaže (v skladu s pričakovanji) predvsem pri računalnikih in računalniških komponentah ter IT-storitvah. Zanimivo je, da so manj uporabni multiplikatorji na osnovi prihodkov, kar bi lahko bila posledica tehnološkega balona ob prelomu tisočletja. Prav tako v dejavnosti programska oprema vsi multiplikatorji kažejo zelo dobro pojasnjevalno moč, čeprav gre za dejavnost, kjer je v računovodstvu težko zabeležiti vse dejavnike ustvarjanja vrednosti (npr. intelektualni kapital).

- Surovine in materiali: Pri kemiji so multiplikatorji z največjo pojasnjevalno močjo EV/NOPLAT, EV/EBITDA in EV/EBIT, tudi EV/Prihodki. Visoka pojasnjevalna moč EV/EBITDA-ja je posledica dejstva, da je znotraj dejavnosti relativno podobna kapitalska intenzivnost. Pri gradbenem materialu ter kovinah in rudarstvu sta se najbolje izkazala P/E in P/CF, tudi EV/EBITDA. Pri papirni in gozdni industriji, ki je izredno kapitalsko intenzivna, sta se najbolje izkazala P/B in P/CF. PEG se tudi znotraj tega segmenta ni izkazal v dejavnostih z visoko rastjo, prav tako multiplikatorji na osnovi prihodkov (izjema je P/S pri embalaži), kljub cikličnosti panoge. Pri embalaži pa po pojasnjevalni moči močno zaostajajo tudi multiplikatorji EV.
- Telekomunikacije: Najbolj ustrezeni so EV/EBIT, EV/NOPLAT in P/CF, pa tudi EV/EBITDA in P/E. Gre za dejavnost z visoko, toda znotraj dejavnosti razmeroma podobno kapitalsko intenzivnostjo, prav tako pa je zelo raznolik poslovni vzvod. Posledično je razumljiva visoka uporabnost multiplikatorjev EV. S tem se potrjujejo pričakovanja glede uporabnosti multiplikatorjev EV v telekomunikacijah (tako kot pri tehnologiji), vendar pa zelo dobre rezultate podajata tudi manj očiščena (z vidika enkratnih dejavnosti, neto dolga itd.) multiplikatorja P/E in P/CF.
- Storitve: Največjo pojasnjevalno moč ima P/E, sledi P/CF (slabša pojasnjevalna moč pri plinu). Znotraj dejavnosti so namreč bolj podobni finančni vzvodi, zato multiplikatorji EV bolj zaostajajo. Vseeno je zelo uporaben tudi EV/EBITDA (deloma tudi EV/NOPLAT in EV/EBIT), predvsem pri raznovrstnih storitvenih podjetjih. P/B je ponovno še najbolj uporaben v dejavnosti neodvisnih proizvajalcev elektrike, kjer je visoka kapitalska intenzivnost. EV/EBITDA daje tako kot P/E dobro pojasnjevalno moč v dejavnosti plin; kljub temu, da je v tej dejavnosti kapitalska intenzivnost zelo različna.

Raziskava je pokazala, da so v različnih dejavnostih uporabni različni multiplikatorji. Vseeno še najbolj pogosto beležita največjo pojasnjevalno moč multiplikatorja P/E in P/CF, in ne EV/EBITDA in EV/EBIT ali EV/NOPLAT. Vendar ti multiplikatorji pogosto sledijo P/E-ju in P/CF-ju, pri telekomunikacijah, energetiki in informacijski tehnologiji pa izkazujejo celo boljšo pojasnjevalno moč. Pri prvih dveh dejavnostih je to najbrž posledica različnih finančnih vzvodov in visoke kapitalske intenzivnosti, v primeru tehnologije pa tudi dejstva, da ima več podjetij čisto izgubo, kar zmanjšuje uporabnost P/E-ja. Pri nujnih dobrinah pa je vzrok manj jasen. Razlog za največjo pojasnjevalno moč P/E-ja je po vsej verjetnosti množičnost uporabe, medtem ko visoka pojasnjevalna moč multiplikatorja P/CF kaže na to, da skušajo vlagatelji ocenjevati denarni tok in s tem približke zanj. Denarni tok naj bi bil torej z vidika vlagatelja ključen za ocenjevanje uspešnosti in posledično vrednosti podjetja. PEG se kaže kot zelo dober kazalec relativnega vrednotenja predvsem v dejavnostih z visoko pričakovano rastjo (nad 10 %), vendar pa povezava ni vedno zanesljiva (kar kaže tehnologija). Glede na druge multiplikatorje pa dajejo relativno slabo pojasnjevalno moč P/S, EV/Prihodki in P/B. Očitno so prihodki še vedno prešibek kazalec ustvarjanja vrednosti, saj je za vlagatelje bolj ključen dobiček, kapital v bilanci stanja pa je premajhen odraz prave vrednosti

lastniškega kapitala. P/B tako izkazuje dobro pojasnevalno moč glede na ostale multiplikatorje zgolj v dejavnostih z visoko kapitalsko intenzivnostjo ter, pričakovano, v finančni dejavnosti. To je pričakovano, saj višja kapitalska intenzivnost pomeni, da je ustvarjanje vrednosti bolj povezano z bilanco stanja. P/S in EV/Prihodki izkazujeta dobro pojasnevalno moč glede na ostale multiplikatorje zgolj v posameznih dejavnostih (večjo pojasnevalno moč daje P/S), pri tem pa v ozadju ni nekega smiselnega vzorca. EV/NOPLAT se ni izkazal bolje od EV/EBIT-a, kljub temu da so v raziskavo zajeta podjetja iz različnih držav (in posledično z različnimi efektivnimi davčnimi stopnjami). Prilagoditev za efektivne davke torej ne izboljša pojasnevalne moči, saj oba multiplikatorja izkazujeta podobno pojasnevalno moč.

Raziskava je pokazala, da je pojasnevalna moč posameznih multiplikatorjev zelo različna med dejavnostmi, saj lahko posamezen multiplikator izkazuje dobro pojasnevalno moč v eni dejavnosti, istočasno pa slabo pojasnevalno moč v drugi dejavnosti. Z visoko pojasnevalno močjo izstopajo P/E, P/CF, EV/EBITDA, EV/EBIT in EV/NOPLAT, vendar pa tudi drugi multiplikatorji (tudi za sektorje specifični) kažejo pri posameznih dejavnostih dobro ali celo najboljšo pojasnevalno moč. Posledično je za vlagatelje dobro, da pred uporabo posameznih multiplikatorjev preverijo njihovo pojasnevalno moč tako teoretično (poznavanje kvalitativne oziroma logične povezave med dejavniki ustvarjanja vrednosti in spremenljivkami v multiplikatorju) kot empirično (lastne ali druge raziskave). Raziskava je prav tako pokazala, da se vsa pričakovanja glede uporabnosti multiplikatorjev v posameznih dejavnostih niso uresničila in da kompleksnejši multiplikatorji EV pogosteje izkazujejo slabšo pojasnevalno moč kot P/E in P/CF, ki veljata za sicer preprosta, a toliko bolj pogosto uporabljeni multiplikatorja. Na podlagi tega bi lahko sklepali, da pomeni največjo prednost teh multiplikatorjev prav pogosta uporaba in so zato zelo uporabni pri relativnem vrednotenju (za portfeljske vlagatelje; v tem magistrskem delu ni bila izvedena raziskava za prevzemne multiplikatorje, glede na tuje investicijske hiše pa se uporabljam predvsem multiplikatorji EV). Vendar pa tudi bolj kompleksni oziroma za posebnosti očiščeni kazalci kažejo odlično pojasnevalno moč, pri čemer lahko (ker so manj uporabljeni s strani manjših vlagateljev) pokažejo bolj skrito podcenjenost ali precenjenost. Vsekakor je zaradi relativno podobne pojasnevalne moči še najbolje uporabiti več multiplikatorjev, saj se s tem izvede vrednotenje z več perspektiv, kar lahko izboljša napoved ciljne cene in s tem uspešnost naložbene odločitve.

5.3.3. Primerjava v času

Da bi se ugotovila konsistentnost rezultatov (oziroma morebitna nestanovitnost ugotovitev), se je raziskava izvedla ne le na sledeče podatke na dan 18. 8. 2008, temveč tudi na sledeče podatke za leto prej (na dan 18. 8. 2007; rezultati so podani v Prilogi III). Metodologija izračuna pojasnevalne moči je v obeh primerih enaka, kakor tudi vzorec podjetij.

Primerjava raziskav glede na dve različni časovni obdobji kaže, da je pojasnevalna moč posameznih multiplikatorjev po posameznih dejavnostih zelo podobna. Čeprav se pogosto razlikuje multiplikator z najboljšo pojasnevalno močjo, se večinoma vseeno ohrani njegova dobra pojasnevalna moč; pri tem pa ga večinoma nadomesti multiplikator, ki je v preteklem obdobju izkazoval dobro pojasnevalno moč. Tako se kar v 62 % primerov ohrani dobra ali slaba pojasnevalna moč multiplikatorja, le v 12 % primerov pa se pojasnevalna moč posameznega multiplikatorja v posamezni dejavnosti bistveno spremeni. Ob časovni primerjavi P/E in P/CF še naprej izkazujeta dobro pojasnevalno moč, vendar zgolj rahlo slabšo od EV/EBITDA-ja, EV/EBIT-a in EV/NOPLAT-a. Multiplikatorji EV so ob primerjavi glede na osrednjo raziskavo še vedno boljši od P/E-ja in P/CF-ja predvsem pri

tehnologiji in telekomunikacijah (ter imajo podobno pojasnjevalno moč pri zdravstvu), večjo pojasnjevalno moč pa imajo tudi pri energetiki in pri večini dejavnosti znotraj industrije. Po drugi strani imajo ob primerjavi še vedno slabšo pojasnjevalno moč P/B (P/B pogosto izkazuje najboljšo pojasnjevalno moč pri istih dejavnostih kot v osrednji raziskavi; postane pa najboljši pri finančnih dejavnostih), multiplikatorji na osnovi prihodkov (glede na osrednjo raziskavo imajo veliko boljšo pojasnjevalno moč ter se močno približajo ostalim multiplikatorjem) in predvsem PEG. Ob časovni primerjavi pa pri dejavnostih ni očitnega vzorca, na podlagi katerega bi lahko sklepali o odstopanju posamezne dejavnosti glede spremembe pojasnjevalne moči multiplikatorjev v času.

Razlike torej vseeno obstajajo oziroma kažejo pojasnjevalne moči določeno mero nestanovitnosti. To je deloma rezultat posebnih razmer, v katerih se nahajajo posamezne dejavnosti (npr. izgube v dejavnosti, specifično neravnovesje med ponudbo in povpraševanjem v dejavnosti, cikličnost, specifične krize⁶), in heterogenosti znotraj dejavnosti. Za ugotavljanje pojasnjevalne moči se torej ne moremo povsem zanašati na pretekle podatke ali pa jih moramo uporabiti z zadržkom in le v tesni povezavi s poznavanjem razmer (oziora njihovo spremembo) v posamezni dejavnosti. Dovolj velika podobnost med izsledki raziskav pa vsekakor potrjuje tako ugotovitve glede pojasnjevalne moči posameznih multiplikatorjev po dejavnostih kakor tudi smiselnost vrednotenja po dejavnostih. Raziskava prav tako kaže na smiselnost kombiniranja več multiplikatorjev za vrednotenje podjetij znotraj dejavnosti. Raziskava je namreč pokazala časovno nestanovitnost pri ugotavljanju multiplikatorjev z največjo pojasnjevalno močjo, vendar pa ta ne velja v tolikšni meri za multiplikatorje z dobro (ali slabo) pojasnjevalno močjo. Skratka, raziskava dobro razkrije skupine multiplikatorjev (in ne toliko posameznih multiplikatorjev), ki so uporabne za vrednotenje podjetij v posamezni dejavnosti.

Raziskava magistrskega dela temelji na predpostavki homogenosti znotraj dejavnosti (in heterogenosti med dejavnostmi) ter na predpostavki, da makroekonomski položaj posamezne države vpliva na vrednost multiplikatorjev oziora kapitalski trg v manjši meri (zgolj preko dolgoročne rasti). Pri tem je treba poudariti, da so v raziskavi zajeta podjetja iz različnih držav oziora kapitalskih trgov, ki so pogosto v različnih fazah razvoja. Za dodatno preverjanje so bile zato časovno primerjane tudi pojasnjevalne moči multiplikatorjev po dejavnostih za posamezne države (ZDA in Japonsko), s čimer se je izločilo morebiten vpliv razlik med državami (vrednosti multiplikatorjev se lahko med državami močno razlikujejo, kar kaže tudi priloga I) ter vpliv razvoja trgov (zato sta vzeti državi z močno razvitim kapitalskim trgom in dovolj velikim vzorcem podjetij v indeksu). Vendar so ugotovitve podobne ugotovitvam za celoten indeks S&P1200, zato ni podrobnejšega komentarja te raziskave; prav tako pa poudarek magistrskega dela ni na primerjavi pojasnjevalne moči multiplikatorjev med državami, temveč na primerjavi med dejavnostmi.

6. SKLEP

Rezultati različnih raziskav glede uporabe metod vrednotenja so pokazali, da je relativno vrednotenje najbolj pogosta metoda za vrednotenje. Razlog naj bi bil v njeni enostavnosti in razumljivosti. Skozi magistrsko delo se je pokazalo, da je relativno vrednotenje enostavno za razumevanje in izračun (predvsem teoretično), vendar pa se v praksi pri uporabi pokažejo številni problemi, še posebej pri uporabi bolj kompleksnih multiplikatorjev ali v posebnih primerih, ki teoretično niso tako dobro obravnavani. Tako morajo vlagatelji za ustrezno uporabo relativnega vrednotenja razrešiti probleme glede izbire primerljivih podjetij, izbire

⁶ Finančna kriza v obdobju 2007–2008 je pri bankah povzročila negotovost glede višine odpisov, s tem pa zamajala zaupanje v knjigovodska vrednost kapitala. P/B je zato v tem času postal bolj problematičen kazalec.

primernega multiplikatorja, izbire časovnega zajema podatkov (sledeči ali prihodnji podatki), pridobitve ustreznih podatkov bodisi iz izkazov bodisi glede pričakovanega prihodnjega poslovanja, uporabe prilagoditev zaradi enkratnih dogodkov oziroma situacij itd. Vse te probleme pa se da rešiti z dovolj dobrim poznavanjem dejavnikov ustvarjanja vrednosti oziroma njihove povezave z multiplikatorji in relativnim vrednotenjem. Vsekakor drži citat Damodarana v uvodu, saj je ravno enostavnost relativnega vrednotenja njegova največja slabost; vlagatelja lahko namreč zavede, kar pa vodi do napačnih naložbenih odločitev. Pri relativnem vrednotenju ni pomembno zgolj poznavanje izračunov, temveč predvsem dejavnikov ustvarjanja vrednosti v posameznem primeru ter njihov vpliv na multiplikatorje.

Magistrsko delo je pokazalo, da so najpomembnejši dejavniki ustvarjanja vrednosti rast podjetja, tveganje in različne mere donosnosti, bodisi marže bodisi ROE ali ROIC. Vendar obstaja poleg tega še vrsta drugih dejavnikov, ki so ključni za posamezne multiplikatorje (npr. kapitalska intenzivnost za EV/EBITDA) ali dejavnosti (npr. rezerve za naftna podjetja). Ti dejavniki so ključni tudi za pridobitev primerljivih podjetij, s tem pa za ustrezeno relativno vrednotenje. Torej moramo te dejavnike poznati tako za vrednoteno podjetje kot za uporabljenia primerljiva podjetja, da lahko izločimo neustrezne multiplikatorje (npr. EV/Prihodki, ko se razlikujejo marže). Poleg tega moramo poznati povezanost teh dejavnikov; večja rast pogosto pomeni večje tveganje, večji ROE lahko pomeni višjo rast itd. Vsekakor se moramo zavedati, da visok multiplikator ne nakazuje vedno precenjenosti podjetja, temveč je lahko npr. tudi znak podjetja z nizkim tveganjem ali visoko pričakovano rastjo. Vlagatelj mora torej dobro poznati višino in porazdelitev vrednosti dejavnikov ustvarjanja vrednosti in multiplikatorjev znotraj dejavnosti glede na celotni kapitalski trg in tudi dinamično glede na čas. Višina multiplikatorjev namreč niha glede na navedene komponente, v ozadju nihanja pa so predvsem različni dejavniki ustvarjanja vrednosti ter različna pričakovanja vlagateljev glede gibanja teh dejavnikov v prihodnosti.

Pregled posameznih multiplikatorjev je pokazal, da imajo vse vrste multiplikatorjev tako prednosti kot slabosti, za vse so občasno potrebne prilagoditve, dejavniki ustvarjanja vrednosti, vgrajeni v multiplikatorje, pa so zelo podobni. Vendar obstajajo razlike, zaradi katerih je lahko posamezen multiplikator v specifičnih razmerah bolj ali manj uporaben od drugih. Nedvomno pa je, da mora vlagatelj poznati več vrst multiplikatorjev, prav tako pa mora poznati posamezne dejavnosti, ki se lahko močno razlikujejo, predvsem glede pomembnosti ustvarjanja vrednosti. Edino tako lahko namreč vlagatelj izbere za določen primer najustreznejši multiplikator.

Glede povezave multiplikatorjev in dejavnosti je zanimivo neskladje med preteklimi raziskavami nekaterih avtorjev na eni strani ter mnenji institucionalnih vlagateljev na drugi. Medtem ko institucionalni vlagatelji vrednotijo podjetja predvsem na podlagi kompleksnejših multiplikatorjev (saj naj bi bolje kazali na poslovanje), pa številne raziskave kažejo, da ravno P/E (najbolj enostaven multiplikator) najbolje pojasnjuje vrednost delnice nekega podjetja. Razlog bi lahko iskali v tem, da gre za najbolj pogosto uporabljen multiplikator. Medtem ko institucionalnimi vlagatelji uporabljajo vse multiplikatorje (tudi P/E), manj poučeni vlagatelji in publicisti uporabljajo zgolj P/E. Posledično trg bolj reagira na P/E, s tem pa P/E bolj vpliva na spremembo cene delnice in na donose vlagateljev. Lahko bi rekli, da ne glede na njegove številne slabosti trg pripisuje P/E-ju visoko utež. Res pa to najbrž velja v večji meri za zelo likvidne finančne instrumente, medtem ko imajo pri manj likvidnih, predvsem pa v primeru večjih transakcij, večjo utež kompleksnejši multiplikatorji. Tudi v podjetju Publikum uporabljamo predvsem bolj kompleksne multiplikatorje, saj imajo manj slabosti oziroma se tako bolj posvečamo vrednosti poslovanja podjetja v njegovi osnovni dejavnosti. S tega vidika je treba dati manjši poudarek multiplikatorjem, ki so sicer bolj poznani in enostavnejši,

vendar lahko zavajajo pri ocenjevanju vrednosti podjetja. To je tudi v skladu z dolgoročno vizijo za donos; trg (ki je kratkoročno lahko neracionalen in pod vplivom enostavnnejših multiplikatorjev z vsemi slabostmi) naj bi bil dolgoročno učinkovit in bo prej ali slej priznal pravo vrednost podjetja.

Empirična raziskava magistrskega dela je pokazala, da največjo pojasnjevalno moč izkazujejo tako preprostejši multiplikatorji, predvsem P/E in P/CF (čisti dobiček, prilagojen za amortizacijo), kot tudi kompleksna multiplikatorja EV/EBITDA in EV/EBIT (ter EV/NOPLAT). To zopet potrjuje mnenja, da se zaradi največje enostavnosti in razumljivosti vlagatelji na kapitalskih trgi posvečajo predvsem enostavnnejšim multiplikatorjem ter predvsem trem glavnim dejavnikom ustvarjanja vrednosti: rasti, tveganju in denarnemu toku, manj pa posameznim, bolj podrobnim dejavnikom. Dobri rezultati P/CF-ja kažejo, da se vlagatelji zavedajo, da gre pri amortizaciji za računovodsko kategorijo, in ne denarni odliv, pri čemer je za vlagatelje pomemben predvsem denarni tok, in ne zgolj čisti dobiček. Toda tudi multiplikatorji EV izkazujejo zelo dobro pojasnjevalno moč, kar pomeni, da je zelo smiselno tudi kompleksnejše vrednotenje (ozioroma izvajanje prilagoditev), s čimer se lahko ugotovi bolj skrito podcenjenost ali precenjenost ozioroma izogne morebitni izkrivljeni sliki, ki jih podajajo preprostejši multiplikatorji. Relativno slabšo pojasnjevalno moč kažeta multiplikatorja na podlagi prihodkov od prodaje (EV/Prihodki in P/S); to je najverjetneje posledica dejstva, da se marže lahko močno razlikujejo znotraj dejavnosti in da prihodki še ne zagotavljajo dobičkov. V številnih dejavnostih ima slabšo pojasnjevalno moč tudi P/B; predvsem v dejavnostih, v katerih je bilanca stanja manj povezana z ustvarjanjem vrednosti. Slabša pojasnjevalna moč pa je najverjetneje tudi posledica slabosti multiplikatorja; gre za pretekle podatke, ki so pod vplivom računovodskih standardov. Slabo pojasnjevalno moč kaže tudi PEG, ki je pri vlagateljih uporabljen manj pogosto. S tem je raziskava potrdila, da imajo vsi multiplikatorji svoje prednosti in slabosti ter da različni dejavniki ustvarjanja vrednosti v povezavi z značilnostmi dejavnosti vplivajo na različno pojasnjevalno moč multiplikatorja in s tem na njegovo uporabnost. Dejstvo, da se izkazuje različna pojasnjevalna moč posameznih multiplikatorjev v posameznih dejavnostih, pa pomeni, da so raziskave o pojasnjevalni moči po dejavnostih smiselne za ugotovitev primernih multiplikatorjev. Časovna primerjava je potrdila konsistentnost teh ugotovitev (rezultati uporabnosti multiplikatorjev so namreč podobni), vendar pa obenem pokazala, da se lahko zaradi sprememb okolja v dejavnostih spreminjajo tudi dejavniki ustvarjanja vrednosti ter posledično višina multiplikatorjev in uporabnost multiplikatorjev v dejavnostih. Raziskava prav tako kaže, da je pri vrednotenju koristno uporabiti več različnih multiplikatorjev.

Pri posameznih dejavnostih so pogosto zelo uporabni tudi specifični multiplikatorji; to je pokazala tudi raziskava. V zavarovalništvu sta se namreč odlično izkazala P/GWP in P/NPE, v naftni dejavnosti pa se je solidno izkazal tudi multiplikator EV/dokazane rezerve. Res pa je treba biti pri specifičnih multiplikatorjih, ki večinoma temeljijo na nefinančnih dejavnikih ustvarjanja vrednosti, zelo previden, saj količina rezerv ali strank še ne zagotavlja nujno donosnosti. Torej je treba proučiti tudi marže ozioroma dobiček, ki ga (ali pa ga bodo) te stranke in rezerve ustvarijo.

Seveda je treba poudariti, da nobena vrsta vrednotenja ne podaja natančne ocene vrednosti podjetja, ampak zgolj približek ozioroma oceno. Relativno vrednotenja pa se poleg tega ne posveča toliko ugotavljanju notranje vrednosti delnice in posledično ugotavljanju absolutne precenjenosti ali podcenjenosti, temveč relativni primerjavi med podjetji ozioroma vrednostmi. To je ključna razlika od vrednotenja DCF, zaradi česar daje relativno vrednotenje ocene, ki so bližje tržnim vrednostim. Posledično lahko relativno vrednotenje podaja predvsem oceno o relativni precenjenosti ali podcenjenosti podjetja. Vendar je relativno vrednotenje ob

poznavanju tega dejstva izredno dobro orodje pri ocenjevanju vrednosti delnic podjetij ter posledično pri sprejemanju naložbenih odločitev, na kar kaže tudi izredno pogosta uporaba te metode (tudi med institucionalnimi vlagatelji). Skratka, z upoštevanjem predpostavk, ki so vgrajene v relativno vrednotenje, s poznavanjem dejavnikov ustvarjanja vrednosti, vgrajenih v multiplikatorje, s poznavanjem dejavnosti, v katerih uporabimo metodo, ter s poznavanjem vseh morebitnih potrebnih prilagoditev je lahko relativno vrednotenje zelo učinkovita in uspešna metoda za vrednotenje ter sprejemanje ustreznih naložbenih odločitev.

Magistrsko delo je obenem pokazalo, da se zaradi razlik v dejavnostih pojavljajo tako razlike v višini posameznih multiplikatorjev po dejavnostih, kakor tudi razlike v uporabnosti posameznih vrst multiplikatorjev. Pri relativnem vrednotenju je izjemno pomemben korak izbor primerljivih podjetij, kar ponavadi pomeni podjetja iz iste dejavnosti. Poleg tega so bile naštete številne specifike dejavnosti, zaradi katerih imajo posamezne vrste multiplikatorjev različno uporabnost v različnih dejavnostih (npr. v finančni dejavnosti so slabo uporabni multiplikatorji EV, medtem ko je multiplikator P/B ravno v tej dejavnosti bolj uporaben). Za ustrezeno uporabo relativnega vrednotenja mora zato vlagatelj dobro poznati dejavnost in njene značilnosti, saj lahko le tako izbere primerna primerljiva podjetja in primerne multiplikatorje za vrednotenje. Raziskave o pojasnjevalni moči posameznih vrst multiplikatorjev glede na dejavnost pa kažejo veliko vrednost v tem, da kvalitativni presoji logike povezave dejavnosti in vrste multiplikatorjev dodajo kvantitativno oceno te povezave. Kot je pokazala tudi raziskava, pa je meja uporabnosti različnih vrst multiplikatorjev v posameznih dejavnostih pogosto zelo nejasna, vendar se lahko na ta način vseeno izloči nekatere vrste multiplikatorjev in s tem pripomore k boljšemu vrednotenju. Kot je pokazalo tudi magistrsko delo, je za ustrezeno relativno vrednotenje ključno natančno poznavanje dejavnosti, in ne samo vrst multiplikatorjev, predvsem pa medsebojne povezave med njimi.

LITERATURA

1. Alford, A. W. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30, str. 94–108.
2. Auda, M. (2003). *Primerjava vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov med metodama »cash flows to equity« in »cash flows to firm«*. Publikum.
3. Bajkowski, J. (oktober 2000). Evaluating valuations using price-earnings relatives. *AAII Journal*, 6 str.
4. Benedek, D. (2005). *Prezentacija predavanj pri predmetu združitve in prevzemi*. Ekonomski fakulteta.
5. Bitenc, M. (2004). *Pojasnjevalna moč kazalcev relativnega vrednotenja na slovenskem trgu kapitala*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomski fakulteta. 62 str., 36 prilog.
6. Bhojraj, S., Lee, C. M.C., Oler, D. K. (2003). What's My Line? A Comparison of Industry Classification Schemes for Capital Market Research. *Journal of Accounting Research*, 41, 5, str. 745–774.
7. Brigham, E. F, Daves, P. R. (2004). *Intermediate financial management*. 8th edition. Ohio: South Western, Thomson, 1038 str.
8. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2001). *Investments*. Fifth Edition. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 1015 str.
9. Boatsman, J. R., Baskin, E. F. (1981). Asset Valuation with Incomplete Markets. *Accounting Review*, Sarasota, 56, str. 38–53.
10. *CFA 2007 Schweser Study Notes Level I*. Book 4. (2007). Kaplan Schweser, 222 str.
11. *CFA 2007 Schweser Study Notes Level II*. Book 4. (2007). Kaplan Schweser, 292 str.
12. *CFA 2008 Schweser Study Notes Level II*. Book 3. (2008). Kaplan Schweser, 329 str.
13. Chatterjee, S., Wiseman, R. M., Fiegenbaum, A., Devers, C.E. (2003). Integrating behavioural and economic concept of risk into strategic management: the twain shall meet. *Long range planning*, London, 36, 1, str. 61–79.
14. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation, measuring and managing the value of companies*. Third edition. Hoboken: John Wiley & Sons, 512 str.
15. Coster, K. (2008). *General Motors: More than you ever wanted to know about deferred tax assets*. Najdeno 17. decembra 2007 na spletnem naslovu <http://blog.mises.org/archives/007413.asp>
16. Cragg, J. G., Malkiel B. G. (1968). The Consensus and Accuracy of Predictions of the Growth of Corporate Earnings. *Journal of Finance*, 23, str. 67–84.
17. Damodaran, A. (2001). *The Dark side of Valuation. Valuing Old Tech, New tech, and New Economy Companies*. New Jersey: Prentice Hall, 512 str.
18. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation. Tools and Tecghniques for Determining the Value of any Asset*. Second Edition. Hoboken: John Wiley & Sons, 1008 str.
19. Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A survey of the Theory and Evidence*. Stern School of Business, 77 str. Najdeno 17. decembra 2007 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles/papers/valuesurvey.pdf>
20. Eberhart, A. C. (2004). Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Investing*, 13, str. 48–54.
21. Feldman, S. J. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. Hoboken: John Wiley & Sons, 179 str.
22. Fernandez, P. (2002). *Valuation using multiples. How do analysts reach their coclusion?* University of Navarra, 17 str. Najdeno 26. oktobra 2007 na spletnem naslovu <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0450-E.pdf>
23. Friedlob, G. T., Schleifer, L. F. (2003). *Essentials of Financial Analysis*. Hoboken: John Wiley & Sons, 234 str.

24. Gelman, D. (2007). *Examining IPO Valuation methods – Market comparables and discounted cash flow*. New York: Leonard N. Stern School of Business, 2006. 44 str. Najdeno 15. oktobra 2007 na spletnem naslovu http://w4.stern.nyu.edu/emplibrary/Daniella_Gelman_honors_2006.pdf
25. Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D. (2005). The right role for multiples in valuation. *McKinsey on Finance*, 15, str. 7–11.
26. Herrmann, V., Richter, F. (2003). Pricing with Performance-Controlled Multiples. *Schmalenbach Business Review*, 55, str. 194–219.
27. Kaplan, S. N., Ruback, R. S. (1996). The Market Pricing of Cash Flow Forecasts: Discounted Cash Flow vs. the Method of Comparables. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8, 4, str. 45–60.
28. Kisor, M., Whitbeck V. S. (1963). A New Tool in Investment Decision-Making. *Financial Analysts Journal*, 19, str. 55–62.
29. Kuznetsov, I. (2006). *Multiples Valuation on Emerging Markets*. Humboldt-Universitat zu Berlin, 23 str. Najdeno 15. decembra 2007 na spletnem naslovu http://www2.wiwi.hu-berlin.de/institute/hns/material/SP_Multiples_Valuation_Kuznetsov_Ivan.pdf
30. Legland, P., Galene A., Haftman F. (2004). *IFRS impact on new SG Methodology*. Najdeno 15. oktobra 2007 na spletnem naslovu [http://www.sgresearch.socgen.com/net/eqtypub.nsf/vxf/compliance/\\$file/Methodology.pdf](http://www.sgresearch.socgen.com/net/eqtypub.nsf/vxf/compliance/$file/Methodology.pdf)
31. Lavrenčič, I. (2006). Vrednotenje podjetja: Kaj je relativno vrednotenje?. *Revija Kapital*, Vrhnika, XV, 388, 17. 04. 2006.
32. Liu, J., Nissim, D., Thomas, J. (2007). Is cash flow king in valuations?. CFA Institute: *Financial Analysts Journal*, Volume 63, Number 2, 13 str.
33. Lie, E., Lie, H. J. (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*, 58, 2, str. 44–54.
34. McCusker, A. J., Xing C. (2007). *Multiple Choice? An industry level analysisios of equity valuation using multiples*. Najdeno 15. oktobra 2007 na spletni strani http://wwwdocs.fce.unsw.edu.au/fce/Research/NHCPapers2007/BFIN1_McCusker.pdf
35. Reilly, F. K., Brown, K. C. (1999). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Sixth Edition. South-Western Educational Publishing, 1242 str.
36. Schreiner, A. (2007). *Equity valuation using multiples: An empirical investigation*. Doktorska dizertacija. Wiesbaden: University of St.Gallen, 169 str. Najdeno 15. oktobra 2007 na spletni strani [http://www.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3313/\\$FILE/dis3313.pdf](http://www.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3313/$FILE/dis3313.pdf)
37. Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., McLeavey, D. W. (2002). *Analysis of equity investments: Valuation*. Baltimore: AIMR, 318 str.
38. Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., Deng, Z. (2001). *Valuation Multiples: A Primer*. UBS Warburg, 46. str. Najdeno 10. junija 2007 na spletni strani <http://pages.stern.nyu.edu/.../EMK%20NYU%20S07%20Global%20Tech%20Strategy%20Valuation%20Multiples%20Primer.pdf>
39. Turk, I., Kavčič, S., Kokotec – Novak, M. (2003). *Poslovodno računovodstvo*. Dopolnjena izdaja. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 856 str.
40. Zupančič, A. (2007). *S pomočjo relativnega vrednotenja do pravih naložb*. Publikum. Najdeno 14. julija 2007 na spletni strani http://www.publikum.si/uploads/docs/s_pomocjo_relativnega_vrednotenja_do_pravih_nalozb.pdf
41. White, G. I., Sondhi, A. C., Fried, D. (2003). *The analysis and use of financial statements*. Third Edition. Hoboken: John Wiley & Sons, 767 str.

42. Weitzel, T., Gellings, C., Beimborn, D., Konig, W. (2003). *IS Valuation Methods – Insights from Capital Markets Theory and Practice*. Adelaide, 7th Pacific Asia Conference on Information Systems, 20 str. Najdeno 14. julija 2007 na spletni strani <http://www.is-frankfurt.de/publikationen/publikation594.pdf>

VIRI

1. *Bloomberg delovna postaja.*
2. *Damodaran Online*. Najdeno 4. februarja 2008 na spletni strani <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
3. *World Economic and Financial Surveys*, World Economic Outlook Database, April 2008 Edition. IMF. Najdeno 6. avgusta 2008 na spletni strani <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx>
4. *P/E Ratio*. Investopedia. Najdeno 14. julija 2007 na spletni strani <http://www.investopedia.com/university/peratio/peratio1.asp>
5. *Kazalnik P/E*. Ljubljanska borza d.d. Najdeno 2. oktobra 2007 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=461&sid=>
6. *Tečajnica*. Ljubljanska borza d.d. Najdeno 9. decembra 2007 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1275&sid=8>
7. *Temeljna analiza*. Ljubljanska borza d.d. Najdeno 2. oktobra 2007 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=435&sid=8ZrAOpuuDhblcvCt>
8. Morningstar. (2007). *Amphenol APH: Aquisitions and new products will continue to propel Amphenol's growth*. 7 str.
9. *Za delničarje – Letno poročilo 2006*. Pivovarna Laško d.d.. Najdeno 9. januarja 2008 na spletni strani http://www.pivo-lasko.si/utils/LP_PL_2006.pdf
10. *Investor presentatio*. Tupras. Najdeno 20. januarja 2008 na spletni strani http://tupras.com.tr/uploads/investor_prsentation_Aug_Web.pdf.pdf

SLOVAR

average revenue per unit – povprečen prihodek na enoto
barrels of oil equivalent – ekvivalentov sodčkov nafte
capital expenditures – bruto investicije
capital leases – finančni najem
cash flow to equity – prosti denarni tok za lastnike lastniškega kapitala
cash flow to firm – prosti denarni tok za lastnike lastniškega in dolžniškega kapitala
core enterprise value – osnovna celotna vrednost podjetja
current multiple – zgodovinski ali sledeči multiplikator
current prised multiple – trenutni multiplikator
dilution – razvodenitev
earnings before interest and taxes – dobiček pred obrestmi in davki oziroma dobiček iz poslovanja
enterprise value – celotna vrednost podjetja
fabless – podjetje brez lastne proizvodnje
forward multiple – prihodnji multiplikator
forward-prised multiple – napovedani multiplikator
foundries – podizvajalno podjetje s proizvodnjo
hedge peer group – dodatna skupina primerljivih podjetij
historic multiple – zgodovinski multiplikator
historical prised multiple – zgodovinski multiplikator
intrinsic value – notranja vrednost
leading multiple – prihodnji multiplikator
multiple – multiplikator
operating enterprise value – operativna celotna vrednost podjetja
operating income – dobiček iz poslovanja
operating leasing – operativni najem
operating profit – dobiček iz poslovanja
outsource – zunanje izvajanje
partial-forward multiple – delno napovedani multiplikator
pooling accounting – računovodsko se zabeleži vrednost prevzetega podjetja po knjigovodski vrednosti
precedent transaction analysis – metoda primerljivih prodaj
premium analysis – metoda primerljivih premij
projected multiple – prihodnji multiplikator
purchase accounting – računovodsko se zabeleži vrednost prevzetega podjetja po nakupni vrednosti
replacement value – likvidacijska vrednost
tangible book value – otpljiva knjigovodska vrednost
terminal value – vrednost obdobja v neskončnosti
trailing – sledeči podatek
trailing multiple – sledeči multiplikator
warrants – nakupni boni
weighted average cost of capital – povprečni tehtani strošek lastniškega in dolžniškega
trading comparables analysis – metoda tržnih vrednosti primerljivih podjetij

PRILOGE

Priloga I: Empirični podatki o višini multiplikatorjev po državah in kapitalizaciji.

Priloga II: Podatki in izračuni za raziskavo primernosti multiplikatorjev.

Priloga III: Napaka cenitve po posameznih dejavnostih v preteklosti.

Priloga I: Empirični podatki o višini multiplikatorjev po državah in kapitalizaciji.

Tabela 1: Multiplikatorji po državah.¹

	Število podjetij	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Prihodki
Avstralija	649	16,8	3,5	16,8	21,5	3,3
Avstrija	85	14,4	2,4	19,7	27,4	3,5
Brazilija	250	20,3	3,5	11,9	17,6	2,8
Kanada	895	17,2	2,8	10,7	15,0	2,1
Čile	145	28,9	3,6	15,5	21,6	3,8
Kitajska	1.557	59,1	7,7	27,0	39,9	5,2
Hrvaška	115	38,3	3,6	20,4	31,7	3,3
Francija	545	17,6	2,5	18,9	27,4	2,8
Nemčija	614	17,4	2,6	18,5	31,4	2,5
Grčija	183	21,6	3,0	16,3	23,6	2,9
Hong Kong	927	36,1	5,2	21,6	31,6	5,4
Madžarska	22	10,3	2,3	6,7	9,3	1,6
Indija	1.943	33,5	6,6	22,6	28,7	4,0
Italija	272	15,5	2,0	14,3	20,7	2,7
Japonska	2.627	17,3	1,6	9,6	16,3	1,2
Koreja	1.013	16,6	1,9	9,6	17,1	1,3
Mehika	110	19,5	4,3	9,6	13,4	2,4
Nizozemska	94	9,2	2,0	10,6	14,4	1,5
Norveška	223	12,7	3,0	8,4	11,0	2,1
Poljska	207	20,0	3,2	12,0	17,3	2,1
Portugalska	39	14,5	2,9	17,9	29,0	3,4
Romunija	73	19,7	2,7	10,6	15,7	1,9
Rusija	697	24,3	4,3	15,2	19,2	4,2
Savdska Arabija	108	26,3	5,1	19,2	24,0	8,1
Srbija	83	29,2	3,2	9,7	12,2	2,2
Slovenija	35	32,6	2,9	17,7	32,0	2,0
Južna Afrika	222	14,3	3,6	9,9	11,9	1,8
Španija	149	14,7	3,1	17,3	25,4	4,1
Švica	199	33,9	5,2	22,7	27,1	4,0
Tajvan	830	19,1	2,1	11,9	23,0	1,6
Turčija	199	15,7	2,5	11,6	16,2	1,5
VB	1.140	8,9	1,9	9,7	12,4	1,7
ZDA	7.364	45,0	6,3	8,5	10,4	2,1

Vir: Damodaran Online.

Vrednosti multiplikatorjev se od države do države razlikujejo, zato so lahko zelo problematične primerjave podjetij iz iste dejavnosti, vendar različnih geografskih področij.

Kuznetsov je primerjal multiplikatorje podjetij iz ZDA in Rusije ter ugotovil, da je za oba trga značilna odvisnost višine multiplikatorja P/B od ROE-ja (kar je v skladu s teoretičnim izračunom multiplikatorja P/B). Vendar pa je raziskava istočasno pokazala, da so bili multiplikatorji P/B za podjetja s podobno višino ROE-ja višji v ZDA kot pa v Rusiji. Podobne ugotovitve je podal tudi za multiplikatorja P/E in EV/Prihodki. Razlog za razliko v višini naj bi bilo dejelno tveganje (vključuje tako makroekonomske in finančne kot politične dejavnike). Iz tega lahko sklepamo, da je lahko napačna uporaba multiplikatorjev iz ZDA za vrednotenje ruskega podjetja in obratno (Kuznetsov, 2006, str. 16–20).

¹ Podatki so zajeti januarja 2008.

Tabela 2: Multiplikatorji po velikosti podjetja.²

Velikost	Število podjetij	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Prihodki
<10 mio	1.684	13,6	3,3	22,9	n.p.	0,5
10–20 mio	408	28,1	11,9	30,5	n.p.	0,5
20–40 mio	487	24,8	12,5	10,6	21,3	0,9
40–100 mio	812	28,1	10,4	9,4	15,7	1,0
100–250 mio	880	36,0	6,6	7,1	9,5	1,1
250–500 mio	663	41,4	7,2	7,3	9,6	1,3
500–1000 mio	610	58,1	5,0	6,6	8,7	1,2
1000–2500 mio	691	51,7	3,9	7,0	8,7	1,4
2500–10000 mio	615	74,1	3,9	8,0	9,9	1,7
>10000 mio	514	41,9	4,0	8,6	10,4	2,2
Skupaj	7.364	45,0	6,3	8,5	10,4	2,1

Vir: Damodaran Online.

Podatki za ZDA v tabeli 2 kažejo, da imajo podjetja z višjo tržno kapitalizacijo tudi višja multiplikatorja EV/Prihodki in P/E, vendar manjše multiplikatorje P/B, EV/EBITDA in EV/EBIT.

² Podatki so zajeti januarja 2008.

Priloga II: Podatki in izračuni za raziskavo primernosti multiplikatorjev.

Tabela 1: Podatki o pričakovani povprečni gospodarski rasti v % v obdobju 2008–2013.

Država	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Argentina	7,0	4,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Avstralija	3,2	3,1	3,2	3,4	3,5	3,5
Avstrija	1,9	1,7	2,2	2,2	2,2	2,2
Bahami	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Belgija	1,4	1,2	2,8	2,2	2,0	2,0
Brazilija	4,8	3,7	4,5	4,0	4,0	4,0
Kanada	1,3	1,9	3,4	3,3	3,1	2,6
Čile	4,5	4,5	5,5	5,4	5,3	5,0
Kitajska	9,3	9,5	10,5	10,0	10,0	10,0
Danska	1,2	0,5	0,4	1,1	1,6	1,6
Finska	2,4	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4
Francija	1,4	1,2	2,5	2,6	2,6	2,6
Nemčija	1,4	1,0	1,7	2,0	2,1	2,0
Grčija	3,5	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5
Hong Kong	4,3	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0
Indonezija	6,1	6,3	6,5	6,7	6,7	6,7
Irska	1,8	3,0	3,8	4,0	4,1	4,1
Italija	0,3	0,3	0,7	1,0	1,1	1,4
Japonska	1,4	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7
Južna Koreja	4,2	4,4	4,8	4,8	4,7	4,6
Luksemburg	3,1	3,2	3,8	3,7	3,6	3,5
Mehika	2,0	2,3	4,9	5,0	4,4	3,8
Nizozemska	2,1	1,6	2,1	2,2	2,2	2,3
Nova Zelandija	2,0	2,1	2,6	2,9	2,8	2,8
Norveška	3,1	2,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Papua Nova Gvineja	5,8	4,7	4,1	3,5	2,4	2,6
Peru	7,0	6,0	5,5	5,5	5,5	5,5
Portugalska	1,3	1,4	2,2	2,3	2,3	2,3
Švedska	2,0	1,7	2,8	3,1	3,0	2,4
Švica	1,3	0,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Tajvan	3,4	4,1	4,6	4,7	5,0	5,0
VB	1,6	1,6	3,3	3,2	2,8	2,7
ZDA	0,5	0,6	2,9	3,7	3,5	3,2

Vir: IMF, World Economic Outlook Database, April 2008 Edition.

Tabela 2: Seznam podjetij in osnovni podatki v sektorju potrošne dobrine v okviru indeksa S&P 1200.

Tabelka 2. Sistem podatkov v uslovju potrjene uveritve v rezultatu interesa, kot je načrtovan.																																						
Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mil.	Tržna kapitalizacija v mil.			Dajavnost			EBITDA	EBIT	Neto marža v %	ROA v %	D/E	ROE v %	Izboljšica v stopnji	Efektivna davčna stopnja	EBITDA marža v %	Neto marža v %	Marža v %	Marža v %	Neto marža v %	ROIC v %	Neto marža v %	ROIC v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Kapitalski st.	
					EBITDA	EBIT	Neto marža v %	ROA v %	D/E	ROE v %	Izboljšica v stopnji	Efektivna davčna stopnja	EBITDA marža v %	Neto marža v %	Marža v %	Marža v %	Neto marža v %	ROIC v %	Neto marža v %	ROIC v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %	Določeni v %						
BRIDGESTONE CORP	5108 JT Equity	1911.0	JPY	1.553.839.0	Avtomobilski deli	12.1	6.8	3.4	1.2	4.1	2.5	10.3	15.4	36.8	7.5	9.1	15.2	7.2	9.1	9.7	-8.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3						
CONTINENTAL AG	COCN GY Equity	74.1	EUR	11.980.0	Avtomobilski deli	13.9	7.8	3.7	1.4	5.3	3.5	18.5	31.7	11.3	27.5	10.2	11.0	11.0	9.0	11.0	9.0	11.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3					
DENSO CORP	6930 JT Equity	2865.0	JPY	2.532.857.0	Avtomobilski deli	15.2	8.7	6.1	1.1	6.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7				
GKN PLC	GRN LN Equity	253.5	GBP	1.786.5	Avtomobilski deli	11.0	7.1	4.6	1.3	5.8	3.3	19.0	48.0	9.3	10.7	13.2	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0				
GOODRICH TIRE & RUBBER CO	GTUN Equity	21.4	USD	5.162.8	Avtomobilski deli	9.3	6.2	4.6	0.8	3.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8					
HOOYUNDA NOBIS	012330 RP Equity	8850.0	KRW	7.741.844.0	Avtomobilski deli	10.8	9.6	9.1	1.3	11.9	1.7	19.8	13.9	26.0	10.2	14.7	12.8	12.4	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0				
JOHNSON CONTROLS INC	JCI UN Equity	33.2	USD	19.685.5	Avtomobilski deli	7.3	5.4	3.8	1.4	5.4	2.8	15.4	20.1	21.0	11.5	13.2	8.3	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5			
MAGNA INTERNATIONAL INC-CL A	MAGN LN Equity	64.2	CAD	7.240.7	Avtomobilski deli	6.5	3.9	2.4	2.0	4.7	3.3	15.5	29.8	23.9	10.5	14.8	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5				
MICHELIN (CGE) B	MIL FPF Equity	46.8	EUR	7.671.4	Avtomobilski deli	7.0	4.6	1.0	4.7	3.3	1.3	15.5	29.8	23.9	10.5	14.8	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5				
NOK CORP	7240 JT Equity	1609.0	JPY	278.579.9	Avtomobilski deli	8.1	4.9	1.0	5.0	2.0	9.7	13.4	36.3	9.1	10.5	8.7	10.1	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5				
PIRELLI & C.	PI FM Equity	0.5	EUR	2.450.6	Avtomobilski deli	6.1	0.3	5.1	1.7	2.8	4.8	65.3	31.5	9.1	11.1	11.1	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5				
TOYOTA INDUSTRIES CORP	6201 JT Equity	3280.0	JPY	1.072.016.0	Avtomobilski deli	10.8	4.8	0.6	2.5	2.1	5.1	23.3	33.6	7.7	10.9	10.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0					
FATI SPA	FATI Equity	24.6	EUR	1.924.8	Avtomobilski deli	10.1	3.7	1.2	0.9	1.1	4.4	48	115.9	43.2	8.6	13.5	13.5	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1				
FATI MOTOR CO	FATI Equity	41.4	EUR	19.070.0	Avtomobilski deli	16.2	10.2	3.3	0.7	2.3	4.8	10.8	41.8	7.6	13.6	13.6	9.3	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2				
GENERAL MOTORS CORP	FATI Equity	5.1	USD	11.555.0	Avtomobilski deli	10.4	5.8	3.3	1.0	3.3	5.9	19.6	22.4	27.1	10.4	13.5	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9				
HARLEY-DAVIDSON INC	HOG LN Equity	11.2	USD	10.015.4	Avtomobilski deli	4.0	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.			
HONDA MOTOR CO LTD	HONI LN Equity	42.6	USD	8.643.910.0	Avtomobilski deli	24.7	21.4	13.9	1.2	16.7	2.2	36.4	28.3	35.7	10.4	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0				
HYUNDAI MOTOR CO LTD	HYUN LN Equity	7207 JT Equity	8869.0	JPY	15.808.930.0	Avtomobilski deli	9.8	6.0	5.5	1.0	5.8	1.7	9.6	12.9	24.3	10.6	10.8	7.6	10.6	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8		
PEUGEOT SA	UG FPF Equity	34.8	EUR	11.555.0	Avtomobilski deli	8.3	3.3	1.8	0.7	1.3	0.5	3.5	13.7	33.9	34.2	5.3	11.5	9.1	3.6	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
POSCHE AUTOMOBIL HDG-PFD	PORC GY Equity	100.1	EUR	17.498.3	Avtomobilski deli	neg.	neg.	57.0	0.4	22.1	2.6	56.5	9.2	27.6	12.0	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2				
RENAULT SA	RHOB LN Equity	61.3	EUR	17.458.1	Avtomobilski deli	10.1	3.4	7.0	0.5	3.9	1.5	12.7	40.6	13.5	8.4	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5				
SUZUKI MOTOR CORP	2375.0	JPY	1.288.787.0	Avtomobilski deli	8.9	4.3	2.3	1.5	3.4	3.1	10.6	9.0	33.9	7.0	9.4	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6					
TOYOTA MOTOR CORP	7203 JT Equity	5070.0	JPY	17.481.350.0	Avtomobilski deli	14.3	8.6	6.5	0.8	5.3	2.7	25.7	33.7	6.2	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5				
COMPASS GROUP PLC	CGC LN Equity	371.3	GBP	7.685.0	Avtomobilski deli	7.3	5.6	5.1	1.5	7.5	3.1	23.1	69.6	28.4	9.5	9.5	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8				
CROWN LTD RESTAURANTS INC	CRDN UN Equity	8.2	AUD	5.600.000	Avtomobilski deli	12.8	9.1	5.7	1.7	9.9	3.0	30.1	27.3	28.2	10.4	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9			
ENTERPRISE INNS PLC	ETLN LN Equity	343.0	GBP	1.731.7	Avtomobilski deli	58.1	57.3	22.7	0.2	4.7	1.7	9.9	34.4	15.4	38.5	10.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7			
INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP	IGT UN Equity	732.5	GBP	2.084.5	Avtomobilski deli	35.0	28.1	27.4	0.5	12.5	5.1	63.8	20.1	54	12.3	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5				
LADBROKES PLC	LAD LN Equity	241.3	GBP	10.244.7	Avtomobilski deli	35.8	21.3	24.3	1.4	35.3	2.5	5.0	17.6	14.6	8.8	8.7	12.1	33.2	10.0	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	
MARRIOTT INTERNATIONAL-CL A	MCD UN Equity	63.6	USD	71.563.3	Avtomobilski deli	31.2	25.9	19.2	0.4	8.2	1.9	15.6	75.6	23.9	9.1	10.0	10.0	20.7	9.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	
McDONALD'S CORP	MDUN LN Equity	285.5	GBP	1.191.16	Avtomobilski deli	25.5	21.9	11.7	0.9	5.7	3.7	21.3	31.7	22.7	10.1	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2				
MITCHELLS & BUTLERS PLC	OPAP SA	24.2	AUD	7.723.2	Avtomobilski deli	24.5	20.3	1.0	1.8	1.5	1.1	1.8	26.7	19.6	3.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1			
ORIENTAL LAND CO LTD	THT CTI Equity	14.4	EUR	3.620.4	Avtomobilski deli	4.2	1.1	1.1	1.2	4.6	2.1	9.7	35.9	7.8	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7			
PUNCH TAVERNS PLC	WTBL LN Equity	26.3	USD	2.314.5	Avtomobilski deli	11.4	6.7	2.8	1.6	4.6	2.1	3.7	40.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7			
WHITEBED PLC	WTBL LN Equity	1174.0	GBP	2.044.9	Avtomobilski deli	26.2	18.9	14.8	0.5	20.6	2.3	47.0																										

nadgledovanje

Podjedno	Symbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mil.	Dajavniost	EBITDA marža v %	Neto marža v %	Obrat	ROA v %	ROE v %	Dielež izplaćiva v stopini	Efektivna davačica v %	Događaj na kapitalu v %	lastništeg ROIC v %	Događaj na kapitalu u rastu v %	Kapitalna struktura			
IG ELECTRONICS INC	066570 KPEquity	117000 KRW	KRW	16.923.790,00	Trgne gospodarske dobine	5,3	2,4	5,2	1,7	8,8	2,1	18,5	10,1	17,8	11,7	4,9	3,0		
MATSUSHITA ELECTRIC INDUST	671527 JTEquity	235350 JPY	JPY	5.577.880,00	Trgne gospodarske dobine	9,3	5,7	3,1	1,2	3,7	2,0	26,2	27,0	9,3	10,0	7,2	14,9	0,4	
NEWELL RUBBERMAID INC	NWNL UN Equity	19,0	USD	5.270,42	Trgne gospodarske dobine	14,8	12,2	6,5	1,1	7,2	3,1	22,6	48,4	8,3	11,0	17,0	9,0	0,2	
PERSIMMON PLC	PSNL LN Equity	335,0	Gbp	1.005,2	Trgne gospodarske dobine	22,0	21,7	13,7	0,8	10,5	1,8	18,9	37,2	29,0	10,5	12,2	17,3	-5,0	0,0
PIONER CORP	6773 JI Equity	838,0	JPY	175.613,4	Trgne gospodarske dobine	5,7	1,4	neg.	neg.	neg.	neg.	55,4	7,4	10,6	1,9	-31,0	0,8		
PULTE HOMES INC	PHM UN Equity	13,1	USD	3.379,8	Trgne gospodarske dobine	8,3	3,8	1,4	1,1	1,6	182,3	286,3	3,3	12,4	17,8	-39,1	11,5	neg.	
SANYO ELECTRIC CO LTD	6764 JI Equity	227,0	JPY	425.020,8	Trgne gospodarske dobine	7,8	6,9	3,8	1,2	4,6	1,7	26,9	44,8	9,4	11,1	-58,3	18,5	0,5	
SEKISUI HOUSE LTD	1922 JT Equity	997,0	JPY	674.854,4	Trgne gospodarske dobine	13,1	5,4	3,0	1,1	3,4	8,4	30,4	7,4	9,7	7,5	5,2	0,1	0,1	
SHARP CORP	6753 JT Equity	1440,0	JPY	1.599.408,0	Trgne gospodarske dobine	15,1	12,5	7,4	0,9	6,7	2,3	15,4	34,3	3,2	11,4	12,5	14,8	13,0	0,6
SNAP-ON INC	SNA UN Equity	59,3	USD	3.406,7	Trgne gospodarske dobine	9,0	4,2	4,2	0,7	3,0	3,6	10,8	6,8	9,5	35,9	9,5	6,6	-1,9	0,5
SONY CORP	6756 JT Equity	4356,0	JPY	4.369.696,0	Trgne gospodarske dobine	77,4	13,8	7,3	1,1	7,7	2,7	20,5	29,7	9,7	12,4	19,5	10,8	0,2	
STANLEY WORKS/THE	SWK UN Equity	47,7	USD	3.745,9	Trgne gospodarske dobine	10,5	9,5	neg.	neg.	neg.	neg.	30,8	11,4	14,7	7,3	4,0	0,1	0,1	
TAYLOR WIMPEY PLC	TWH LN Equity	49,8	Gbp	522,5	Trgne gospodarske dobine	13,3	6,7	neg.	neg.	neg.	neg.	0,0	11,0	10,0	12,7	19,0	0,5		
THOMSON (EX-TMM)	TMS FP Equity	3,2	EUR	871,7	Trgne gospodarske dobine	8,3	5,2	2,9	1,6	4,6	3,9	17,8	20,7	8,0	9,4	11,7	15,6	12,5	0,4
WHIRLPOOL CORP	WHR UN Equity	84,0	USD	6.265,1	Trgne gospodarske dobine	6,2	4,7	3,4	2,6	8,8	6,7	58,5	0,0	27,6	11,2	11,4	19,9	25,5	0,2
AMAZON.COM INC	AMZN UW Equity	86,4	USD	36.799,6	Katalitska u internet prodaja	26,6	19,6	10,7	0,3	3,6	1,5	5,5	0,0	40,6	11,6	12,6	7,1	14,0	0,3
EXPEDIA INC	EXPE UW Equity	19,5	USD	5.575,3	Katalitska u internet prodaja	9,0	6,5	4,9	1,3	6,4	1,4	9,2	43,3	30,9	13,3	13,3	8,9	1,4	0,3
HOME IN RETAIL GROUP	HOMELN LN Equity	248,5	GBP	2.180,5	Katalitska u internet prodaja	10,1	3,7	neg.	neg.	neg.	neg.	-10,2	11,2	11,7	1,6	13,9	0,6	0,5	
IAC/INTERACTIVECORP	IACI UV Equity	18,6	USD	5.210,5	Izdelki za prosti čas	8,0	2,3	6,1	0,8	4,8	6,3	30,6	10,8	11,4	4,9	7,0	0,9		
EASTMAN KODAK CO	EK UN Equity	16,5	USD	4.752,3	Izdelki za prosti čas	15,5	13,4	9,2	1,1	10,5	2,2	22,8	29,4	26,2	10,5	11,8	9,7	0,1	
HABRO INC	HAS UN Equity	39,7	USD	5.569,3	Izdelki za prosti čas	13,9	11,0	8,8	1,4	12,3	2,1	25,3	45,4	12,5	10,7	11,6	20,2	8,3	0,2
MATTEL INC	MAT UN Equity	21,8	USD	7.885,8	Izdelki za prosti čas	16,8	14,1	7,9	1,2	9,6	2,1	20,4	13,2	35,3	11,7	12,5	26,3	15,0	0,2
NIKON CORP	7731 JT Equity	3580,0	JPY	1.432.363,0	Izdelki za prosti čas	12,6	8,1	0,4	3,0	11,2	33,0	29,0	8,9	30,9	13,3	13,3	8,9	1,4	0,3
AEGIS GROUP PLC	AGS LN Equity	115,8	GBP	1.338,3	Mediji	189	14,4	neg.	neg.	13,0	45,8	54,1	54,3	57,5	9,4	10,8	31,0	15,9	0,2
BRITISH SKY BROADCASTING GRO	BSY UN Equity	466,8	Gbp	8.172,6	Mediji	215	18,2	9,1	3,0	1,9	5,5	54,5	37,7	8,4	10,8	6,1	6,1	0,2	
COMCAST CORP/CL A	CMSA LN Equity	18,0	USD	12.276,7	Mediji	383	18,8	7,7	0,3	2,3	2,7	6,3	41,7	8,4	11,3	5,2	14,2	0,5	
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	DMDT LN Equity	22,3	USD	64.965,6	Mediji	194	11,3	13,9	0,6	2,7	6,3	50,7	10,4	12,8	12,8	7,1	0,4		
DENTUS INC	4324-JT Equity	21500,0	USD	58.095,6	Mediji	157	9,2	3,4	1,2	4,2	4,4	18,3	52,7	10,4	12,8	14,5	14,5	0,2	
DIRECTV GROUP INC/THE	DTV LN Equity	27,9	AUD	1.338,3	Mediji	242	14,2	8,0	1,2	9,6	2,3	22,4	0,0	38,6	9,9	10,9	15,1	8,0	0,2
FAIRFAX MEDIA LTD	FXJ UN Equity	2,8	AUD	4.177,4	Mediji	258	20,9	12,5	0,3	4,2	1,9	7,7	99,6	24,2	11,4	13,1	4,9	7,3	0,2
GANNETT CO	GCI UN Equity	20,7	USD	4.710,6	Mediji	194	22,1	19,4	0,6	6,6	1,8	12,1	33,9	-14,0	80	11,4	8,7	3,0	0,3
GROUP AEROPLAN INC	AER CT Equity	14,3	CAD	2.849,6	Mediji	421	33,7	18,4	0,5	8,9	2,5	22,5	26,0	14,4	15,9	12,0	14,5	0,2	
GRUPO TELEVISA SA-SER CPO	TLEVELC MM Equity	52,8	MXXN	129.131,1	Mediji	101	7,4	2,8	0,4	1,2	7,6	8,7	0,0	42,4	8,9	5,1	3,0	0,3	
INTERPUBLIC GROUP OF COS INC	IPG UN Equity	9,6	USD	4.559,8	Mediji	137	10,6	neg.	neg.	2,3	1,8	4,3	89,1	-1,8	8,7	11,3	4,2	17,6	0,4
LAGARDERE S.C.A.	MNB FP Equity	39,0	EUR	5.103,7	Mediji	97	7,7	6,2	0,7	4,2	2,8	11,8	32,7	14,9	10,1	12,7	0,8	9,5	0,2
MCCRAN-HILL COMPANIES INC	MHP UN Equity	45,0	USD	14.288,8	Mediji	285	22,3	13,3	1,2	16,4	2,9	47,3	27,2	37,5	10,9	11,9	36,6	9,0	
MEDIATESET SPA	MS IM Equity	5,1	EUR	5.933,4	Mediji	51,8	25,4	12,2	0,6	7,9	2,5	19,5	96,6	31,4	9,8	11,8	6,3	0,5	
MERIDITH CORP	MDP UN Equity	29,6	USD	1.367,3	Mediji	123	15,2	8,5	0,8	6,5	2,6	16,6	28,0	23,2	11,4	10,4	16,4	0,2	
NEW YORK TIMES CO.-CL A	NYT UN Equity	13,9	USD	36.619,2	Mediji	102	12,7	6,6	2,0	5,7	4,1	23,2	114,3	34,3	8,7	11,1	10,7	1,7	0,5
NEWS CORP-CL A	ITV LN Equity	436,0	Gbp	1.691,8	Mediji	202	16,3	16,3	0,5	8,6	2,0	17,5	6,6	24,6	8,9	10,4	8,6	13,2	0,2
ONNICOM GROUP	OMC LN Equity	44,0	USD	14.040,7	Mediji	150	13,1	7,7	0,7	5,2	1,3	24,5	19,4	33,0	8,8	9,9	16,6	12,2	0,1
PEARSON PLC	PSNL LN Equity	684,0	Gbp	5.527,4	Mediji	209	12,9	7,4	0,5	3,9	2,0	7,9	81,0	28,2	9,4	11,4	8,4	10,2	0,4
PUBLICIS GROUPE	PUB FP Equity	22,3	EUR	4.319,8	Mediji	196	16,0	9,6	0,4	3,8	5,6	20,4	29,7	9,3	11,5	18,1	6,6	0,2	
REED ELSEVIER PLC	REL LN Equity	601,0	Gbp	6.621,2	Mediji	467	12,7	6,6	2,0	5,7	4,7	2,7	11,5	-0,1	10,0	10,0	10,0	0,0	
Scripp's Networks Intercl A	SNI LN Equity	42,8	USD	6.985,8	Mediji	202	30,7	5,8	0,3	1,9	4,8	9,1	0,2	36,8	7,1	14,4	7,6	-3,2	0,3
SEAT/PAGINE GIALE	PG IM Equity	0,1	EUR	944,0	Mediji	44,9	27,2	22,5	0,2	4,9	4,2	20,4	51,8	19,5	9,2	10,2	11,8	25,3	0,3
SHAW COMMUNICATIONS INC-B	SHB CT Equity	22,4	CAD	9.707,9	Mediji	40,8	16,5	5,4	1,2	6,2	2,7	16,6	79,6	16,0	10,8	12,1	10,4	5,5	0,1
TELEVISION FRANCAISE (TF-1)	TFI FP Equity	12,1	EUR	2.580,1	Mediji	165	15,7	36,7	0,6	3,4	1,9	6,5	21,5	35,5	7,8	11,0	5,9	15,1	0,5
THOMSON REUTERS CORP	TRI CT Equity	36,7	CAD	29.007,4	Mediji	44,1	18,5	7,8	0,4	3,3	2,2	7,4	21,5	35,5	7,8	11,0	15,1	15,1	
TIME WARNER INC	TWX UN Equity	16,2	USD	57.934,2	Mediji	23,1	18,4	19,9	0,5	9,9	2,6	25,8	66,7	21,2	13,9	11,8	5,3	0,2	
TRINITY MIRROR PLC	TNI LN Equity	110,0	Gbp	1.436,4	Mediji	240	20,0	14,1	0,6	8,2	2,9	24,3	51,0	15,6	11,3	12,4	9,3	0,1	
UNITED BUSINESS MEDIA LTD	VIACOM INC-CLASS B	590,0	USD	18.284	Mediji	244	21,7	13,0	0,6	8,2	3,1	25,8	0,0	35,8	8,5	10,7	13,1	0,1	
VIVENDI	VIV FP Equity	26,7	EUR	31.203,8	Mediji	285	20,3	10,3	0,6	6,0	2,2	13,0	57,1	19,1	11,5	10,6	7,4	0,3	
WALT DISNEY CO/THE	DIS UN Equity	32,5	USD	60.983,8	Mediji	244	20,2	12,2	0,6	7,8	1,9	15,0	36,0	8,9	10,2	13,3	0,2		
WASHINGTON POST -CL B	WPH UN Equity	631,8	USD	5.917,1	Mediji	136	7,7	4,4	1,1	5,1	1,7	8,7	34,2	39,3	8,0	8,6	7,6	0,4	
WOLTERS KLUWER	WKL NA Equity	17,0	EUR	4.874,9	Mediji	219	16,0	16,8	0,6	16,8	4,6	77,3	60,8	23,3	9,9	11,6	15,2	0,3	
WPP GROUP PLC	WPP LN Equity	492,0	Gbp	5.761,9	Mediji	153	12,3	6,9	0,4	2,9	4,1	11,9	30,1	9,8	12,1	9,0	8,1	0,2	
YELL GROUP PLC	YELL LN Equity	98,8	Gbp	771,4	Mediji	332	26,0	9,3	0,3	4,3	1,3	45,1	32,2	6,6	17,0	9,2	4,3	0,2	
YELLOW PAGES INCOME FUND	YLOI CT Equity	9,8	CAD	5.074,4	Mediji	546	40,3	32,4	0,2	5,8	1,6	9,1	11,0	6,8	8,7	5,5	5,5	0,2	
BIG LOTS INC	BIG LN Equity	34,7	USD	2.853,4	Raznovrsna trgovina	7,1	5,4	3,5	2,9	10,0	1,8	17,9	0,0	37,5	11,5	12,0	17,2	17,0	0,2

se nadaljuje

nadajevanje

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalacija v mil.	Dajavnost	EBITDA marza v %	Neto marza v %	Obrat	Neto marza v %	ROA v %	ROE v %	Die	Izplata davična v stopnila	Efektivna WACC v %	Dolgoročni ROI v %	lastništev na podlagi modela CAPM	Kapitalska intenzivnost	
CANADIAN TIRE CORP - CL A	CITCA/CT Equity	51,8	CAD	4.260,9	Raznovrsna trgovina	9,9	7,5	4,5	1,5	6,7	2,1	14,2	31,4	8,6	9,9	3,7	9,3	
DILLARDS INC - CL A	DOS UN Equity	12,0	USD	899,6	Raznovrsna trgovina	5,5	1,4	0,2	5,4	1,0	2,1	2,1	23,2	12,2	18,4	2,2	5,8	
FAMILY DOLLAR STORES	FDO UN Equity	25,4	USD	3.544,1	Raznovrsna trgovina	7,2	5,0	3,2	3,0	9,4	2,8	23,2	16,1	46,1	12,7	14,3		
J.C. PENNEY CO INC	JCP UN Equity	39,9	USD	8.888,2	Raznovrsna trgovina	10,5	8,2	4,8	1,7	8,2	2,8	23,2	16,1	11,5	14,4	9,0		
KOHLS CORP	KSS UN Equity	51,8	USD	15.895,2	Raznovrsna trgovina	13,2	10,2	6,0	1,9	11,1	1,7	18,5	0,0	37,8	12,3	13,4		
MACY'S INC	MUN UN Equity	21,5	GBP	9.036,1	Raznovrsna trgovina	12,4	7,5	3,1	1,0	1,4	13,1	3,5	26,3	30,0	10,1	8,0		
MARSH & SPENCER GROUP PLC	MKS LN Equity	275,0	USD	4.335,8	Raznovrsna trgovina	16,6	13,0	9,1	1,4	13,1	3,5	45,6	43,6	27,3	9,5	9,7		
MARUJI GROUP LTD	B25Z-JT Equity	851,0	JPY	271.180,0	Raznovrsna trgovina	9,2	4,5	1,9	0,6	1,1	1,9	2,1	108,4	52,9	50,0	9,0	26,4	
NEXT PLC	NXT LN Equity	10230,0	GBP	2.027,7	Raznovrsna trgovina	19,4	16,1	10,6	2,1	22,1	2,1	22,1	20,4	11,6	11,6	2,1	-9,0	
NORDSTROM INC	JWN UN Equity	31,5	USD	6.841,7	Raznovrsna trgovina	13,0	9,8	7,4	1,9	13,7	3,2	43,6	18,7	39,5	12,3	15,1		
PPR	PP-FP Equity	78,9	EUR	10.111,5	Raznovrsna trgovina	11,2	9,1	4,7	0,8	3,7	2,8	10,1	41,8	20,2	10,4	13,4	9,2	
S.A.C. FALABELLA	FALAB CC Equity	2000,0	CLP	4.782.431,0	Raznovrsna trgovina	13,0	10,1	6,9	1,0	7,1	2,3	16,6	12,2	12,0	14,4	9,1	22,7	
SEARS HOLDINGS CORP	SHLD UW Equity	93,0	USD	12.281,2	Raznovrsna trgovina	4,3	2,2	1,1	2,6	2,9	2,5	7,1	0,0	37,1	11,4	13,1	10,0	
TARGET CORP	TGT UN Equity	51,4	USD	40.014,8	Raznovrsna trgovina	10,8	8,2	4,4	1,6	7,0	2,6	18,4	15,9	10,0	10,0	21,3	13,9	
ABERCROMBIE & FITCH CO-CL-A	ANF UN Equity	52,6	USD	4.570,7	Specializirana trgovina	24,2	19,2	12,3	1,6	19,8	1,6	31,5	12,9	37,5	12,2	12,3	39,2	
AUTONATION INC	AN UN Equity	12,4	USD	2.185,3	Specializirana trgovina	4,2	3,7	1,4	2,4	3,3	2,4	7,8	0,0	39,4	10,0	10,0	16,0	
AUTOCONE INC	AZO UN Equity	138,6	USD	8.772,3	Specializirana trgovina	19,8	17,2	9,7	1,3	12,8	10,7	136,5	10,7	136,5	0,0	36,3	11,7	
BED BATH & BEYOND INC	BBBY UW Equity	30,0	USD	7.804,6	Specializirana trgovina	13,5	11,2	7,5	1,9	14,4	2,1	21,6	0,0	35,1	13,1	24,0	10,7	
BEST BUY CO INC	BEY UN Equity	46,8	USD	19.294,8	Specializirana trgovina	6,7	5,3	3,4	3,2	10,7	2,5	26,3	14,5	36,6	12,5	13,0	29,7	
DSG INTERNATIONAL PLC	DSGLN UN Equity	53,5	GBP	94,984,3	Specializirana trgovina	3,9	2,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	34,2	11,6	11,6	13,3	9,6	-16,3
ESPRIT HOLDINGS LTD	330-HK Equity	76,5	HKD	94.968,0	Specializirana trgovina	23,6	21,6	18,1	1,9	34,7	1,4	48,9	75,6	19,8	13,3	13,3	36,7	22,8
GAMERSTOP CORP-CLASS A	GME UN Equity	43,2	USD	7.058,6	Specializirana trgovina	9,0	7,2	4,3	1,9	8,1	2,2	17,8	0,0	34,9	12,7	13,2	19,8	
GAP INC/TH	GPS UN Equity	19,4	USD	14.044,8	Specializirana trgovina	12,6	9,1	5,8	1,8	10,2	1,7	17,6	29,1	38,7	11,6	11,4	29,9	
HENNINN & MAURITZ AB-B SHS	HMB SS Equity	322,5	SEK	267.284,1	Specializirana trgovina	25,6	23,1	17,7	2,0	35,2	1,3	45,4	85,3	26,9	11,1	11,1	24,0	
HOMIE DEPOT INC	HDE UN Equity	27,5	USD	46.719,0	Specializirana trgovina	10,7	8,2	4,8	1,9	9,1	2,3	20,6	40,6	36,2	10,6	12,3	14,8	
INDITEX	ITX SO Equity	32,0	EUR	19.946,6	Specializirana trgovina	22,6	17,3	13,2	1,5	19,5	1,7	32,7	52,2	32,2	12,1	12,2	28,0	
KESA ELECTRICALS PLC	KESA-LN Equity	165,8	GBP	877,7	Specializirana trgovina	5,2	3,3	1,7	2,1	3,7	5,6	20,6	82,9	30,9	11,0	12,7	-26,1	
KINGFISHER PLC	KGF LN-Equity	129,7	GBP	3.089,6	Specializirana trgovina	6,8	4,3	2,9	1,0	3,0	2,0	6,0	62,0	31,1	9,8	12,3	27,7	
LIMITED BRANDS INC	LTD UN Equity	18,7	USD	6.364,3	Specializirana trgovina	12,4	8,9	7,8	1,3	9,9	2,8	27,8	31,6	37,7	11,0	14,3	12,4	
LOWE'S COS INC	LOW UN Equity	24,5	USD	35.862,4	Specializirana trgovina	12,3	9,1	5,4	1,8	1,8	1,7	17,6	29,1	38,7	11,6	11,7	11,9	
OFFICE DEPOT INC	ODP UN Equity	7,1	USD	1.987,7	Specializirana trgovina	3,2	1,4	1,3	4,3	5,7	2,4	13,9	30,3	13,9	11,1	61,2	15,6	
RADIOSHACK CORP	RSH UN Equity	18,5	USD	2.422,1	Specializirana trgovina	11,4	8,9	5,3	2,2	11,7	2,9	33,3	13,9	37,4	12,8	27,8	11,0	
SHERWIN-WILLIAMS CO-THE	SHW UN Equity	59,6	USD	6.989,5	Specializirana trgovina	13,5	11,4	6,8	1,8	12,5	3,3	40,8	26,0	32,5	9,6	11,5	37,3	
STAPLES INC	SPS UN Equity	24,9	USD	17.482,8	Specializirana trgovina	9,9	7,9	5,1	2,2	11,4	1,6	18,5	20,5	35,8	12,3	21,0	12,7	
TIFFANY & CO	TIF UN Equity	41,6	USD	5.239,2	Specializirana trgovina	22,4	18,3	10,6	1,0	10,5	1,7	17,7	21,1	36,6	11,2	12,1	15,1	
TUX COMPANIES INC	TUX UN Equity	36,0	USD	15.272,3	Specializirana trgovina	10,0	7,7	4,9	2,5	12,2	2,9	34,9	20,5	36,8	12,1	13,5	16,5	
WH SMITH PLC	SMWH LN Equity	390,0	GBP	610,2	Specializirana trgovina	8,1	5,2	4,6	2,5	11,5	2,6	30,4	34,7	21,1	10,0	13,4	7,5	
YAMADA DENKI CO LTD	9831-JT Equity	8310,0	JPY	801.026,6	Specializirana trgovina	4,4	3,7	2,8	2,7	7,6	2,1	15,9	6,3	39,0	9,0	11,1	9,4	
AUDIAG AG	ADS GY Equity	41,3	EUR	8.189,1	Tekstil in luksuzno blago	12,3	9,7	5,7	1,1	6,6	2,9	18,8	18,5	31,6	11,5	11,5	14,8	
CHRISTIAN DIOR	CDI FP Equity	73,8	EUR	13.389,7	Tekstil in luksuzno blago	23,9	20,5	5,0	0,5	2,6	6,5	17,1	24,2	26,9	10,1	12,7	13,0	
CIE FINANCIERE RICHEMON-BRA	37.093,3	CHF	Tekstil in luksuzno blago	20,9	16,0	2,6	0,6	16,4	1,3	20,7	neg.	neg.	neg.	12,3	10,7	12,6	7,6	
COACH INC	COH UN Equity	312,6	USD	10.645,1	Tekstil in luksuzno blago	39,0	36,1	24,6	1,3	33,2	1,4	45,7	0,0	34,5	14,2	44,4	16,3	
GILDAN ACTIVEWEAR INC	GIL CT Equity	25,4	CAD	3.061,3	Tekstil in luksuzno blago	20,4	15,8	13,9	1,2	21,8	1,3	21,8	0,0	2,6	9,8	17,5	26,9	
HERMES INTERNATIONAL	RMS FP Equity	99,4	EUR	10.563,1	Tekstil in luksuzno blago	29,8	25,5	17,7	0,8	14,4	1,4	20,1	36,8	32,9	11,7	24,3	8,6	
JONES APPAREL GROUP INC	JNY UN Equity	19,0	USD	1.515,1	Tekstil in luksuzno blago	4,5	2,6	9,3	1,0	8,8	1,7	14,8	12,1	10,2	13,3	30,0	10,5	
LIZ CLAIBORNE INC	LIZ UN Equity	14,9	USD	1.407,4	Tekstil in luksuzno blago	3,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,7	12,9	-0,3	8,0	10,0	
LUXOTTICA GROUP SPA	LUX IM Equity	17,2	EUR	7.959,4	Tekstil in luksuzno blago	20,9	16,0	8,8	0,9	8,2	2,6	20,9	45,4	34,8	10,8	13,7	18,5	
LYMH MOET HENNESSY LOUIS VUIT	MC FP Equity	73,6	EUR	36.038,1	Tekstil in luksuzno blago	25,1	21,7	12,3	0,6	6,8	2,7	18,3	38,7	27,5	11,2	12,1	9,6	
NIKE INC - CL B	NKE UN Equity	62,3	USD	31.096,9	Tekstil in luksuzno blago	14,7	13,1	10,1	1,6	16,3	1,6	25,4	23,0	24,8	11,0	11,1	24,3	
POLO RALPH LAUREN CORP	RL UN Equity	75,0	USD	7.481,5	Tekstil in luksuzno blago	17,5	13,4	8,7	1,2	10,3	1,7	17,8	4,8	33,7	11,2	15,7	14,0	
PUMA AG	PUM GY Equity	217,1	EUR	3.480,5	Tekstil in luksuzno blago	17,2	15,0	10,8	1,4	15,0	1,6	24,6	16,2	28,9	11,2	11,3	6,8	
SWATCH GROUP AG-THE-BR	UHR VX Equity	265,0	CHF	144.747,0	Tekstil in luksuzno blago	26,0	22,5	16,5	0,9	14,1	1,4	19,7	24,1	11,7	12,0	29,0	13,2	
VF CORP	VFC UN Equity	78,0	USD	8.491,6	Tekstil in luksuzno blago	14,9	13,1	8,3	1,2	7,7	1,7	17,3	40,2	31,2	9,2	10,3	14,2	

1) podatki iz izkaza poslovnega izida so izračunani za zadnjih 12 mesecev (sledeci produkt). Vsi podatki iz bilance stanja se nanašajo na zadnji dan raziskovanja (31.08.2008), lastni prizak.

2) podatki iz izkaza poslovnega izida so izračunani za zadnjih 3 do let, zracenja v Bloombergovem sistem napovedi. Kapitalska intenzivnost je izračunana kot amortizacija, deljena z EBITDA-jem.

Vir: Bloomberg (zajem podatkov na dan 18.08.2008), lastni prizak.

Dolgoročna razsodba je napoved analitikov za naslednjih 3 let, zracenja v Bloombergovem sistem napovedi. Kapitalska intenzivnost je izračunana kot amortizacija, deljena z EBITDA-jem.

Tabela 3: Seznam podjetij in osnovni podatki v sedmici najine dobrine v okviru indeksa S&P/TAI.

			Tržna kapitalizacija v mil.							Dejavnost							Svetovni lastništeg dobjička v stopnji			Udež izplačila v % dajčica v stopnji			Kališka stran
Podjetje	Simbol	Cena	Vredna kapitalizacija v mil.	Neto marža v %	EBITDA marža v %	EBIT marža v %	Neto sredstev	Obrat	Neto marža v %	ROA v %	ROI v %	DIE	ROE v %	WACC v %	lastništeg dajčica v stopnji	izplačila v % dajčica v stopnji	WACC v % a rast %	efektivna dajčica v % dajčica v stopnji	lastništeg dajčica v stopnji	Dolgoročna ROIC v % a rast %	intenzivnost		
ANHEUSER-BUSCH COS INC.	BUD UN Equity	68.2	USD 49,031,5	Pijače Pijače	23,0	17,2	12,4	1,0	12,6	4,7	59,7	44,1	31,2	7,3	v %	7,9	19,5	9,8	0,3				
ASAHI BREWERIES LTD	250/JI Equity	1908,0	JPY 922,681,8	Pijače Pijače	9,9	6,5	3,4	1,0	2,6	2,1	46,8	5,0	6,7	9,5	5,1	0,3							
BROWN-FORMAN CORP-CLASS B	BF/B UN Equity	77,6	USD 9,374,4	Pijače Pijače	28,4	26,4	12,7	2,1	26,7	35,8	33,7	8,8	9,5	19,5	9,2	1,9	9,2	12,0	0,1				
CIA DE BEBIDAS DAS AMERICAS	AMBV3 BS Equity	87,2	BRL 57,271,1	Pijače Pijače	43,6	28,2	14,3	0,6	7,9	19	15,4	33,7	9,8	10,6	17,2	12,0	12,0	12,0	0,3				
COCA-COLA-COTHE	KOLN Equity	55,1	USD 8,678,5	Pijače Pijače	30,5	26,4	18,4	0,9	16,3	1,9	30,9	52,7	7,5	8,0	9,8	9,8	9,8	9,8	0,1				
CONSTELLATION BRANDS INC-A	STZ UN Equity	17,8	USD 4,805,4	Pijače Pijače	1,7	6,7	13,1	neg.	3,0	4,6	13,9	16,2	6,6	8,3	11,1	11,1	12,6	12,6	0,2				
DAIGED PLC	DGE LN Equity	22,1	USD 24,949,9	Pijače Pijače	32,5	29,7	20,3	0,5	10,7	3,3	35,1	63,5	30,7	9,2	10,4	16,0	11,4	11,4	0,1				
FOMENTO ECONOMICO MEXICA-UBD	FEMSAUB MM Equity	48,3	MXN 161,066,8	Pijače Pijače	18,5	13,1	5,7	1,0	5,5	2,6	14,3	22	13,6	15,1	15,1	17,1	17,1	17,1	0,3				
FOSTER'S GROUP LTD	FGL AN-Equity	5,4	AUD 10,289,1	Pijače Pijače	26,4	26,3	16,7	0,6	9,7	2,2	21,3	61,3	24,3	12,2	13,7	12,2	6,7	6,7	0,0				
GRUPO MODELO S.A.B.SERC	GMODELOC MM Equity	49,3	MXN 160,246,7	Pijače Pijače	29,0	24,2	11,8	0,8	10,0	16	15,6	26,0	13,9	13,9	18,4	18,4	18,4	18,4	0,2				
HEINENKEN NV	HEJA NA Equity	32,2	EUR 15,811,9	Pijače Pijače	17,8	11,7	6,4	1,0	6,2	2,5	15,5	42,5	30,6	10,3	11,0	15,0	11,9	11,9	0,3				
INBEV NV	INB BB Equity	47,7	EUR 29,407,0	Pijače Pijače	34,1	26,9	15,2	0,5	8,0	2,1	17,0	68,2	14,7	10,4	12,2	17,2	12,8	12,8	0,2				
KIRIN HOLDINGS CO LTD	2503 JT Equity	1604,0	JPY 1,579,152,0	Pijače Pijače	10,9	6,2	6,5	0,5	3,0	2,2	6,5	30,1	29,4	5,9	7,9	7,9	7,9	7,9	0,4				
MOLSON COORS BREWING CO-B	TAP UN Equity	49,6	USD 9,328,5	Pijače Pijače	17,7	12,3	6,7	0,6	4,0	1,9	7,7	22	8,5	9,2	4,4	11,7	11,7	11,7	0,3				
PEPSICO BOTTLING GROUP INC	PBG UN Equity	30,8	USD 6,564,0	Pijače Pijače	12,7	7,8	3,9	1,1	4,3	5,3	22,6	22,0	6,6	9,0	7,6	8,7	8,7	0,4					
PEPSICO INC	PEP UN Equity	70,2	USD 10,689,6	Pijače Pijače	21,6	18,0	14,0	1,3	17,5	2,0	34,8	40,8	26,2	7,8	8,0	33,3	33,3	33,3	0,2				
PERNOD-RICARD SA	R/PF Equity	63,3	EUR 13,917,3	Pijače Pijače	26,6	23,4	13,8	0,3	4,2	3,3	13,9	43,1	21,7	10,8	11,7	10,5	14,1	14,1	0,1				
SABMILLER PLC	SAB LIN Equity	1156,0	GBP 17,419,7	Pijače Pijače	26,9	20,8	11,9	0,5	6,3	2,0	12,7	22	29,9	11,3	13,2	12,5	15,0	15,0	0,2				
AEON CO LTD	8267 JT Equity	1327,0	JPY 1,062,192,0	Harana in pogovna z živil	6,4	3,4	0,9	1,3	1,2	4,0	4,9	29,6	45,4	6,5	12,4	12,4	12,4	12,4	0,5				
CARREFOUR SA	CA FP Equity	36,9	EUR 25,982,7	Harana in pogovna z živil	6,1	4,0	2,8	1,7	4,6	4,9	22,8	40,7	28,3	9,9	11,7	11,0	7,7	7,7	0,3				
CASINO GUICHARD PERRACHON	CO FP Equity	67,7	EUR 7,289,4	Harana in pogovna z živil	3,6	2,8	1,8	1,2	3,9	1,2	3,7	39,1	2,7	7,6	7,6	10,1	10,1	7,7	0,3				
COSTCO WHOLESALE CO CORP	COST UW Equity	68,0	USD 29,564,7	Harana in pogovna z živil	3,6	2,2	5,8	2,1	12,2	22,7	36,3	10,1	10,6	15,7	13,1	13,1	13,1	0,2					
CVS CAREMARK CORP	CYS UN Equity	39,6	USD 55,383,8	Harana in pogovna z živil	8,0	6,6	3,6	2,0	7,0	1,8	12,9	39,5	8,2	9,0	9,9	9,9	9,9	9,9	0,2				
DELHAZ GROUP	DELBB BB Equity	42,8	EUR 4,278,0	Harana in pogovna z živil	7,2	4,7	2,4	1,9	4,5	2,5	11,5	37,4	3,2,1	9,3	12,2	11,4	10,0	10,0	0,4				
DISTRIBUCION Y SERVICIO D&S	DYS CC Equity	205,6	CLP 3,399,795,0	Harana in pogovna z živil	8,6	5,7	2,9	1,4	4,0	2,4	9,8	15,2	8,9	11,3	11,3	15,4	15,4	0,4					
KONINKLIJKE AHOOLD NV	AH NA Equity	8,8	EUR 10,500,5	Harana in pogovna z živil	7,8	4,7	13,1	1,4	18,1	3,7	66,3	24,0	15,2	9,8	11,8	8,8	11,3	11,3	0,4				
KROGER CO	KR UN Equity	30,1	USD 19,680,1	Harana in pogovna z živil	5,2	3,3	3,2	1,7	5,4	4,4	20	2,7	3,5	8,7	10,8	12,8	9,6	9,6	9,6	0,4			
LOWBLAW COMPANIES LTD	LCTT Equity	29,9	CAD 8,197,8	Harana in pogovna z živil	4,9	2,9	1,2	2,0	2,4	2,5	6,0	69,7	32,8	7,0	8,8	6,6	5,5	5,5	0,4				
METRO AG	MEG GY Equity	39,0	EUR 12,759,6	Harana in pogovna z živil	5,3	2,2	0,7	3,8	2,5	2,5	5,5	13,7	45,2	3,7	10,6	8,3	11,4	11,4	0,4				
SAFEWAY INC	SWY UN Equity	27,9	USD 12,160,7	Harana in pogovna z živil	6,8	4,3	2,1	2,5	5,2	2,7	14,4	13,1	37,5	8,2	10,1	11,6	11,0	11,0	0,4				
SAINSBURY (J) PLC	SBRY UN Equity	336,3	GBP 5,882,4	Harana in pogovna z živil	5,6	2,9	1,8	1,8	3,3	2,1	7,1	62,9	31,3	9,6	11,5	11,5	15,7	15,7	0,5				
SEVEN & I HOLDINGS CO LTD	332/JI Equity	3350,6	MZN UN Equity	3,036,581,0	Harana in pogovna z živil	8,1	5,4	2,5	3,4	1,4	3,4	2,0	6,7	39,8	8,3	10,4	16,1	25,4	25,4	0,3			
SHOPPERS DRUG MART CORP	SC CT Equity	55,9	CAD 12,250,0	Harana in pogovna z živil	1,7	9,4	5,9	1,6	9,3	1,8	2,5	20,0	32,0	7,8	7,8	9,9	11,3	11,3	0,2				
SUPERVALU INC	SYU UN Equity	27,9	USD 5,928,1	Harana in pogovna z živil	6,1	3,8	1,4	2,0	2,8	3,8	10,5	24,1	39,3	7,0	11,0	7,8	7,7	7,7	0,4				
TESCO CORP	SYSC UN Equity	32,3	USD 19,412,6	Harana in pogovna z živil	6,0	5,0	2,9	1,3	3,8	2,9	13,1	33,1	8,9	9,5	26,2	30,0	30,0	30,0	0,2				
WALGREENS CO	TSCO LN Equity	388,9	GBP 30,531,8	Harana in pogovna z živil	7,6	5,5	4,5	1,7	7,7	2,5	19,0	40,3	24,0	9,6	10,9	9,5	11,5	11,5	0,3				
WALMART DE MEXICO-SE V	WAG UN Equity	37,3	USD 36,893,0	Harana in pogovna z živil	7,1	5,8	3,6	3,1	7,4	1,7	19,2	16,0	36,8	8,9	9,1	14,3	14,3	14,3	0,2				
WALMART STORES INC	WMT UN Equity	59,4	USD 324,138,8	Harana in pogovna z živil	7,4	5,8	3,4	2,4	8,1	2,5	20,2	27,8	34,3	8,7	9,9	16,1	25,4	25,4	0,2				
WALWORTHS LIMITED	WEA UN Equity	34,7	AUD 22,425,5	Harana in pogovna z živil	10,3	6,8	2,0	2,7	7,1	2,1	14,6	31,3	13,6	18,8	6,7	15,3	15,3	0,2					
WESTON/GEORGE LTD	WNL UN Equity	46,1	CAD 5,862,9	Prehrambeni zdežki	5,8	3,7	1,8	1,6	9,0	5,5	17,6	36,8	28,1	6,3	8,8	5,5	5,5	5,5	0,4				
WHOLE FOODS MARKET INC	WFM UN Equity	19,7	USD 2,762,2	Prehrambeni zdežki	6,4	3,4	1,9	3,7	7,0	1,8	12,8	66,7	40,6	11,2	12,3	10,0	15,3	15,3	0,4				
WM MORRISON SUPERMARKETS	MRW LN Equity	282,8	GBP 7,538,9	Prehrambeni zdežki	6,7	4,5	4,3	3,6	3,1	1,7	7,4	23,3	9,5	10,6	11,1	8,1	11,2	11,2	0,3				
WOOLWORTHS LIMITED	WOW UN Equity	27,1	AUD 32,762,8	Prehrambeni zdežki	6,8	5,4	3,3	2,8	9,3	3,0	27,8	69,1	29,7	12,8	13,2	17,0	12,9	0,2					
AJINOMOTO CO INC	2802 JT Equity	1030,0	JPY 721,033,6	Prehrambeni zdežki	9,9	5,0	2,3	1,1	2,6	1,8	4,7	38,2	39,4	6,6	7,8	7,8	14,9	8,7	0,2				
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	ADM UN Equity	26,2	USD 16,870,8	Prehrambeni zdežki	4,6	3,5	2,6	2,7	7,1	2,1	20,7	40,4	32,5	7,9	14,9	14,9	8,7	0,2					
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	ABF LN Equity	786,0	GBP 6,214,6	Prehrambeni zdežki	11,4	7,8	5,8	1,0	5,5	1,6	9,0	41,7	21,5	8,7	9,4	8,3	10,0	10,0	0,2				
CADBURY PLC	CBRY LN Equity	61,0	GBP 8,367,4	Prehrambeni zdežki	17,0	13,6	4,0	0,9	3,8	2,7	10,3	80,7	27,6	8,9	10,7	29,7	29,7	0,3					
CAMPBELL SOUP CO	CPB UN Equity	38,0	USD 14,106,6	Prehrambeni zdežki	8,4	1,0	4,2	0,8	4,6	5,5	37,8	7,7	9,3	10,2	24,2	8,2	8,2	0,2					
CONAGRA FOODS INC	CAG UN Equity	22,6	USD 10,229,0	Prehrambeni zdežki	12,9	10,6	7,1	1,0	7,3	1,0	20,2	33,0	8,0	9,4	8,3	10,4	10,4	0,2					
DEAN FOODS CO	DF UN Equity	24,8	USD 32,762,9	Prehrambeni zdežki	6,4	4,6	0,9	2,0	19	1,7	4,4	40,2	6,6	8,9	11,1	9,4	7,6	0,1					
GISE UN Equity	67,7	USD 22,760,9	Prehrambeni zdežki	9,8	5,5	0,7	7,0	3,2	22,5	40,4	32,5	7,9	14,9	14,9	14,9	14,9	0,2						
GROUPE DANONE	BN FP Equity	49,1	EUR 25,232,8	Prehrambeni zdežki	17,4	14,2	31,5	0,6	18,8	3,0	56,3	63,5	25,9	9,0	11,9	9,1	13,4	13,4	0,2				
HERSHEY CO/THE	HSY UN Equity	41,6	USD 9,448,6	Prehrambeni zdežki	21,3	15,4	4,4	1,2	5,1	6,6	33,6	117,8	9,1	10,7	10,7	11,9	11,9	0,2					
HUNTING CO	HNZ UN Equity	52,0	USD 16,205,6	Prehrambeni zdežki																			

nadajevanje

Podjetje	Simbol	Cena	Vredna	Kapitalizacija v mil.	Dajavnost	EBITDA	EBIT	Neto marža v %	Marža v %	Obrat	ROA v %	DE	ROE v %	Delež izplačila v stopni	Efektivna davačka v %	WACC v %	Izplačila v % a kapitala v stopni	lastništeg ROIC v %	Dolgoročni ROIC v %	Kapitalistički delež v %
AVON PRODUCTS INC	AVP UN Equity	43,2	USD	18.385,8	Ostala in osebna nega	12,1	10,5	6,5	9,7	7,3	70,7	60,8	32,7	8,6	9,4	40,9	12,3	0,1		
BEIERSDORF AG	BEI GV Equity	40,3	EUR	10.138,0	Ostala in osebna nega	12,8	11,0	9,1	11,3	11,8	1,9	22,8	36,4	28,8	9,8	9,8	24,6	11,7	0,2	
CLOROX COMPANY	CLX UN Equity	60,5	USD	8.344,8	Ostala in osebna nega	20,6	16,8	8,7	1,3	11,0	1,5	40,3	33,5	7,9	9,9	9,9	9,5	0,2		
COLGATE-PALMOLIVE CO	CL UN Equity	79,4	USD	39.659,5	Ostala in osebna nega	21,9	19,6	12,1	1,5	17,8	5,9	104,3	42,2	37,6	8,3	10,9	10,7	0,1		
ESTEE LAUDER COMPANIES-CL A	EL UN Equity	52,0	USD	10.076,8	Ostala in osebna nega	12,8	10,3	6,0	1,7	10,4	3,2	33,2	22,5	34,9	9,1	10,0	24,8	11,0	0,2	
HENKEL AG & CO KGAA VORZUG	HENS GY Equity	27,8	EUR	11.642,2	Ostala in osebna nega	11,4	8,4	5,5	1,3	7,0	2,4	16,6	24,3	23,2	9,0	11,8	7,8	9,3	0,2	
KAO CORP	4452 JT Equity	296,0	JPY	1.626.353,0	Ostala in osebna nega	15,9	8,8	5,0	1,1	5,4	2,2	11,7	43,9	38,7	5,8	6,7	8,3	0,5	0,4	
KIMBERLY-CLARK CORP	KMB UN Equity	62,9	USD	26.125,4	Ostala in osebna nega	18,3	14,2	9,2	1,1	10,3	3,1	32,2	51,3	25,3	7,7	9,1	19,1	7,8	0,2	
KIMBERLY-CLARK DE MEXICO-A	KIMERA MM Equity	42,5	MXN	46.138,2	Ostala in osebna nega	28,9	24,3	16,9	1,0	16,3	2,4	39,8	30,1	14,2	15,0	23,0	6,4	0,2		
LOREAL	OR FP Equity	72,5	EUR	44.270,0	Ostala in osebna nega	20,4	16,5	15,6	0,7	11,1	1,7	18,8	31,7	24,4	10,0	10,3	12,2	10,9	0,2	
PROCTER & GAMBLE CO	PG UN Equity	71,6	USD	218.593,7	Ostala in osebna nega	24,2	20,5	14,5	0,6	8,6	2,1	17,9	39,7	24,9	7,7	8,4	12,5	10,8	0,2	
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	RB/LN Equity	277,0	GBP	19.716,9	Ostala in osebna nega	24,3	22,7	17,0	0,9	16,2	2,7	44,2	38,2	24,0	9,2	9,5	50,2	13,1	0,1	
SHISEIDO LTD	4911 JT Equity	248,5	JPY	1.018.850,0	Ostala in osebna nega	12,6	8,8	4,9	1,0	5,0	1,8	9,2	38,7	39,0	6,5	6,8	13,1	10,5	0,3	
UNICHARM CORP	80860 JY Equity	555.991,6	JPY	Ostala in osebna nega	14,5	10,0	5,0	1,2	6,1	1,7	10,3	17,7	38,8	6,1	6,2	8,8	4,0	0,3		
ALTRIA GROUP INC	MOL UN Equity	21,6	USD	44.490,2	Tobачna industrija	36,8	34,4	30,4	0,4	12,1	2,8	33,6	70,0	31,5	7,7	8,0	23,7	8,0	0,1	
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	BATS LN Equity	1864,0	GBP	37.345,7	Tobачna industrija	33,3	30,0	21,4	0,5	11,7	2,7	31,9	62,5	26,0	8,3	9,3	19,1	10,7	0,1	
IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	IMT LN Equity	1865,0	GBP	19.895,8	Tobачna industrija	36,3	31,9	14,3	0,8	11,2	9,5	106,7	51,6	27,1	7,2	9,8	26,7	12,5	0,1	
JAPAN TOBACCO INC	50000,0 JY Equity	5.000.000,0	JPY	Tobачna industrija	9,4	6,7	3,7	1,5	5,7	2,1	11,8	19,3	34,5	5,0	6,1	14,5	18,0	0,3		
KT&G CORP	033780 KP Equity	90300,0	KRW	12.799.050,0	Tobачna industrija	39,4	33,8	27,4	0,6	17,3	1,2	21,4	51,5	27,1	11,9	11,9	10,7	8,0	0,1	
LORILLARD INC	LO LN Equity	72,5	USD	12.606,3	Tobачna industrija	75,5	60,6	33,5	2,3	77,8	130,3	0,0	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	13,0	0,1	
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	PM LN Equity	55,6	USD	114.541,4	Tobачna industrija	20,7	20	40,6	0,0	10,2	10,7	20,1	36,8	7,2	8,2	14,3	6,5	0,1		
REYNOLDS AMERICAN INC	RAJ LN Equity	57,2	USD	16.762,0	Tobачna industrija	27,7	26,1	17,1	0,4	7,1	2,5	18,0	43,6	20,1	7,0	7,8	21,7	9,5	0,1	
SWEDISH MATCH AB	UST UN Equity	53,9	SEK	31.692,8	Tobачna industrija	24,0	24,0	16,5	0,8	12,8	10,7	136,7	43,6	20,1	7,0	7,8	7,2	6,6	7,0	0,0
UST INC	SWMA SS Equity	49,8	USD	7.954,3	Tobачna industrija	27,6	1,3	35,5	72,7	35,9	6,6	7,2	75,5	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

Iz podatki so izkrača poslovnega leta so izračunani za zadnjih 12 mesecev (sledeči podatki). Izi podatki iz bilance stanja se naročajo na zadnje znane podatki (deleži in amortizacija, deljeni z EBITDAjem).

Dolgoročna različica poslovnega leta je napovedan analitikov za naslednjih 3 do 5 let, vnesena v Bloombergov sistem napovedi. Kapitalistički deleži so izračunani kot CAPM, ROIC je izračunan kot NOPAT, deljen z dolgoročnim finančnim dogovrom in lastniškim kapitalom.

Iz:

Bloomberg (čateni podatkov na dan 18.08.2019), lastni prikaz.

Tabela 4: Seznam podjetij in osnovni podatki v sektorju energenika v okviru indeksa S&P/200

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v milu	Dejavnost	Tržna marža v %		Neto obrat Marža v %	Obrat sredstev	EBITDA Marža v %	EBIT Neto marža v %	D/E	ROA v %	ROE v %	WACC v %	Iznajmljiva dnevna stopnja dobitička v stopnji %	Deloz ROIC v %	Stosrek lastniškega kapitala v %	Dolgoročni razvojni projekti v %	Kratkoročna intenzivnost %
						Domača	Zunanja													
BAKER HUGHES INC	BH	77.8	USD	23,968.3	Energetska oprema in storitve	26.4	21.2	14.1	12	16.3	1.6	26.2	10.9	31.7	8.7	9.0	23.5	16.7	0.2	
BJ SERVICES CO	BJS	26.2	USD	7,692.1	Energetska oprema in storitve	22.9	18.0	12.2	1.4	17.6	1.7	30.2	7.6	28.9	9.5	9.8	24.4	9.8	0.2	
CAMERON INTERNATIONAL CORP	CAM	45.7	USD	9,261.9	Energetska oprema in storitve	16.9	14.6	10.4	1.1	11.0	2.4	26.1	0.0	29.4	9.1	9.8	24.9	24.5	0.1	
ENSCO INTERNATIONAL INC	ESV	64.6	USD	38,240.5	Energetska oprema in storitve	65.6	56.6	46.7	0.5	21.3	1.3	28.5	1.5	19.5	9.0	9.1	27.4	15.7	0.1	
HALLIBURTON CO	HAL	43.6	USD	9,187.4	Energetska oprema in storitve	25.3	21.4	15.1	1.5	23.3	2.1	49.1	12.7	23.2	8.0	8.3	28.6	11.3	0.1	
NABORS INDUSTRIES LTD	NBR	68.5	USD	28,573.9	Energetska oprema in storitve	34.4	22.4	16.8	0.8	9.7	2.4	23.1	0.0	18.7	7.4	8.4	16.5	21.5	0.3	
NATIONAL OILWELL VARCO INC	NOV	49.4	USD	13,287.0	Energetska oprema in storitve	61.6	51.7	43.2	0.5	23.1	1.4	32.0	1.8	18.4	9.2	9.4	19.9	21.0	0.1	
NOBLE CORP	NE	35.3	USD	3,989.0	Energetska oprema in storitve	39.0	33.1	22.2	0.6	1.7	22.9	9.2	34.4	9.2	9.7	16.2	15.0	0.1		
ROWAN COMPANIES INC	RDC	24.7	EUR	10,916.3	Energetska oprema in storitve	12.8	9.8	11.8	0.7	8.3	5.5	45.2	2.1	22.1	9.8	10.6	25.1	22.6	0.2	
SAIPEM	SPM	91.5	USD	109,727.2	Energetska oprema in storitve	35.0	26.5	21.8	0.9	20.4	2.0	40.9	16.1	20.4	9.8	10.0	-17.7	19.8	0.2	
SCHLUMBERGER LTD	SBL	69.6	USD	14,007.6	Energetska oprema in storitve	17.9	15.7	7.4	1.5	11.4	2.5	28.2	12.4	32.1	10.1	10.5	20.6	20.6	0.1	
SMITH INTERNATIONAL INC	TFC	53.4	EUR	5,729.5	Energetska oprema in storitve	6.2	4.1	2.2	0.7	1.6	3.5	10.2	3.4	10.6	11.3	8.0	30.8	0.3		
TECNIMPIANT SA	TS	78.5	ARS	92,672.2	Energetska oprema in storitve	47.7	27.5	0.6	0.6	31.8	2.1	26.0	24.5	26.0	10.8	11.0	32.3	12.5	0.2	
TEMARISSA INC	TRG	126.2	USD	40,274.3	Energetska oprema in storitve	51.3	46.2	44.0	0.3	13.7	2.4	32.3	30.9	9.1	7.8	8.7	12.8	21.1	0.1	
TRANSOCEAN INC	RT	36.6	USD	24,884.5	Energetska oprema in storitve	28.7	20.9	14.7	0.6	9.2	1.7	15.8	0.0	17.1	10.4	11.0	16.4	18.6	0.2	
WEATHERFORD INT'L LTD	WFT	35.1	AUD	8,140.0	Energetska oprema in storitve	11.9	10.5	7.5	1.6	11.7	2.1	24.6	60.1	26.9	19.7	20.8	18.8	12.6	0.1	
WORLEYPARSONS LTD	WR	57.6	USD	26,988.8	Nafta in plin	46.7	20.2	9.9	0.7	7.3	3.6	26.4	4.4	55.6	7.8	9.3	7.9	8.6	0.6	
ANADARKO PETROLEUM CORP	APC	106.7	USD	35,693.3	Nafta in plin	75.5	55.9	33.0	0.3	10.6	1.9	19.8	7.1	38.4	7.9	8.3	13.9	9.4	0.2	
APACHE CORP	APA	117.0	GBP	37,307.1	Nafta in plin	40.4	22.4	0.6	0.6	12.4	2.1	23.7	2.7	18.0	10.8	11.0	23.9	32.3	0.1	
BP PLC	BP	522.8	GBP	97,928.4	Nafta in plin	14.1	10.8	7.5	1.2	9.2	2.5	23.4	41.5	35.3	10.2	11.1	16.7	4.8	0.2	
CABOT OIL & GAS CORP	COG	42.6	USD	4,406.9	Nafta in plin	57.9	38.6	21.4	0.4	8.3	2.0	16.6	6.4	34.9	8.2	8.3	14.6	9.5	0.3	
CAMECO CORP	COC	30.5	CAD	10,513.4	Nafta in plin	38.1	29.1	18.3	0.4	7.9	2.0	15.2	16.8	13.0	13.4	13.0	20.5	20.5	0.2	
CANADIAN NATURAL RESOURCES	CNQ	79.5	CAD	42,980.6	Nafta in plin	63.0	42.4	13.9	0.5	7.5	2.9	21.7	7.1	21.5	12.2	13.7	16.6	19.3	0.3	
CANADIAN OIL SANDS TRUST	COS	47.5	CAD	22,887.5	Nafta in plin	46.8	37.7	38.4	0.3	10.8	1.7	18.3	10.6	4.6	12.3	12.6	16.1	5.7	0.2	
CHESSAPAKE ENERGY CORP	CHK	26,369.3	NOK	3,031.0	Nafta in plin	36.0	4.2	neg.	4.9	4.9	2.7	13.3	8.8	3.0	6.8	7.2	1.6	11.0	0.8	
CHEVRON CORP	CVX	84.3	USD	173,089.2	Nafta in plin	16.0	12.3	7.9	1.7	13.3	1.9	25.6	25.6	46.4	9.5	9.8	27.3	11.7	0.2	
CNOOC LTD	COKE	10.5	HKD	469,907.9	Nafta in plin	53.3	45.2	34.5	0.5	18.7	1.4	25.8	40.3	27.3	16.1	16.4	17.4	12.0	0.2	
CONGOCO PHILLIPS	COP	77.7	USD	11,628.0	Nafta in plin	14.7	10.4	8.8	0.8	6.9	2.0	13.9	22.4	45.1	9.7	10.7	16.1	7.5	0.3	
CONSOLIDATED ENERGY INC	CNX	61.4	EUR	11,247.7	Nafta in plin	14.9	5.7	4.6	1.0	4.5	5.2	23.5	21.1	34.6	10.9	11.1	9.1	10.7	0.6	
DEVON ENERGY CORPORATION	DVN	94.0	USD	41,507.1	Nafta in plin	68.1	46.3	28.3	0.3	9.4	1.9	18.2	8.0	31.7	8.2	8.5	16.8	14.3	0.3	
EL PASO CORP	EP	16.4	USD	11,489.7	Nafta in plin	63.1	37.7	14.9	0.3	4.1	6.5	26.9	37.3	35.4	7.3	8.9	6.1	9.3	0.4	
ENBRIDGE INC	ENB	42.8	CAD	52,879.0	Nafta in plin	12.8	8.4	9.1	0.4	3.7	4.0	14.5	64.6	22.2	7.6	9.8	5.5	10.2	0.3	
ENCANA CORP	ECA	70.0	CAD	52,512.3	Nafta in plin	42.9	26.8	12.7	0.8	9.7	2.7	20.5	15.5	31.2	10.4	11.8	15.8	13.0	0.3	
ENERPLUS RESOURCES FUND	ERF	41.2	CAD	6,644.7	Nafta in plin	76.7	43.8	26.0	0.3	8.0	1.6	12.6	19.0	40.4	10.6	11.4	10.9	25.0	0.4	
ENI SPA	ENI	21.9	EUR	87,477.0	Nafta in plin	28.8	19.8	11.8	0.9	10.5	2.4	25.2	47.5	45.7	9.6	11.4	28.7	5.0	0.3	
EOG RESOURCES INC	EOG	95.6	USD	23,785.5	Nafta in plin	71.5	49.8	18.2	0.6	1.7	1.7	17.3	8.2	8.6	7.7	16.8	16.8	0.3		
EXXON MOBIL CORP	XOM	400.3018	NOK	31,010.0	Nafta in plin	18.4	15.4	10.3	1.7	17.6	2.0	34.5	18.6	44.1	9.8	9.9	43.7	9.7	0.2	
HESS CORP	HES	95.3	USD	31,010.0	Nafta in plin	18.0	13.4	6.5	1.2	7.5	2.7	20.5	6.9	49.7	9.8	9.8	10.6	20.5	0.4	
HUSKY ENERGY INC	HSE	44.2	CAD	37,549.1	Nafta in plin	33.9	25.4	19.1	0.8	16.2	1.9	30.2	35.1	11.5	11.8	12.2	18.2	8.8	0.2	
IMPERIAL OIL LTD	IOL	67.1	USD	42,399.8	Nafta in plin	17.7	15.1	12.2	1.6	19.7	2.1	41.6	10.2	26.3	8.0	8.7	9.2	19.4	0.2	
MARATHON OIL CORP	MRO	44.9	USD	31,644.0	Nafta in plin	9.0	6.5	4.6	1.6	10.8	2.3	22.4	16.1	43.2	9.6	11.1	22.7	8.3	0.3	
MASSEY ENERGY CO	MEE	60.4	USD	5,107.8	Nafta in plin	19.4	10.1	neg.	3.4	3.8	2.7	10.7	50.5	13.8	10.9	12.4	6.7	12.9	0.3	
MURKIN OIL CORP	MUR	73.9	USD	14,065.5	Nafta in plin	11.1	8.7	5.7	1.5	8.5	2.0	16.7	16.6	36.6	8.6	9.0	19.3	44.3	0.2	
NEXEN INC	ND	30.2	CAD	15,988.0	Nafta in plin	60.7	37.5	21.0	0.3	6.2	3.4	21.2	4.9	42.6	11.4	13.0	15.6	10.5	0.4	
PENN WEST ENERGY TRUST	PWT	29.1	CAD	11,092.9	Nafta in plin	75.6	37.0	0.6	3.6	2.1	3.7	36.5	11.8	42.3	4.8	10.6	10.6	-20.0	0.4	
PINNACLE OIL CORP	POK	653.0	JPY	9,966.3239	Nafta in plin	50.5	3.5	2.0	1.7	3.3	2.3	21.2	8.0	2.7	30.0	11.4	12.2	18.0	9.4	0.2
NOBLE ENERGY INC	NBL	67.1	USD	11,158.1	Nafta in plin	71.3	50.2	15.9	0.6	9.2	2.3	21.2	8.0	2.7	32.8	8.9	9.6	19.4	8.8	0.3
Occidental Petroleum Corp	OXY	75.7	USD	61,881.0	Nafta in plin	60.2	49.4	29.5	0.5	15.7	1.6	25.7	15.5	41.2	9.4	9.6	24.4	17.1	0.2	
PETRO-CANADA	PCL	41.6	EUR	12,419.5	Nafta in plin	16.8	12.4	8.3	0.1	8.1	2.1	24.5	9.3	47.2	10.3	11.1	12.2	27.9	8.5	0.2
ORIGIN ENERGY LIMITED	ORG	16.2	AUD	14,227.3	Nafta in plin	14.1	9.3	7.8	0.5	3.9	2.7	10.7	50.5	13.8	10.9	12.4	17.6	22.7	0.3	
PEABODY ENERGY CORP	BTU	67.1	USD	15,522.6	Nafta in plin	18.0	11.8	6.5	0.4	2.8	3.9	10.9	15.0	11.2	43.3	8.9	9.4	10.7	14.3	0.2
PENN WEST ENERGY TRUST	PWT	29.1	CAD	11,092.9	Nafta in plin	75.6	37.0	0.6	3.6	2.1	3.7	36.5	11.8	42.3	8.0	10.6	14.6	7.3	0.3	
PETROBRAS-PETROLEO BRASIL S.A.S.H.S	PBR	34.0	EUR	183.0	Nafta in plin	28.2	22.5	13.7	0.7	9.7	2.1	20.4	29.7	33.0	10.3	10.7	19.6	3.5	0.2	
PETROBRAS-PETROBRAS PETRÓLEO PARTICIPATIVA B	PBC	3.1	CAD	6,566.7	Nafta in plin	19.8	10.3	6.0	0.5	2.7	3.2	8.9	5.7	26.0	13.9	33.0	38.2	8.4	0.4	
SANTOS LTD	S	45.0	CAD	21,777.9	Nafta in plin	36.0	27.7	15.1	0.8	11.8	2.1	24.5	9.3	47.2	11.1	12.2	27.9	8.5	0.2	
SKE ENERGY CO LTD-H																				

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Tržna kapitalizacija v milu	Dejavnost	EBITDA marža v %	EBIT marža v %	Neto sredstev	Obrat	ROA v %	DJE	ROE v %	Izplačila dobitek v stopnja %	Delež Surovsk	Efektivna lastništeg davnica WACC v %	Lastništeg kapitala v %	Dolgoročni ROIC v %	Kapitalski intenzivnost a rast
TONENGENERAL SEKURITUKK	5012 JT Equity	862,0	JPY	504.142,3	Nafra in plin	0,2	neg.	neg.	0,7	4,5	3,0	306,8	35,8	7,2	8,4	-29,0	6,0	
TOTAL SA	FP FP Equity	48,9	EUR	116.912,7	Nafra in plin	23,2	19,3	9,8	1,2	12,1	2,6	31,0	37,6	51,4	9,5	10,7	7,0	
TRANS CANADA CORP	TRP CT Equity	39,1	CAD	22.577,6	Nafra in plin	46,0	32,2	17,2	0,3	4,4	3,2	14,0	59,8	28,4	6,6	8,7	8,5	
URANUM ONE INC	UULCT Equity	3,7	CAD	1.714,3	Nafra in plin	13,1	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,7	14,1	15,3	0,2	0,3	
VALERO ENERGY CORP	VLO UN Equity	34,2	USD	17.907,8	Nafra in plin	4,4	3,2	2,4	5,4	13,0	2,2	28,2	5,9	30,6	11,4	13,5	17,3	
WILLIAMS COS INC	WMB UN Equity	28,1	USD	16.187,3	Nafra in plin	32,5	22,5	11,5	0,3	3,9	4,1	15,9	8,0	9,3	9,6	15,3	0,3	
WOODSIDE PETROLEUM LTD	WPL AN Equity	55,8	AUD	38.408,8	Nafra in plin	61,7	40,1	26,8	0,4	11,0	2,0	22,2	56,1	31,2	13,9	14,2	16,4	
XTO ENERGY INC	XTO UN Equity	45,8	USD	25.153,5	Nafra in plin	72,6	50,3	28,9	0,4	10,6	2,3	24,5	11,4	36,2	7,9	8,8	19,1	
<i>Vsi podatki iz čezca poslovnega razdida so izracunani za zadnjih 12 mesecov sledčetih podatku). Vsi podatki iz bilance stanja se nanašajo na zadnje zbrane podatke (sledčet podatku). WACC in strošek lastniškega kapitala sta izracunana na podlagi modela CAPM. ROIC je izračunan kot NOPPLT, deljen z dolgoročnim finančnim dogom in lastniškim kapitalom.</i>																		
<i>Dolgoročna rast je napoved analitično za naslednjih 3 do 5 let, uvrščena v Bloombergov sistem napovedi. Kapitalski intenzivnost je izračunana kot amortizacijo, deljeno z EBITDA-jem.</i>																		
<i>Vir: Bloomberg. Cenjem podatkov na dan 18.08.2008, lastni prikaz.</i>																		

Tabela 5. Seznam podjetij in osnovni podatki v sektorju finance v okviru indeksa S&P/JP200.

Podjetje	Symbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v milu	Tržna kapitalizacija v milu	Dejavnost	EBITDA marža v %	Neto marža v %	Obrat v %	ROE v %	D/E	ROE v %	Delež dajčica v stopnji	Efektivna stopnja WACC v %	Izboljšava lastniškega ROIC v %	Dolgoročno ROIC v %	Capitalizacija v %	Intenzivnost a rast	
31 GROUP PLC	III LN Equity	904.5	GBP	3.467.70	Kapitalistički trgi	neg.	57.5	66.2	0.2	120	1.7	19.9	7.9	9.7	12.4	5.0	5.0		
AMERICAN CAPITAL LTD	ACAS LN Equity	22.8	USD	4.709.4	Kapitalistički trgi	neg.	69	1.9	13.0	92.4	16.3	14.3	10.0	13.4	12.3	14.0	7.2		
AMERICAPITAL FINANCIAL INC	AMP LN Equity	44.7	USD	9.980.5	Kapitalistički trgi	27.8	9.8	0.1	1.4	7.3	10.0	39.7	34.4	7.9	11.4	11.0	0.1		
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	BKLN LN Equity	37.1	USD	42.553.6	Kapitalistički trgi	57.1	12.1	0.1	1.4	12	0.5	30.3	17.9	36.0	4.6	13.7	-2.2		
CREDIT SUISSE GROUP AG-REG	CSGN VY Equity	52.0	CHF	6.034.10	Kapitalistički trgi	5.5	4.0	1.2	0.6	59	0.0	0.3	18.3	5.3	64.5	49.8	2.5	13.4	
DAWAH SECURITIES GROUP INC	DBK JV Equity	892.0	JPY	1.282.961.0	Kapitalistički trgi	7.1	4.2	4.0	0.1	0.4	51.5	18.6	34.8	5.2	5.7	12.8	-1.4		
DEUTSCHE BANK AG-REGISTERED	ETFCU LN Equity	60.9	EUR	32.236.3	Kapitalistički trgi	3.2	3.3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8.6	16.4	10.7		
E*TRADE FINANCIAL CORP	ETFCU LN Equity	3.1	USD	1.665.4	Kapitalistički trgi	35.9	30.1	18.7	1.4	26.3	1.5	39.4	38.1	37.0	10.9	11.0	12.2		
FEDERATED INVESTORS INC-CCL B	FII LN Equity	31.6	USD	3.194.8	Kapitalistički trgi	40.3	37.1	26.2	0.7	18.2	1.4	25.3	8.4	28.2	13.3	13.5	11.1		
FRANKLIN RESOURCES INC	BENJ LN Equity	105.5	USD	24.710.0	Kapitalistički trgi	69.0	17.5	11.8	0.1	26.9	1.2	31.5	5.6	32.4	3.7	14.2	14.5		
GOLDMAN SACHS GROUP INC	JNS LN Equity	163.2	USD	69.775.8	Kapitalistički trgi	39.1	26.6	12.2	0.3	3.3	1.8	5.8	3.8	32.8	11.4	13.2	20.4		
JANUS CAPITAL GROUP INC	BAER VY Equity	27.0	USD	4.321.3	Kapitalistički trgi	29.8	25.2	19.2	0.1	2.3	6.2	14.1	11.2	23.8	10.8	14.1	8.7		
JULIUS BAER HOLDING AG-REG	LEGG MASON INC	69.2	CHF	14.666.9	Kapitalistički trgi	30.6	24.5	1.0	2.5	1.6	4.1	51.0	48.3	9.0	12.9	12.8	0.1		
LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC	LMH LN Equity	16.2	USD	11.228.5	Kapitalistički trgi	75.3	neg.	0.7	30.3	20.9	8.5	3.4	18.5	11.4	11.4	0.0			
MACQUARIE GROUP LTD	MOGAN Equity	50.6	AUD	14.139.9	Kapitalistički trgi	13.0	12.0	13.2	0.1	1.1	19.6	22.2	55.3	14.4	8.5	19.0	7.5	0.1	
MAN GROUP PLC	EMG LN Equity	52.20	GBP	8.777.5	Kapitalistički trgi	65.5	60.2	n.p.	11.3	6.6	75.1	43.7	17.4	12.3	12.5	26.1	15.0	0.1	
MEDIOBANCHE SPA	NB LN Equity	9.8	EUR	8.016.0	Kapitalistički trgi	84.0	23.9	29.9	0.1	1.8	7.2	13.1	55.9	16.2	5.8	12.0	11.1	0.1	
MERRILL LYNCH & CO INC	MER LN Equity	26.3	USD	40.262.2	Kapitalistički trgi	65.9	neg.	neg.	0.1	0.7	0.4	0.3	33.6	9.8	48.9	4.5	16.0	7.3	
MORGAN STANLEY	MNSN LN Equity	40.9	USD	45.336.5	Kapitalistički trgi	50.5	0.2	0.7	0.4	neg.	neg.	neg.	4.77	-5.1	2.3	13.8	15.5	12.4	
NOMURA HOLDINGS INC	8604 JI Equity	162.30	JPY	2.984.096.0	Kapitalistički trgi	50.5	neg.	neg.	0.1	1.52	16.6	0.1	1.1	15.2	31.4	36.7	8.7	12.3	
NORTHERN TRUST CORP	SDR LN Equity	103.50	GBP	2.894.1	Kapitalistički trgi	25.7	24.6	22.2	0.2	5.0	3.8	19.1	28.3	23.0	15.1	15.5	15.1		
SCHROEDERS PLC	SCHW B (CHARLES) CORP	23.2	USD	26.885.3	Kapitalistički trgi	46.6	36.2	43.0	0.1	5.3	10.5	55.1	133.8	39.5	11.7	13.1	18.9		
STATE STREET CORP	STT LN Equity	69.3	USD	29.898.5	Kapitalistički trgi	22.3	21.2	12.8	0.1	1.0	13.5	13.6	25.4	3.3	16.0	12.1	0.0		
T ROWE PRICE GROUP INC	TROW UW Equity	60.3	USD	15.802.3	Kapitalistički trgi	48.2	45.6	28.3	0.8	22.6	1.1	25.8	29.7	37.9	13.3	13.3	14.6		
UBS AG-REG	UBSN VY Equity	22.5	CHF	6.100.1	Kapitalistički trgi	64.0	neg.	neg.	0.1	1.1	16.6	0.1	1.1	15.2	31.4	4.4	14.8		
ALLIANCE & LEICESTER PLC	ALBK ID Equity	33.75	GBP	1.420.9	Poslovne banke	10.3	10	0.4	0.4	39.8	1.9	91.3	21.5	5.1	12.4	-25.7	0.1		
ALLIED IRISH BANKS PLC	ALPHAGA Equity	8.7	EUR	7.335.8	Poslovne banke	20.1	18.1	15.7	0.1	12	19.3	22.4	35.7	17.6	5.6	12.9	-2.0	0.1	
ALPHA BANK A.E.	ANGL ID Equity	18.0	EUR	7.364.7	Poslovne banke	31.0	23.7	18.5	0.1	1.6	14.9	24.3	47.4	21.6	7.2	12.3	12.7	0.2	
ANGLO IRISH BANK CORP PLC	ANGL ID Equity	6.1	EUR	4.642.8	Poslovne banke	21.8	17.9	1.0	0.1	1.2	25.3	14.9	18.9	6.7	15.1	16.4	16.4		
AUST AND NZ BANKING GROUP	ANZLN Equity	16.8	AUD	33.179.9	Poslovne banke	18.6	16.0	11.9	0.1	1.1	18.1	20.6	61.0	28.1	7.6	14.5	5.8	0.1	
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	BMP IM Equity	1.8	EUR	12.204.5	Poslovne banke	14.7	8.2	10.5	0.1	0.9	19.5	19.5	90.6	40.9	4.1	12.7	13.8	0.4	
BANCO POPOLARE DI MILANO	BPP IM Equity	6.9	EUR	2.857.5	Poslovne banke	21.8	15.5	8.8	0.1	0.8	12.3	9.5	51.3	4.6	13.5	5.5	0.3		
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTIA	BBVA SQ Equity	11.7	EUR	43.701.3	Poslovne banke	28.6	21.7	16.2	0.1	1.3	18.8	25.2	44.4	24.1	5.6	13.1	10.0		
BANCO BANDESCO SA-PREF	BOPC BS Equity	30.2	BRL	87.798.3	Poslovne banke	14.1	12.2	10.2	0.3	2.6	11.0	22.6	26.0	10.7	6.0	15.1	10.0	0.4	
BANCO COMERCIAL PORTUGUES-R	BCP PL Equity	1.2	EUR	5.469.4	Poslovne banke	14.3	8.2	5.8	0.1	0.6	22.6	13.8	35.2	24.4	7.4	12.1	12.7		
BANCO DE CHILE	CHILE CC Equity	36.1	CLP	2.919.764.0	Poslovne banke	27.1	19.9	16.0	0.1	1.8	14.5	25.7	66.6	10.3	8.0	11.6	6.0	0.3	
BANCO SABADELL SA	SAB SQ Equity	5.5	EUR	6.695.4	Poslovne banke	24.3	18.1	15.5	0.1	1.1	17.0	17.9	43.8	17.5	5.5	11.9	11.3	0.3	
BANCO ESPIRITO SANTO-REG	BES PL Equity	9.3	EUR	4.950.0	Poslovne banke	19.1	13.6	9.9	0.1	1.0	14.5	13.8	39.2	19.4	5.0	12.1	9.8	0.3	
BANCO ITALIA HOLDING FIN+PREF	ITALIA BS Equity	31.3	BRL	89.584.1	Poslovne banke	37.7	22.4	18.1	0.2	3.4	9.6	32.3	33.8	8.8	12.9	10.8	0.4		
BANCO POPOLARE SCARL	BP IM Equity	12.9	EUR	8.236.6	Poslovne banke	29.3	23.7	18.8	0.1	1.3	16.8	21.4	47.4	28.7	5.0	13.1	9.4	0.2	
BANCO SANTANDER SA	POP SQ Equity	7.4	EUR	8.957.7	Poslovne banke	56.6	39.8	32.7	0.0	1.0	17.4	20.0	25.5	17.2	11.9	5.4	12.9	9.9	
BANCO SANTANDER-CHILE-ADR	SAN LN Equity	41.8	USD	7.581.4	Poslovne banke	15.1	14.0	12.9	0.1	0.9	29.3	25.5	37.2	11.9	5.4	12.6	5.7	0.1	
BANK OF IRELAND	BKR ID Equity	6.0	EUR	6.079.8	Poslovne banke	14.4	10.6	9.7	0.1	0.6	24.0	14.6	64.8	4.0	5.5	8.5	4.7	0.3	
BANK OF MONTREAL	BMO CT Equity	47.2	CAD	23.320.8	Poslovne banke	20.0	18.0	14.2	0.1	1.0	23.2	23.4	43.1	18.7	6.0	9.3	6.5	0.1	
BANK OF NOVA SCOTIA	BNS CT Equity	48.9	CAD	4.836.01	Poslovne banke	17.7	15.2	9.6	0.1	0.8	28.6	21.7	32.8	24.6	5.0	14.5	7.4	0.1	
BANKINTER SA	BKT SQ Equity	7.0	EUR	2.837.2	Poslovne banke	15.6	14.0	8.7	0.0	0.4	51.3	20.5	51.0	20.5	5.1	14.9	15.0	0.1	
BARCLAYS PLC	BBT LN Equity	30.1	USD	16.534.1	Poslovne banke	29.8	23.0	16.0	0.1	1.4	10.4	14.2	56.9	30.9	6.0	13.0	6.8	0.2	
BNP PARIBAS	BNP FP Equity	61.2	EUR	55.795.8	Poslovne banke	13.3	10.4	7.7	0.1	0.5	34.0	17.0	38.8	22.5	4.2	13.8	5.2	0.2	
BOC HONG KONG HOLDINGS LTD	2388 HK Equity	18.9	HKD	20.037.0	Poslovne banke	31.1	27.6	23.7	0.1	1.6	11.2	17.4	62.6	17.3	11.1	14.0	7.9	0.1	
CAN IMPERIAL BK OF COMMERCE	CMC CT Equity	61.2	CAD	23.304.7	Poslovne banke	neg.	neg.	neg.	0.1	10	30.5	29.9	33.1	6.1	9.8	-0.7	neg.		
CHINA CONSTRUCTION BANK-H	939 HK Equity	6.0	HKD	1.409.350.0	Poslovne banke	43.3	32.0	22.0	0.1	1.2	16.0	18.4	67.5	31.4	12.5	17.7	28.5	0.3	
COMMERCIAL BANK AG	CMB UN Equity	30.4	USD	4.675.2	Poslovne banke	4.7	6.1	6.1	0.1	0.3	42.1	13.1	34.3	5.76	30.7	5.4	13.5	4.5	0.3
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	CBAN LN Equity	21.2	EUR	13.902.4	Poslovne banke	22.7	20.5	14.8	0.1	1.1	17.8	19.7	75.2	29.8	8.4	14.8	6.7	0.1	
CREDIT AGRICOLE SA	ACA FP Equity	14.3	EUR	31.725.4	Poslovne banke	10.2	6.1	6.8	0.0	0.3	35.6	10.7	49.5	5.53	4.6	13.9	6.6	0.4	
DANSKE BANK A/S	DANSKE DC Equity	146.5	DKK	102.200.1	Poslovne banke	13.5	10.8	8.4	0.1	0.5	30.3	14.9	40.1	23.3	4.6	9.3	3.8	0.2	
DBS GROUP HOLDINGS LTD	DBS SP Equity	184	SGD	2.979.70	Poslovne banke	30.1	27.8	21.8	0.0	1.1	11.0	11.7	46.0	19.2	6.7	12.1	9.0	0.1	
DEXIA SA	DEXIA BB Equity	9.3	EUR	10.731.5	Poslovne banke	20.6	19.2	19.0	0.1	1.1	20.3	21.5	40.6	17.4	42.0	5.0	15.0	5.8	0.1
DNB NOR ASA	DNB NOR NO Equity	63.5	NOK	84.490.2	Poslovne banke	20.6	19.0	19.0	0.1	1.1	20.3	21.5	40.6	13.7	6.7	9.8	3.6	0.1	
EFGI EUROBANK ERGASIAS	EFGI GA Equity	15.0	EUR	7.913.9	Poslovne banke	40.8	14.4	9.1	0.1	0.6	23.3	14.2	20.3	19.1	5.7	12.7	15.3	0.4	
ERSTE GROUP BANK AG	EBS AV Equity	40.8	EUR	12.927.7	Poslovne banke	22.5	14.4	9.1	0.1	0.5	24.2	12.7	52.2	17.3	11.1	14.0	18.7	0.4	
FIFTH THIRD BANCORP	FITB UW Equity	15.1	USD	8.703.4	Poslovne banke	neg.	neg.	neg.	0.1	1.0	11.0	11.2	85.0	4.6	9.3	13.0	5.3	0.5	
FIRST HORIZON NATIONAL CORP	FHN UN Equity	11.3	USD																

nadlejavanje

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mil.	Tržna kapitalizacija v mil.	Dejavnost		EBITDA marža v %	EBIT marža v %	Neto obrat v %	Obrat Marža v %	Neto sredstev	ROA v %	D/E	ROE v %	Izboljšanja v stopnji v %	WACC v %	Izboljšanja v stopnji v %	Delež lastnišča v %	Efektivna davačica v %	Dolgoročni ROIC v %	Kapitalna intenzivnost v %	Dolgoročni ROIC v % na rast v %	
						Poslovne banke	Poslovne banke																	
HBOS PLC	HBOS LN Equity	3020	Gbp	16.8522	103.1404	Poslovne banke	19.0	9.3	8.2	0.1	0.6	30.0	19.2	45.1	12.2	5.6	14.0	6.7	6.7	0.5				
HSBC HOLDINGS PLC	HSBA LN Equity	889/3	Gbp	103.1404	2.9182	Poslovne banke	15.5	13.8	11.2	0.1	0.9	17.8	16.2	55.6	15.0	6.0	10.4	13.6	13.6	0.5				
HUNTINGTON BANCSHARES INC	HBN UN Equity	17.6	EUR	3.5194		Poslovne banke	37.0	17.6	3.2	0.1	0.2	60.0	9.6	22.1	9.3	5.5	17.9	17.9	15.8	0.5				
HYPOTH ESTATE HOLDING	HRX EY Equity					Poslovne banke	1.12	1.16	2.8	0.1	0.2	60.0	9.6	24.7	5.5	5.5	13.6	13.6	13.6	0.5				
IND & COMM BK OF CHINA - H	1398 HK Equity	5.1	HKD	1.722.8370		Poslovne banke	36.7	29.1	20.9	0.0	1.0	16.1	16.2	54.5	28.8	11.9	16.2	16.2	16.2	0.5				
INTERSA SANPAOLO	ISP IM Equity	3.8	EUR	47.7829		Poslovne banke	37.8	24.8	25.9	0.0	1.3	10.7	13.5	149.2	50.7	5.4	12.9	12.9	13.3	0.3				
KBC BB Equity	KBC BB Equity	66.9	EUR	2.559.56		Poslovne banke	15.5	13.2	10.1	0.1	1.0	19.9	19.1	39.1	20.8	5.1	12.7	12.7	9.0	0.1				
KEYCORP	KEY UN Equity	11.7	USD	20.451.950		Poslovne banke	27.6	13.9	neg.	0.1	1.0	12.4	11.9	76.3	128.2	4.0	12.8	12.8	6.0	0.5				
KOOKMIN BANK	KRR UN Equity	60800.0	KRW	104.1178		Poslovne banke	20.5	16.9	0.1	1.3	1.3	17.8	29.7	38.8	7.5	13.8	4.6	13.8	13.8	4.6	0.2			
LLOYDS TSB GROUP PLC	LLOY LN Equity	307.5	Gbp	17.714.3		Poslovne banke	9.3	11.1	0.1	0.9	3.0	28.2	61.6	9.9	6.2	13.0	6.5	6.5	6.5	0.5				
M & T BANK CORP	MTB UN Equity	74.5	USD	8.212.5		Poslovne banke	26.7	19.9	13.9	0.1	1.1	9.6	10.3	43.1	32.2	6.1	11.1	11.1	6.9	0.3				
MARSHALL & LSLEY CORP	MIL UN Equity	15.8	USD	4.098.91		Poslovne banke	6.4	neg.	12.7	0.2	0.8	17.5	63.1	5.7	14.1	14.1	7.7	7.7	0.1					
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	8306 JT Equity	845.0	JPY	9.178.0890		Poslovne banke	23.6	17.9	10.7	0.0	0.3	24.3	8.0	23.2	29.5	3.3	14.1	14.1	8.2	0.2				
MIZUHIB FINANCIAL GROUP INC	4770000	JPY	5.436.0130		Poslovne banke	14.2	13.1	7.9	0.0	0.2	38.9	7.4	39.1	31.0	1.8	14.5	14.5	3.0	0.1					
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	NAB AN Equity	24.9	AUD	42.053.6		Poslovne banke	14.7	12.0	10.4	0.1	0.8	21.5	17.6	68.9	72.1	7.0	14.0	14.0	8.6	0.2				
NATIONAL BANK OF CANADA	NAC CT Equity	50.0	CAD	7.952.5		Poslovne banke	11.1	8.3	7.6	0.1	0.5	26.8	12.1	70.0	8.1	5.1	8.9	8.9	11.7	0.3				
NATIONAL BANK OF GREECE	ETE GA Equity	303	EUR	15.028.8		Poslovne banke	3.5	25.4	21.7	0.1	1.8	10.5	19.3	43.4	14.2	9.7	14.3	14.3	18.0	0.2				
NATIONAL CITY CORP	NCC UN Equity	5.2	USD	3.956.7		Poslovne banke	neg.	neg.	0.2	10.6	2.2	314.9	5.2	10.7	-0.1	-0.1								
NORDDE BANK AB	NDA UN Equity	88.4	SEK	229.589.7		Poslovne banke	20.4	20.2	16.1	0.1	0.9	22.7	19.3	41.6	20.8	4.8	10.7	10.7	2.7	0.0				
OVERSEAS-CHINESE BANKING CORP	OCCB SP Equity	8.3	SGD	25.794.2		Poslovne banke	32.7	32.1	27.0	0.0	1.3	12.0	15.2	41.7	16.3	6.2	10.2	10.2	5.4	0.0				
PNC FINANCIAL SERVICES GROUP	PNC UN Equity	71.8	USD	24.861.2		Poslovne banke	24.3	16.5	9.6	0.1	1.2	9.4	11.4	54.9	32.7	6.4	11.6	11.6	7.7	0.2				
REGIONS FINANCIAL CORP	RF UN Equity	9.1	USD	6.322.7		Poslovne banke	19.5	16.1	12.8	0.1	0.5	26.2	24.9	43.0	18.0	5.8	9.6	9.6	5.5	0.2				
ROYAL BANK OF CANADA	RBY CT Equity	47.1	CAD	6.952.4		Poslovne banke	60.4	neg.	n.p.	0.1	0.5	29.7	1.1	43.7	10.6	5.6	14.0	14.0	11.7	0.5				
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	RBS LN Equity	230.3	GBP	37.176.4		Poslovne banke	54.7	3.0	14.8	0.0	0.6	19.5	10.5	9.6	15.6	3.0	12.0	12.0	12.0	0.9				
SHINHAN FINANCIAL GROUP LTD	056550 KP Equity	384.0	JPY	19.493.020.0		Poslovne banke	14.8	13.1	10.0	0.1	0.6	29.6	19.0	32.8	19.9	5.4	12.9	12.9	-1.4	0.1				
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANK-A	SEBA SS Equity	123.5	SEK	84.655.6		Poslovne banke	3.1	0.2	neg.	0.1	0.1	37.3	3.4	50.0	4.0	16.2	8.5	8.5	0.9					
ST GEORGE BANK LIMITED	SGB AN Equity	300	AUD	16.967.6		Poslovne banke	19.3	16.7	11.0	0.1	1.0	22.8	22.8	37.4	35.9	8.1	15.7	15.7	5.6	0.1				
STANDARD CHARTERED PLC	SDA UN Equity	1424.0	GBP	20.251.7		Poslovne banke	24.4	19.6	14.2	0.1	1.0	15.9	15.1	52.4	26.1	7.4	13.6	13.6	14.7	0.2				
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	8316 LN Equity	10.277.5	JPY	5.531.454.0		Poslovne banke	44.2	26.3	14.6	0.0	0.4	31.5	13.2	20.5	41.6	3.1	14.4	14.4	13.0	0.4				
SUMITOMO TRUST & BANKING CO	676.0	JPY	1.132.387.0		Poslovne banke	23.2	19.7	11.8	0.0	0.4	18.8	7.1	34.6	40.2	8.0	13.2	13.2	8.0	0.1					
SUNTRUST BANKS INC.	43.0	USD	15.194.5		Poslovne banke	51.8	32.3	20.2	0.0	0.7	19.1	12.4	57.6	28.1	6.4	14.7	14.7	10.0	0.4					
SVENSKA HANDELSBANKEN ASHS	SHIBA SS Equity	169.5	SEK	9.940.23		Poslovne banke	16.5	16.1	18.0	0.0	0.9	25.9	22.0	77.6	28.9	4.0	10.3	10.3	3.7	0.0				
SWEDBANK AB - A SHARES	SWEDA SS Equity	127.3	SEK	6.581.3		Poslovne banke	18.4	16.9	13.5	0.1	0.8	23.1	18.8	38.7	35.9	8.1	15.7	15.7	4.6	0.1				
TORONTO-DOMINION BANK	TD CT Equity	62.4	CAD	50.240.8		Poslovne banke	24.0	18.0	15.8	0.1	1.0	20.2	19.8	38.1	16.1	6.0	9.0	9.0	5.9	0.2				
UBI BANCA SPOA	16.1	EUR	10.277.5		Poslovne banke	22.2	15.3	12.3	0.1	0.7	10.4	7.7	0.0	39.6	4.6	11.4	11.4	15.0	0.3					
UNIBANCO-UNITS	19.4	BRL	23.147.0		Poslovne banke	16.1	15.8	12.2	0.2	0.7	11.7	31.1	31.1	40.2	8.0	13.3	13.3	11.9	0.0					
UNICREDIT SPA	3.8	USD	50.289.0		Poslovne banke	51.8	32.3	20.2	0.0	0.7	19.1	12.4	57.6	28.1	6.4	14.7	14.7	10.0	0.4					
UNITED OVERSEAS BANK LTD	UOB SP Equity	19.3	SGD	24.411.8		Poslovne banke	34.2	30.9	23.9	0.1	1.3	10.4	13.0	44.0	20.8	4.8	10.7	10.7	8.8	0.1				
US BANCORP	50.014.0	USD	31.6	USD	33.613.4		Poslovne banke	37.7	30.8	19.9	0.1	1.1	21.2	6.0	66.0	30.1	5.7	12.3	12.3	4.6	0.1			
WACHOVIA CORP	WB UN Equity	156	USD	5.474.73		Poslovne banke	30.8	neg.	neg.	0.9	1.0	20.2	19.1	34.3	13.4	1.5	11.4	11.4	4.1	2.7				
WELLS FARGO & CO	WFC UN Equity	230.0	USD	43.473.7		Poslovne banke	19.8	19.3	16.7	0.1	1.0	22.5	22.9	70.4	27.3	7.7	13.6	13.6	9.3	0.4				
WESTPAC BANKING CORP	8891 UN Equity	280	USD	3.009.9		Poslovne banke	27.1	19.7	9.7	0.1	1.0	10.2	9.8	37.8	26.9	5.5	12.4	12.4	8.5	0.3				
ZIONS BANCORPORATION	353.350.7	JPY	45.287.1		Osobne finance	50.0	15.3	4.1	0.2	0.9	4.7	4.2	31.8	60.4	3.6	10.5	10.5	9.0	0.6					
AMERICAN EXPRESS CO	COF UN Equity	44.0	USD	16.513.6		Osobne finance	64.3	18.2	5.9	0.2	1.1	6.0	6.3	16	34.4	6.7	13.6	13.6	12.1	0.3				
CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	8283 JT Equity	2385.0	JPY	43.979.51		Osobne finance	59.4	17.0	5.2	0.2	1.0	3.3	3.2	177.6	4.9	10.9	10.9	10.9	-22.0	0.6				
CREDIT FAISON CO LTD	DISCOVER FINANCIAL SERVICES	362	AUD	6.197.3		Finančne storitve	80.7	56.5	39.7	0.1	4.5	3.0	13.3	90.0	29.5	13.2	18.3	18.3	10.7	0.0				
ORK CORP	8291 JT Equity	307	USD	139.995.5		Osobne finance	68.1	45.2	14.9	0.3	4.2	8.2	34.0	30.3	18.8	13.5	24.1	24.1	6.9	0.0				
PROMISE CO LTD	8574 JT Equity	2620.0	JPY	1.276.115.0		Osobne finance	83.7	31.8	28.5	0.1	2.0	7.0	13.8	16.0	39.6	4.2	13.4	13.4	7.7	0.5				
PROVIDENT FINANCIAL PLC	8995 Gbp					Osobne finance	25.7	13.6	9.2	0.7	neg.	neg.	neg.	102.9	26.8	8.9	11.6	13.9	13.9	0.2				
SLM CORP	7.546.9	USD	101.012.0		Osobne finance	80.4	neg.	neg.	0.2	17.1	3.1	3.1	29.7	5.0	15.9									

nadljevanje

	Podjetje	Symbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mil.	Dajavnost	EBITDA marža v %	Neto marža v %	Obret Marža v %	ROA v %	ROE v %	D/E	Izboljšava davičila v stopnji	Efektivna WACC v %	Dolgoročni ROI v %	Univerzalna lastništvo	Kapitalna rast v %		
ING GROEP NV-CVA	INGA.NA Equity	22,3	EUR	45.068,2	54,1	5,7	0,1	0,7	33,5	24,5	5,3	14,2	36,1	15,4	4,0	0,0			
INTERCONTINENTALEXCHANGE INC	ICE UN Equity	87,0	USD	6.145,8	72,0	66,3	43,1	14,6	1,7	24,9	30,1	34,3	12,2	12,4	25,9	24,7	0,1		
INVESTOR AB-B SHS	INVES.B Equity	134,0	SEK	100,207,1	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,4	10,8	11,9	4,1	7,6	5,0		
JP MORGAN CHASE & CO	JPM UN Equity	38,1	USD	130.848,9	Finančne storitve	23,0	13,3	9,7	0,1	1,1	12,2	12,9	33,6	30,5	4,8	14,1	7,6	0,4	
LEUCADIA NATIONAL CORP	LUK UN Equity	43,8	USD	10.205,3	Finančne storitve	0,5	45,0	0,2	7,2	1,4	10,2	11,6	11,3	12,0	11,3	12,0	7,4		
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	LSE LN Equity	769,5	Gbp	2.108,1	Finančne storitve	61,7	52,9	31,8	0,1	1,8	37,5	24,0	11,4	12,8	41,3	13,3	0,1		
MOODY'S CORP	MCO UN Equity	40,0	USD	9.755,3	Finančne storitve	51,2	48,5	26,7	1,6	4,3	10,6	38,9	11,8	13,1	49,5	15,0	0,0		
NYSE EURONEXT	NYX UN Equity	42,7	USD	11.347,6	Finančne storitve	32,9	26,7	17,4	0,4	6,4	18	11,6	31,0	26,1	11,9	13,0	15,6	0,2	
AEGON INV	AGN NA Equity	8,2	USD	122.771,1	Zavarovalništvo	14,6	9,4	5,6	0,1	0,8	18,0	14,6	23,6	19,3	13,9	13,8	3,4	0,4	
AFLAC INC	AFL UN Equity	56,3	USD	26.339,3	Zavarovalništvo	16,5	10,7	0,2	2,6	7,3	19,1	23,9	34,7	9,0	9,3	14,4	4,4		
ALLEAUN ASSICURAZIONI	ALI UN Equity	6,6	EUR	5,579,2	Zavarovalništvo	15,8	9,7	0,1	0,7	1,3	100,0	16,0	7,6	11,6	8,0	4,8	0,0		
ALLIANZ SE-REG	ALV GX Equity	110,8	EUR	49.984,7	Zavarovalništvo	15,3	14,4	5,3	0,8	21,6	31,1	28,5	4,7	13,2	2,8	0,1			
ALLSTATE CORP	ALL UN Equity	46,2	USD	25.012,7	Zavarovalništvo	8,7	9,4	6,3	0,5	3,0	7,2	21,2	19,4	23,6	8,6	9,6	7,8	0,1	
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	AIG UN Equity	23,0	USD	61.816,3	Zavarovalništvo	2,4	neg.	0,6	0,6	1,3	31,7	6,6	13,4	11,4	11,4	7,3			
AMP LTD	AMP AN Equity	6,8	AUD	12.665,3	Zavarovalništvo	19,2	18,2	9,2	0,1	1,0	47,8	45,4	99,9	34,0	16,1	7,0	0,1		
ANCON CORP	ACG UN Equity	47,4	USD	13.161,6	Zavarovalništvo	21,4	0,2	3,5	4,3	15,1	26,2	32,1	9,4	10,3	9,0	11,9	0,2		
ASSICURAZIONI GENERALI	GIM Equity	58,5	USD	32.389,6	Zavarovalništvo	6,9	3,3	0,2	0,8	2,5	2,5	16,5	8,4	32,6	8,9	9,5	8,0		
ASSURANT INC	AIZ UN Equity	531,0	Gbp	14.099,1	Zavarovalništvo	13,4	12,3	7,8	0,3	0,4	22,5	9,7	68,6	9,0	13,3	6,1	0,1		
AVIVA PLC	CFP UN Equity	22,0	EUR	45.387,1	Zavarovalništvo	5,1	6,1	4,1	0,2	0,8	15,6	12,2	47,7	13,9	11,7	15,6	0,1		
AXA ASIA PACIFIC HOLDINGS	AXA UN Equity	4,8	AUD	8.151,8	Zavarovalništvo	15,0	14,0	11,5	0,2	1,8	9,2	16,8	59,3	15,9	16,8	7,7	0,1		
BALOISE HOLDING-REG	BALNVX Equity	106,4	CHF	5.315,0	Zavarovalništvo	13,1	11,7	8,2	0,1	1,2	13,5	16,6	30,3	19,1	7,4	12,1	-1,1	0,1	
CATHAY FINANCIAL HOLDING CO	B2BZT Equity	61,0	TWD	503.989,6	Zavarovalništvo	2,9	2,9	2,9	0,1	1,3	18,5	25,8	2,9	11,8	11,8	10,8	10,8		
CHINA LIFE INSURANCE CO-H	262B HK Equity	27,0	HKD	734.273,4	Zavarovalništvo	31,1	23,5	20,3	0,2	4,6	4,9	22,5	30,5	14,0	19,4	19,4	16,0	0,2	
CHUBBU CORP	CB UN Equity	48,6	USD	17.526,7	Zavarovalništvo	25,7	25,2	18,2	0,3	5,6	3,6	19,8	27,8	9,0	10,2	10,1	10,0		
CINCGRATTI FINANCIAL CORP	CINF UN Equity	28,7	USD	4.668,7	Zavarovalništvo	13,0	12,0	9,3	0,5	2,7	13,4	28,2	12,2	9,8	10,8	10,0	0,1		
FRIENDS-PROVIDENT PLC	FPL UN Equity	93,3	Gbp	2.165,5	Zavarovalništvo	n.p.	n.p.	n.p.	neg.	0,2	1,1	8,4	9,1	14,5	23,3	8,3	5,5	0,0	
GENWORTH FINANCIAL INC-CL A	GHN UN Equity	16,0	USD	6.946,4	Zavarovalništvo	18,4	10,7	4,9	0,2	0,9	18,0	15,5	21,8	20,9	10,5	12,5	9,8		
HARTFORD FINANCIAL SVCS GRP	HIG UN Equity	64,4	USD	19.406,4	Zavarovalništvo	32,9	14,5	10,4	0,1	0,9	13,6	13,6	36,1	13,1	13,2	13,2	0,6		
INSURANCE AUSTRALIA GROUP	IAGAN Equity	3,8	AUD	7.174,9	Zavarovalništvo	14,0	12,4	3,6	0,8	2,9	4,7	13,6	13,6	36,1	11,8	13,2	4,5	0,1	
LEGAL & GENERAL PLC	LGEND UN Equity	104,2	Gbp	6.192,2	Zavarovalništvo	46	4,6	8,8	0,0	0,3	4,1	13,3	10,2	12,8	7,4	10,8	7,4	0,1	
LINCOLN NATIONAL CORP	LNC UN Equity	50,4	USD	12.936,4	Zavarovalništvo	18,0	18,1	8,2	0,1	0,7	15,4	10,2	32,6	10,3	13,2	10,9	0,1		
LOEW'S CORP	LUN Equity	42,4	USD	18.489,0	Zavarovalništvo	28,6	25,8	37,8	0,1	3,3	4,5	14,6	5,4	31,5	8,9	10,7	11,7	0,0	
MANULIFE & FINANCIAL CORP	MFC-CT Equity	37,5	CAD	55.987,2	Zavarovalništvo	19,8	19,0	12,0	0,1	1,2	14,8	17,6	31,9	8,6	9,4	11,7	0,0		
MARSH & MCLENNAN COS	MMC UN Equity	31,9	USD	16.381,5	Zavarovalništvo	11,9	8,5	16,0	0,9	14,0	2,6	36,3	7,6	9,1	10,0	6,7	10,6	0,3	
MBIA INC	MED IM Equity	11,2	USD	3.066,6	Zavarovalništvo	10,3	4,3	0,2	1,0	24,8	23,6	68,6	23,0	7,9	14,0	6,0	6,0	6,0	
METLIFE INC	MET UN Equity	54,1	USD	38.377,7	Zavarovalništvo	13,1	12,3	7,0	0,1	0,8	16,3	12,9	13,1	27,3	8,6	11,6	11,5	0,1	
MITSUBISHI SUMITOMO INSURANCE GR	MUZ2 Equity	106,9	EUR	2.226,6	Zavarovalništvo	9,1	6,8	0,3	0,3	0,3	0,5	15,2	29,2	32,5	11,8	11,8	13,9		
NIPONKOIA INSURANCE CO LTD	9754-JT Equity	736,0	JPY	601.122,9	Zavarovalništvo	2,6	1,9	0,9	0,3	0,3	5,3	1,4	63,6	32,5	11,8	11,8	1,6		
OLD MUTUAL PLC	OML LN Equity	97,2	Gbp	5.132,7	Zavarovalništvo	14,3	11,6	6,6	0,1	0,7	17,8	12,8	24,3	28,7	6,8	15,3	9,0		
PRINCIPAL FINANCIAL GROUP	PFG UN Equity	48,9	USD	12.680,6	Zavarovalništvo	11,4	6,8	6,1	0,1	0,6	18,7	10,8	29,2	13,6	12,8	13,7	0,4		
PROGRESSIVE CORP	PGR UN Equity	18,5	USD	12.524,7	Zavarovalništvo	11,5	10,6	6,9	0,9	3,2	3,3	20,1	127,5	28,9	9,0	9,8	9,2	0,1	
PRUDENTIAL FINANCIAL INC	PRU UN Equity	73,8	USD	31.491,3	Zavarovalništvo	9,4	8,6	7,4	0,1	0,8	20,2	16,0	14,7	19,9	7,1	12,8	12,9		
PRUDENTIAL PLC	PRU UN Equity	556,0	Gbp	13.881,0	Zavarovalništvo	neg.	neg.	1,3	0,4	0,5	37,2	17,5	56,9	9,6	14,3	10,7	0,0		
QE INSURANCE GROUP LIMITED	OBE AN Equity	24,1	AUD	21.382,7	Zavarovalništvo	24,7	24,0	16,6	0,3	5,4	4,8	26,1	55,5	24,1	15,1	16,1	6,3		
RSA INSURANCE GROUP PLC	RSA LN Equity	146,6	Gbp	4.843,8	Zavarovalništvo	13,6	12,3	9,8	0,3	0,3	2,8	7,9	21,8	37,5	11,8	13,9	4,3		
SAFECO CORP	SAF UN Equity	67,7	USD	6.086,5	Zavarovalništvo	16,1	15,3	10,2	0,5	5,3	3,7	19,2	21,2	23,3	9,4	9,8	9,0	0,0	
SAMPO OY-JA-HS	9AMSFH Equity	17,0	EUR	9.732,3	Zavarovalništvo	18,8	18,0	13,1	0,8	9,8	5,3	57	54	96,3	22,3	11,1	8,5	0,1	
SOMPO JAPAN INSURANCE INC	8755-JT Equity	1012,0	JPY	999.596,3	Zavarovalništvo	5,8	5,1	3,2	0,1	0,9	5,3	4,7	33,0	32,7	10,9	12,7	-10	0,1	
STANDARD LIFE PLC	SL LN Equity	242,8	Gbp	5.291,4	Zavarovalništvo	-5,8	-3,2	-10,0	0,0	0,3	46,5	15,4	42,4	8,8	8,8	13,3	6,0		
SUN LIFE FINANCIAL INC	SL FCT Equity	40,0	CAD	22.378,7	Zavarovalništvo	16,2	11,6	0,1	1,2	11,6	1,1	33,9	14,1	33,9	8,4	9,7	11,0		
SUNCORP-METWAY LTD	SUNLN AN Equity	12,8	AUD	12.269,0	Zavarovalništvo	12,3	10,2	7,7	0,2	1,5	8,5	12,7	75,5	27,1	11,2	6,0	6,0		
SWISS LIFE HOLDING AG-REG	SL-HN VV Equity	241,8	CHF	8.453,4	Zavarovalništvo	25,6	23,3	5,7	0,3	1,7	10,7	18,1	0,0	4,0	9,3	11,5	9,5	0,1	
SWISS RE-REG	RUKN VVX Equity	68,2	CHF	24.466,7	Zavarovalništvo	19,0	17,0	8,3	0,2	1,4	37,5	24,0	33,3	13,3	6,3	8,5	8,5	0,1	
T&D HOLDINGS INC	8793-JT Equity	567,0	JPY	1.386.691,0	Zavarovalništvo	6,3	5,4	1,8	0,2	0,3	15,4	4,2	43,6	53,4	10,7	11,6	17,9	0,1	
TOKIO MARINE HOLDINGS INC	3630,0	JPY	2.920.424,0	Zavarovalništvo	8,0	7,2	3,7	0,2	0,6	5,8	3,7	35,6	36,8	9,3	32,3	9,4	10,2	9,3	0,3
TRAVELERS COS INC/THE	TRV UN Equity	44,5	USD	26.287,0	Zavarovalništvo	41,5	23,8	16,3	0,2	4,0	4,5	15,6	9,3	32,3	9,4	10,2	9,3	0,3	
UNUM GROUP	UNM UN Equity	24,8	USD	8.564,8	Zavarovalništvo	13,5	12,9	7,2	0,2	1,3	6,7	8,6	15,7	32,7	10,4	12,6	9,3	0,0	
XI CAPITAL LTD-CLASS A	XLN UN Equity	284,3	CHF	6.253,8	Zavarovalništvo	17,8	17,2	neg.	0,5	4,7	22	132,8	-102,5	10,0	14,6	8,3	8,3	0,0	
ZURICH FINANCIAL SERVICE-REG	ZURN UN Equity	38,0	USD	40.433,4	Zavarovalništvo	18,3	17,2	11,9	0,1	1,5	14,4	21,2	31,1	13,9	9,1	12,0	2,9	0,1	
APARTMENT INVT & MGMT CO-A	AIV UN Equity	101,7	USD	7.836,2	Nepremičniški skladci	57,3	51,5	5,1	0,1	5,7	2,3	12,9	111,9	10,7	13,5	3,3	6,5	0,4	

se nadaljuje

nадлежevanje	Podjedno	Simbol	Cena	Valuta	Tržna kapitalizacija v milu	Dajavnost	EBITDA marza v %			Neto marza v %	Obrat sredstev	ROA v %	DIE	ROE v %	Delež izplatila v %	Efektivna davačka v stopnja	WACC v %	lastništvo a kapitálová rast v %	Dolgočasné ROIC v %	Kapitálska intenzitá
							EBIT	marza v %	Marza v %											
BOSTON PROPERTIES INC	BXP UN Equity	98,4	USD	111914,0	Nepremičniski skadi	619	24,1	35,8	0,4	12,7	3,0	38,4	94,6	100	12,6	7,6	7,6	0,3		
BRITISH LAND CO PLC	BLND LN Equity	754,0	Gbp	3.862,0	Nepremičniski skadi	758	75,8	14,1	0,2	10,6	158,8	8,7	13,6	8,9	11,7	2,7	3,6	0,0		
DEVELOPERS DIVERSIFIED RLTY	DDR UN Equity	33,0	USD	3.986,6	Nepremičniski skadi	646	40,1	6,4	2,9	18,7	744,1	8,7	12,4	5,8	6,0	0,4				
EQUITY RESIDENTIAL	EQR UN Equity	44,9	USD	12.181,9	Nepremičniski skadi	575	64,4	27,7	0,4	1,1	172	18,5	156,8	6,7	14,6	0,1	7,6	0,3		
GENERAL GROWTH PROPERTIES	GGP UN Equity	25,2	USD	6.732,7	Nepremičniski skadi	579	0,4	2,7	0,4	1,1	7,2	1,9	14,6	14,8	18,3	2,6	5,8	0,5		
GOODMAN GROUP	GPI UN Equity	3,8	AUD	5.078,8	Nepremičniski skadi	432	27,4	n.p.	0,1	9,1	1,7	15,4	49,5	138	17,0	2,1	4,2	0,0		
GPT GROUP	GMSLN Equity	934,0	Gbp	3.870,5	Nepremičniski skadi	558	63,4	neg.	1,4	1,7	2,4	78,5	-0,2	8,5	11,0		6,5			
HAMMERSON PLC	HCP UN Equity	35,4	USD	8.829,4	Nepremičniski skadi	751	12,7	58,6	0,1	5,2	3,2	16,7	266,7	8,5	11,8	1,3	7,7	0,3		
HOTEL HOTELS & RESORTS INC	HST UN Equity	14,0	USD	7.277,8	Nepremičniski skadi	264	10,3	11,6	0,5	6,2	2,2	13,7	96,5	9,8	12,3	4,7	6,8	0,4		
KIMCO REALTY CORP	KIM UN Equity	37,1	USD	9.414,9	Nepremičniski skadi	657	19,3	38,8	0,1	5,2	2,3	11,9	109,8	10,0	13,3	2,6	7,8	0,3		
LAND SECURITIES GROUP PLC	LAND LN Equity	1323,0	Gbp	6.135,5	Nepremičniski skadi	415	38,6	neg.	1,9	1,9	1,9	15,5	5,6	13,1	15,3	11,5	3,0	0,1		
MIRVAC GROUP	MGR UN Equity	2,8	AUD	3.213,0	Nepremičniski skadi	203	18,9	39,1	0,2	6,1	2,3	14,1	104,0	10,3	11,7	4,1	3,0	0,1		
PLUM CREEK TIMBER CO	PCL UN Equity	47,9	USD	8.188,4	Nepremičniski skadi	318	23,0	14,9	0,4	6,0	2,6	16,0	49,2	8,6	12,1	4,3	7,0	0,3		
PROLOGIS	PLD UN Equity	104,4	USD	12.451,7	Nepremičniski skadi	98	10,7	11,4	0,5	5,1	1,0	4,2	154,0	10,5	11,7	3,9	6,3	0,2		
PUBLIC STORAGE	PSA UN Equity	88,4	USD	15.193,9	Nepremičniski skadi	610	30,7	53,1	0,1	4,2	1,0	4,2	154,0	10,5	11,7	3,9	6,3	0,6		
SEGRO PLC	SGRO LN Equity	426,8	Gbp	1.863,6	Nepremičniski skadi	797	81,4	neg.	1,9	1,9	1,9	14,7	161,4	9,1	11,8	2,9	2,3	0,0		
SIMON PROPERTY GROUP INC	SFG UN Equity	97,6	USD	21.964,2	Nepremičniski skadi	673	17,1	13,1	0,2	2,2	6,9	14,7	161,4	9,8	13,4	1,9	8,1	0,3		
STOCKLAND	SGP AN Equity	4,9	AUD	7.107,7	Nepremičniski skadi	308	26,7	31,4	0,5	14,7	1,6	23,5	36,3	14,0	16,0	8,9	0,0			
UNIBAL-RODAMCO	UL FP Equity	147,5	EUR	12.107,5	Nepremičniski skadi	neg.	neg.	19,8	0,3	5,3	1,8	59,7	9,4	12,6	-14,8	5,6	neg.			
VORNADO REALTY TRUST	VNO UN Equity	102,2	USD	15.730,6	Nepremičniski skadi	485	10,9	25,1	0,1	2,8	3,4	9,6	115,8	8,6	11,9	1,8	6,0	0,3		
WESTFIELD GROUP	WDC AN Equity	16,4	AUD	31.860,7	Nepremičniski skadi	518	33,3	82,0	0,1	6,9	2,0	13,5	57,5	12,5	14,1	2,8	5,6	0,0		
BROADFIELD ASSET MANAGEMENT LTD	BAMM CT Equity	32,4	CAD	18.928,2	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	345	24,7	6,2	1,5	8,0	12,3	36,6	70	11,3	5,3	13,0	0,2			
CB RICHARD ELLIS GROUP INC-A	CBG UN Equity	15,1	USD	3.047,4	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	110	9,1	4,7	1,4	6,4	5,6	36,0	0,0	37,2	10,8	17,3	8,0	0,2		
CHEUNG KONG HOLDINGS LTD	CKH UN Equity	106,6	HKD	246.903,1	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	453	43,4	n.p.	10,5	1,2	12,9	20,5	4,1	14,3	15,5	20	21,1			
DAW HOUSE INDUSTRY CO LTD	1925 JT Equity	1068,0	JPY	640.716,6	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	73	5,2	0,8	1,0	0,8	2,7	2,0	106,3	48,5	9,2	12,4	6,3	4,0	0,3	
LEND LEASE CORP LIMITED	LLC AN Equity	9,4	AUD	3.786,6	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	30	2,8	4,0	1,4	5,7	2,9	16,3	62,0	21,1	14,8	16,1	5,2	8,1	0,1	
mitsufudosan co.,ltd	8801 JT Equity	2460,0	JPY	3.400.985,0	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	299	22,6	11,0	0,2	2,2	3,2	7,1	25,4	38,8	9,9	14,3	5,3	9,0	0,2	
SUMITOMO REALTY & DEVELOPMENT	8830 JT Equity	2210,0	JPY	2.049.313,0	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	164	13,2	6,4	0,4	2,5	3,6	9,1	20,1	42,7	8,2	14,5	5,2	11,0	0,2	
SUNHUNG KAI PROPERTIES LTD	16 HK Equity	108,9	HKD	1.052.150,0	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	248	22,3	9,1	0,2	2,2	6,7	15,1	13,5	41,8	5,9	15,6	6,2	9,0	0,1	
SWIRE PACIFIC LTD 'A'	19 HK Equity	81,0	HKD	279.255,9	Razvoj in upravljanje z nepremičninami	432	39,2	85,1	0,1	8,7	1,4	12,0	27,0	16,4	154	16,5	4,1	12,2		
FANNIE MAE	FNM UN Equity	7,9	USD	8.515,9	Hipoteckane stolice	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,5	1,4	21,0	18,7	11,4	11,1	12,4	3,3	15,6	0,1
FREDIE MAC	FRE UN Equity	5,9	USD	3.795,0	Hipoteckane stolice	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	50	5,0	19,3	6,7	neg.		
HUDSON CITY BANCORP INC	HCBK UW Equity	18,7	USD	9.717,9	Hipoteckane stolice	25,1	24,0	14,6	0,1	0,7	8,4	6,2	55,9	39,0	4,3	9,7	17,5	0,0		
MGIC INVESTMENT CORP	MTG UN Equity	8,6	USD	1.071,8	Hipoteckane stolice	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	118	20,1	5,7	neg.			
SOVEREIGN BANKCORP INC	SOV UN Equity	10,5	USD	6.945,5	Hipoteckane stolice	23,3	9,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,1	13,9	5,1	neg.	0,6	
WASHINGTON MUTUAL INC	WM UN Equity	4,6	USD	7.759,4	Hipoteckane stolice	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,9	17,0	9,0	neg.			

Dolgočasné rasy je napoveda analitikov za nasledujúci do 12 mesiacov (stredné produkty). WACC je zároveň kladom modela CAPM. ROIC je zároveň na podľa modelu CAPM. Delež lastníctva a kapitálu je určený ako amortizácia, definovaná z EBITDA-om.

Vir: Bloomberg (zjaden počok na dátum 18.08.2008), posledné.

Tabela 6: Seznam podjetij in osnovni podatki v sektorju zdravstva v okviru indeksa S&P/200.

Podjetje		Simbol	Cena	Vredna kapitalizacija v mil.	Trenutna kapitalizacija v mil.	Dejavnost	EBITDA marža v %	Neto marža v %	Obrat v sredstvih	ROA v %	DJE	ROE v %	Djelež izplačila v stopnji	Efektivna WACC v %	Dolgoročni ROI/C v %	Surosek lastništva v kapitalu	Delež vlastništva	Kantitska intenzivnost	
AMGEN INC.	AMGN UN Equity	65.1	USD	68.835,8	68.835,8	Biotehnologija	45,7	37,5	21,1	0,4	9,3	1,9	17,2	0,0	23,2	7,0	v %	13,2	10,2
BIOGEN IDEC INC	BIBB UN Equity	54,7	USD	15.862,4	15.862,4	Biotehnologija	43,6	32,2	19,1	0,4	7,4	1,4	10,1	0,0	31,5	7,9	v %	10,2	13,0
CELGENE CORP	CEGL UN Equity	75,9	USD	34.512,1	34.512,1	Biotehnologija	30,8	26,9	19,7	0,8	15,8	1,8	9,4	0,0	26,3	13,4	13,8	18,0	19,4
CSL LIMITED	CSLN UN Equity	36,5	AUD	20.089,6	20.089,6	Biotehnologija	25,8	17,4	10,6	0,6	6,2	1,3	7,8	0,0	32,6	7,7	7,9	9,3	18,9
GENZYME CORP	GENZ UN Equity	83,1	USD	22.314,4	22.314,4	Biotehnologija	51,4	50,0	37,1	0,9	32,6	11,2	6,1	0,0	32,5	9,9	10,1	36,1	17,0
GILEAD SCIENCES INC	GILD UN Equity	56,3	USD	51.754,4	51.754,4	Biotehnologija	29,3	25,6	15,6	1,1	17,1	1,3	22,9	14,9	30,1	8,5	8,6	13,8	13,8
BARD C.R.I. INC	BCR UN Equity	93,9	USD	9.332,0	9.332,0	Operacija v zdravstvu	26,2	21,0	15,6	0,7	11,4	2,3	25,9	27,2	19,1	8,5	8,8	13,9	13,9
BAXTER INTERNATIONAL INC	BAX UN Equity	70,0	USD	43.917,3	43.917,3	Operacija v zdravstvu	29,9	23,1	15,8	0,8	12,6	1,7	21,7	28,0	7,5	7,7	19,2	13,0	13,0
BECKETON DICKINSON & CO	BDX UN Equity	87,6	USD	21.324,4	21.324,4	Operacija v zdravstvu	29,2	18,1	neg.	neg.	neg.	neg.	5,8	9,5	10,2	2,4	18,2	0,4	0,4
BOSTON SCIENTIFIC CORP	BSCX UN Equity	13,2	USD	19.838,5	19.838,5	Operacija v zdravstvu	24,6	20,2	9,9	0,7	18,1	1,6	35,7	28,6	9,6	9,9	14,2	9,9	0,2
COVIDIEN LTD	COV UN Equity	53,9	USD	27.037,4	27.037,4	Operacija v zdravstvu	22,7	18,1	12,6	0,9	11,1	2,6	8,8	0,0	21,0	7,5	8,4	11,5	11,5
ESSILOR INTERNATIONAL	EFP UN Equity	34,9	EUR	7.387,7	7.387,7	Operacija v zdravstvu	20,7	13,6	7,6	0,5	3,5	2,6	19,6	0,0	39,1	11,1	11,1	24,5	33,7
HOSPIRA INC	HSP UN Equity	39,6	USD	6.320,6	6.320,6	Operacija v zdravstvu	43,1	35,9	24,7	1,2	16,9	1,9	19,8	25,3	22,7	8,5	9,1	18,6	13,2
INTUITIVE SURGICAL INC	ISRG UN Equity	299,2	USD	11.618,6	11.618,6	Operacija v zdravstvu	36,0	30,3	16,5	0,6	10,7	1,9	19,1	0,0	29,6	7,1	9,4	21,5	17,5
MEDTRONIC INC	MDT UN Equity	54,1	USD	80.842,0	80.842,0	Operacija v zdravstvu	35,0	32,2	21,3	1,3	28,7	1,8	52,9	46,2	21,6	10,4	11,1	35,2	12,6
NOBEL BIOCARE HOLDING AG-REG	NOBV UN Equity	35,4	CHF	4.405,8	4.405,8	Operacija v zdravstvu	26,3	19,4	8,2	1,0	15,8	1,9	33,7	35,2	6,4	9,2	23,0	16,0	0,2
SMITH & NEPHEW PLC	SNW LN Equity	624,5	GBP	5.527,3	5.527,3	Operacija v zdravstvu	30,4	25,4	16,2	0,7	11,1	1,7	19,0	0,0	27,4	8,9	9,5	7,7	15,6
ST JUDE MEDICAL INC	STJ UN Equity	46,2	USD	15.777,1	15.777,1	Operacija v zdravstvu	28,5	22,5	17,0	0,9	15,4	2,1	21,3	13,7	27,8	9,4	18,4	18,7	0,2
STRYKER CORP	SYK UN Equity	66,9	USD	25.579,6	25.579,6	Operacija v zdravstvu	27,7	21,8	14,2	0,8	11,2	1,3	15,0	15,0	2,0	29,6	6,9	7,1	13,6
TERUMO CORP	1277 UN Equity	606,0	JPY	1.227.910,0	1.227.910,0	Operacija v zdravstvu	21,0	19,3	13,8	1,1	15,0	1,2	14,4	33,6	10,0	30,7	9,2	9,4	21,5
VARIAN MEDICAL SYSTEMS INC	VAR UN Equity	8,111,3	USD	16.345,0	16.345,0	Operacija v zdravstvu	38,3	32,2	18,3	0,7	12,3	1,2	14,9	0,0	31,3	9,4	9,5	21,3	12,9
ZIMMER HOLDINGS INC	ZMH UN Equity	72,6	USD	20.656,1	20.656,1	Zdravstvena oskrba	11,5	10,3	6,3	0,6	3,7	5,1	19,1	1,1	34,6	8,6	9,6	17,8	14,9
AETNA INC.	AET UN Equity	42,4	USD	6.717,2	6.717,2	Zdravstvena oskrba	1,3	1,2	0,3	11,7	3,7	3,5	13,0	7,5	37,7	8,3	9,1	12,6	13,1
AMERISOURCEBERGEN CORP	ABC UN Equity	56,1	USD	20.030,0	20.030,0	Zdravstvena oskrba	2,9	2,4	1,4	3,9	5,6	3,1	17,3	13,5	32,3	8,5	9,4	14,1	13,1
CARDINAL HEALTH INC	CAH UN Equity	43,2	USD	11.860,1	11.860,1	Zdravstvena oskrba	9,3	8,2	5,2	0,6	2,7	9,1	24,6	1,0	30,7	9,2	10,5	11,5	0,1
CIGNA CORP	CIN UN Equity	4543 UN Equity	USD	8.111,3	8.111,3	Zdravstvena oskrba	9,5	7,6	5,0	2,0	9,8	2,1	20,0	0,0	35,3	7,9	9,1	12,6	13,0
COVENTRY HEALTH CARE INC	CVH UN Equity	38,9	USD	6.285,0	6.285,0	Zdravstvena oskrba	19,6	15,8	6,7	0,9	5,7	4,5	25,6	0,0	7,6	8,4	17,3	0,5	
DAVITA INC.	DVA UN Equity	80,0	USD	18.497,1	18.497,1	Zdravstvena oskrba	6,7	6,2	3,5	3,1	11,0	5,7	62,4	0,0	36,3	9,9	10,6	35,5	19,5
EXPRESS SCRIPTS INC	ESRX UN Equity	75,0	USD	10.529,0	10.529,0	Zdravstvena oskrba	20,2	16,4	7,6	0,7	5,3	2,6	13,7	26,2	38,3	8,5	9,8	14,0	0,2
FRESENIUS MEDICAL CARE & HUMANIA INC	FME GY Equity	35,5	EUR	8.444,6	8.444,6	Zdravstvena oskrba	5,7	5,0	3,1	2,3	7,3	3,2	23,5	0,0	35,0	8,4	9,7	29,6	14,0
LABORATORY CRP OF AMER HLDGS	LH UN Equity	73,1	USD	8.132,1	8.132,1	Zdravstvena oskrba	24,0	20,0	10,8	1,1	11,4	2,3	25,8	0,0	40,2	7,4	8,2	23,8	14,0
MC KEON HOLDINGS INC	MCK UN Equity	57,3	USD	15.812,5	15.812,5	Zdravstvena oskrba	1,8	1,0	1,4	4,3	4,1	3,9	16,0	7,1	32,2	8,7	9,3	11,2	13,0
MEDCO HEALTH SOLUTIONS INC	MHS UN Equity	48,8	USD	24.693,3	24.693,3	Zdravstvena oskrba	4,5	3,6	2,0	3,0	6,0	2,1	12,7	0,0	39,5	7,6	12,4	5,9	12,5
PATTERSON COS INC	PDCO UN Equity	32,7	USD	3.966,5	3.966,5	Zdravstvena oskrba	12,9	12,0	7,5	1,5	11,2	1,7	18,9	0,0	37,1	8,7	9,6	11,4	16,0
QUEST DIAGNOSTICS	QDX UN Equity	55,0	USD	10.722,5	10.722,5	Zdravstvena oskrba	20,5	16,8	5,5	0,9	4,8	2,2	22,7	14,0	38,3	8,4	7,3	23,9	14,3
UNIDENTIFIED HEALTHCARE CORP	THC UN Equity	6,1	USD	2.903,7	2.903,7	Zdravstvena oskrba	8,2	4,1	neg.	neg.	neg.	2,2	10,7	11,3	10,0	11,1	4,7	12,3	0,5
WELLPOINT INC	WLP UN Equity	33,0	USD	40.194,6	40.194,6	Zdravstvena oskrba	9,2	8,1	4,9	1,9	9,4	2,4	22,8	0,9	35,8	7,6	9,2	18,3	11,6
AGFA GEVAERT NV	AGFB BB Equity	57,6	EUR	29.437,5	29.437,5	Technologija v zdravstvu	7,0	6,9	4,9	1,3	6,5	2,2	14,1	0,0	40,2	7,4	8,2	23,8	14,0
IMS HEALTH INC	RX UN Equity	55,0	USD	4.004,8	4.004,8	Technologija v zdravstvu	27,3	21,6	9,1	1,2	11,3	1,1	4,6	0,0	59,3	6,6	12,4	5,9	12,5
APPLIED BIOSYSTEMS INC	ABI UN Equity	38,6	USD	6.173,1	6.173,1	Operacija v storitev za raziskave	21,4	18,8	14,2	0,5	7,8	1,5	11,7	9,3	29,0	8,7	8,9	20,2	12,5
MDS INC	MDS CT Equity	16,2	CAD	1.972,1	1.972,1	Operacija v storitev za raziskave	7,5	0,2	3,6	8,0	28,8	1,6	47,6	16,7	7,0	7,4	0,1	19,3	0,8
PHILIP MORRIS CORP	MIL UN Equity	76,1	USD	4.200,4	4.200,4	Operacija v storitev za raziskave	25,0	15,9	9,7	0,5	4,9	2,7	17,6	8,1	30,5	7,6	8,7	6,9	13,6
PERKINELMER INC	PKLN UN Equity	29,7	USD	3.548,2	3.548,2	Operacija v storitev za raziskave	13,9	9,5	6,5	0,7	4,8	1,7	8,4	24,9	11,6	7,7	9,2	13,2	0,1
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	TMO UN Equity	62,7	USD	26.272,2	26.272,2	Operacija v storitev za raziskave	20,6	13,0	9,1	0,4	3,6	1,5	5,4	0,0	59,3	6,6	8,9	9,3	14,8
WATERS CORP	WAT UN Equity	70,2	USD	6.947,8	6.947,8	Operacija v storitev za raziskave	24,0	24,0	19,5	0,8	15,3	3,7	56,5	0,0	13,5	8,9	9,1	16,4	0,4
ABBOTT LABORATORIES	ABT UN Equity	59,6	USD	91.907,0	91.907,0	Farmacijai	25,3	18,4	15,1	0,6	9,5	2,4	22,7	55,7	18,2	8,3	9,1	12,8	11,5
ALLERGAN INC	AGN UN Equity	57,5	USD	17.681,9	17.681,9	Farmacijai	26,3	20,8	13,3	0,6	8,1	1,8	14,5	0,0	27,2	9,5	10,1	10,6	17,1
ASTRAZENECA PLIC	AZNL LN Equity	265,0	GBP	2.344.866,0	2.344.866,0	Farmacijai	32,0	28,4	18,5	0,7	12,2	1,3	16,1	31,1	33,2	8,3	-27,6	7,5	0,1
BAYER AG	BRL UN Equity	3990,0	JPY	38.519,6	38.519,6	Farmacijai	38,6	31,2	18,5	0,8	14,4	2,6	37,2	47,5	29,3	9,1	10,3	27,2	4,4
BIOVAL CORPORATION	ELN ID Equity	54,1	EUR	4.645,2	4.645,2	Farmacijai	20,9	12,3	7,8	1,1	3,9	0,7	3,8	19,2	0,0	36,8	7,9	9,5	12,8
ELI LILLY & CO	LLY UN Equity	48,8	USD	55.460,4	55.460,4	Farmacijai	43,9	31,3	8,3	1,2	9,8	1,5	15,0	123,4	19,0	8,8	8,8	12,6	
FOREST LABORATORIES INC	FRX UN Equity	38,7	USD	11.801,4	11.801,4	Farmacijai	23,3	18,9	10,5	0,8	8,4	2,5	21,1	115,1	27,2	9,7	10,9	16,6	
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	BMY UN Equity	22,0	USD	43.512,0	43.512,0	Farmacijai	22,6	17,8	11,1	0,6	6,3	1,2	7,8	51,5	41,4	6,7	6,7	11,5	0,2
DAICHI-SANKYO CO LTD	4528 JT Equity	3180,0	JPY	2.408.561,0	2.408.561,0	Farmacijai	22,6	17,8	11,1	0,6	6,3	1,2	7,8	51,5	41,4	6,7	7,2	11,3	0,2
ASTRAZENECA PLIC	4523 JT Equity	3990,0	JPY	1.183.302,0	1.183.302,0	Farmacijai	7,1	7,4	neg.	neg.	neg.	20,7	5,8	20,7	5,8	8,1	8,7	-82,8	0,7
ELIAN CORP PLIC	ELN ID Equity	9,8	EUR	4.004,8	4.004,8	Farmacijai	30,8	25,3	19,3	0,6	12,1	20	24,0	64,5	15,4	9,0	9,4	15,5	4,5

nadljevanje	Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v milo	Tržna kapitalizacija v milo	Dejavnost	EBITDA marza v %	EBIT marza v %	Neto marža v %	Obrat sredstven	ROA v %	D/E	ROE v %	Delež izplaćala dionika v stopnji	Efektivna WACC v %	Iznoski lastniškog kapitala v %	ROIC v %	Strošek lastniškog kapitala v %	Dolgoročni interesnički rast
PFIZER INC	PFE UN Equity	20.0	USD	134.617.7	Farmacija	39.7	29.1	18.5	0.4	7.1	12.0	1.7	97.2	8.5	9.4	10.2	14.3	0.6	0.3	
ROCHE HOLDING AG GENUSSCHEIN	ROG YX Equity	188.2	CHF	165.185.8	Farmacija	35.7	31.7	21.3	0.6	12.8	1.8	23.0	41.0	24.2	9.1	9.3	21.3	9.4	0.2	
SANOFI-AVENTIS	SAN FP Equity	50.5	EUR	66.302.4	Farmacija	35.0	22.2	17.9	0.4	7.0	1.7	11.7	53.7	13.2	10.3	11.0	10.1	3.4	0.4	
SCHERING-PLOUGH CORP	SGP UN Equity	20.7	USD	33.633.5	Farmacija	13.7	1.0	neg.	neg.	1.0	-12.5	9.2	10.8	9.2	9.9	9.2	9.6	1.0	14.5	0.4
SHIRE LTD	SHP LN Equity	958.0	GBP	5.398.0	Farmacija	13.5	6.5	10.6	0.1	1.1	1.6	58.1	1.8	58.1	9.9	9.2	9.6	1.0	14.2	0.5
TAISHO PHARMACEUTICAL CO LTD	4535 JT Equity	2250.0	JPY	721.047.4	Farmacija	19.8	14.8	10.0	0.4	4.0	1.2	4.6	32.1	38.5	6.5	6.5	4.5	4.3	0.3	
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	4502 JT Equity	6020.0	JPY	4.907.218.0	Farmacija	33.1	30.8	25.9	0.5	12.0	1.3	15.1	39.8	37.9	9.4	9.4	11.8	3.7	0.1	
UCB SA	UCB BB Equity	26.6	EUR	4.871.1	Farmacija	20.2	15.1	3.1	0.5	1.6	2.3	3.6	106.8	27.4	7.8	9.3	4.9	8.1	0.3	
WATSON PHARMACEUTICALS INC	WPF UN Equity	30.7	USD	3.202.9	Farmacija	21.4	12.8	7.4	0.5	3.9	2.0	8.0	0.0	37.2	7.8	8.9	7.5	15.3	0.5	
WYETH	WYF UN Equity	43.3	USD	57.724.3	Farmacija	30.3	26.1	19.5	0.6	11.7	2.4	28.1	30.8	29.7	8.2	9.0	13.7	3.1	0.1	

Vsi podatki iz zadnjih 12 mesecev (slednji podatki). Vsi podatki iz bilance stanja se manjajo na zadnje znane poslovne izdaje (slednji podatki). WACC je sredstek lastniškega kapitala na podlagi modela CAPM. ROIC je izračunan kot NOPAT, deljen z EBITDA-jem.

Dolgoročna rast je napoved analitičev za naslednjih 3 do 5 let, vnesena v Bloombergov sistem napovedi. Kapitalska intenzivnost je izračunana kot amortizacija, deljena z EBITDA-jem.

Vir: Bloomberg. Izjem predoken na dan 18.08.2009, konsni prikaz.

Tabela 7. Scenarij podjetij in osnovni podatki v sektorju industrija v okviru indeksa S&P/200.

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Trena kapitalizacija v mil.	Dajavnost	EBITDA marža v %	EBIT marža v %	Neto dvojstvo v %	Obrat v %	ROA v %	ROE v %	DJE	Delež izplačila v stopnji	Fiktivna davačka v %	Kapitalka lastniškega ročja v % a rast %	Dolgoročni resursi			
BAE SYSTEMS PLC	BAJLN Equity	475,8	Gbp	16.778,1	Letaško in obrambna	13,6	9,2	6,8	0,7	4,7	3,8	28,1	10,0	10,8	12,3	9,1			
BOEING CO	BAU LN Equity	64,5	USD	47.708,8	Letaško in obrambna	11,0	8,9	6,3	1,2	7,4	8,1	59,3	27,8	33,8	9,7	10,8			
BOMBARDIER INC 'B'	BBDB CT Equity	7,6	CAD	13.275,0	Letaško in obrambna	8,1	5,2	2,5	0,6	1,5	7,6	11,1	40,5	25,8	10,7	12,8			
COBHAM PLC	COBLN Equity	227,3	GBP	2.553,7	Letaško in obrambna	19,9	15,1	12,0	0,7	8,7	2,0	17,3	40,5	28,0	10,1	11,3			
EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA	EMBR3 BS Equity	13,4	BRL	9.885,2	Letaško in obrambna	9,3	5,3	6,9	0,6	4,1	3,1	12,8	62,3	13,6	8,0	9,3			
EUROPEAN AERONAUTIC DEFENCE	EAD FP Equity	15,6	EUR	12.677,8	Letaško in obrambna	5,6	1,3	neg.	neg.	4,5	9,1	36,0	33,4	9,3	11,5	15,6			
FINMECCANICA SPA	FNC IM Equity	18,4	EUR	7.807,0	Letaško in obrambna	13,4	8,3	4,4	0,5	2,0	4,5	9,1	36,0	33,4	9,3	11,1	11,0		
GENERAL DYNAMICS CORP	GD JN Equity	93,4	USD	37.108,1	Letaško in obrambna	13,5	12,1	8,2	2,2	19,2	22,6	31,4	9,5	9,9	9,9	20,7			
GOODRICH CORP	GR JN Equity	53,3	USD	6.671,9	Letaško in obrambna	18,6	15,0	8,8	0,8	6,7	3,2	21,1	30,4	9,3	10,6	15,7			
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	HON LN Equity	50,9	USD	37.914,2	Letaško in obrambna	13,4	11,0	7,3	1,0	7,6	3,4	25,8	31,4	26,4	9,6	10,9			
L3 COMMUNICATIONS HOLDINGS	LLL UN Equity	105,8	USD	46.242,3	Letaško in obrambna	13,2	11,2	7,4	1,4	10,6	3,4	36,4	20,3	32,3	8,1	8,7			
LOCKHEED MARTIN CORP	LMT LN Equity	116,7	USD	24.008,6	Letaško in obrambna	10,9	8,6	5,1	1,1	5,5	1,9	10,4	28,8	34,3	7,5	8,2	10,2		
NORTHROP GRUMMAN CORP	NOC UN Equity	71,1	USD	13.834,8	Letaško in obrambna	24,4	22,5	14,7	1,2	17,5	1,6	34,1	11,9	12,1	25,3	16,2			
PRECISION CASTPARTS CORP	PCP UN Equity	98,7	USD	25.727,0	Letaško in obrambna	13,0	11,3	7,8	1,4	10,6	2,1	21,8	26,1	24,7	8,2	8,6			
RAYTHEON COMPANY	RTH LN Equity	61,7	USD	8.567,3	Letaško in obrambna	22,5	19,8	13,8	1,2	16,7	2,5	42,1	18,3	30,7	10,2	10,8			
ROCKWELL COLLINS INC	COL UN Equity	53,7	USD	390,5	SAF LN Equity	7.218,8	10,5	7,1	7,5	5,5	3,6	19,4	0,0	20,9	12,5	14,2			
ROLLS-ROYCE GROUP PLC	RRL LN Equity	12,4	USD	5.175,3	Letaško in obrambna	7,4	0,1	1,8	0,1	3,8	0,9	18,9	10,9	10,9	12,2	14,4			
SAFRAN SA	HOF FP Equity	38,9	EUR	7.729,1	Letaško in obrambna	7,1	3,7	5,1	1,1	5,4	2,6	22,4	17,3	12,2	8,6	5,1			
THALES SA	UTX LN Equity	66,8	USD	64.490,0	Letaško in obrambna	15,0	12,9	7,8	1,1	8,3	2,6	21,9	26,7	10,7	22,1	12,0			
UNITED TECHNOLOGIES CORP	CHRW UW Equity	51,9	USD	8.820,4	Tovorni zraveni promet in logistika	7,1	6,7	4,3	4,4	18,8	1,7	32,7	40,7	37,9	12,9	35,6			
C.H. ROBINSON WORLDWIDE INC	DPM UW Equity	15,8	USD	19.096,4	Tovorni zraveni promet in logistika	8,7	5,2	2,0	0,3	0,6	20,4	78,3	12,5	5,2	10,6	3,3			
DEUTSCHE POST AG-REG	EXPD UW Equity	36,7	USD	7.823,4	Tovorni zraveni promet in logistika	8,7	7,9	5,0	2,8	13,8	1,7	23,4	22,2	39,7	12,5	14,3			
EXPEDITORS INT'L WASHING INC	FDX LN Equity	87,9	USD	27.337,8	Tovorni zraveni promet in logistika	12,9	7,8	3,0	1,5	4,5	1,8	3,8	11,0	44,2	10,9	11,5	16,7		
FEDEX CORP	TNT NA Equity	2,5	USD	8.998,5	Tovorni zraveni promet in logistika	13,3	10,1	6,3	2,3	3,4	3,4	50,4	40,5	28,7	11,6	12,2			
TNT NV	LHA GY Equity	6,8	AUD	4.420,3	Tovorni zraveni promet in logistika	14,1	8,0	19,9	0,6	11,5	2,5	28,7	11,5	23,2	12,6	4,7			
TOLL HOLDINGS LIMITED	UPS UN Equity	66,1	USD	677.743,7	Tovorni zraveni promet in logistika	4,3	0,8	0,5	1,9	1,1	2,6	2,8	46,5,4	9,4	10,5	1,6	12,0		
UNITED PARCEL SERVICE-CL B	9064 JT Equity	134,90	JPY	616.912,6	Tovorni zraveni promet in logistika	9,2	5,6	2,9	1,4	4,2	1,9	7,8	27,6	46,5	7,1	8,1	6,4		
YAMATO HOLDINGS CO LTD	AJ FP Equity	17,4	EUR	5.223,8	Letaški prevoz	18,2	6,0	2,0	1,3	2,6	3,0	7,9	23,3	24,1	8,6	3,9	-4,6		
AIR FRANCE-KLM	9202 JT Equity	38,0	JPY	776.063,8	Letaški prevoz	13,5	5,7	4,3	0,9	3,8	4,0	15,1	15,2	43,6	4,6	7,7	-23,5	0,6	
ALL NIPPON AIRWAYS CO LTD	BAY LN Equity	25,5	GBP	2.975,0	Letaški prevoz	18,0	10,1	7,8	0,8	6,0	4,3	25,9	8,5	21,2	8,8	12,8	12,3	13,4	
BRITISH AIRWAYS PLC	DEUTSCHE LUFTHANSA-REG	15,1	USD	6.924,0	Letaški prevoz	13,0	7,0	4,4	1,8	7,9	3,6	28,9	24,4	9,9	12,6	18,1	2,7	0,4	
JAPAN AIRLINES CORP	23,0	JPY	642,110,1	Letaški prevoz	9,3	6,0	0,8	1,1	0,8	5,5	4,4	39,5	4,6	8,0	5,2	-11,9	0,6		
QANTAS AIRWAYS LTD	QAN AN Equity	3,5	AUD	6.649,5	Letaški prevoz	15,8	6,3	6,5	0,6	3,7	3,2	2,8	30,7	10,7	13,1	7,2	4,0	0,6	
RTA AIR HOLDINGS PLC	RTA ID Equity	2,9	EUR	4.222,9	Letaški prevoz	21,2	14,9	5,8	1,1	6,5	2,4	15,5	0,0	10,9	13,7	-0,1	0,3		
SINGAPORE AIRWAYS CO LTD	SIA SP Equity	15,4	SGD	18.272,8	Letaški prevoz	18,8	13,3	12,0	0,6	7,8	1,7	13,6	57,8	16,1	10,6	10,7	14,1		
SOUTHWEST AIRLINES CO	LUV UN Equity	15,6	USD	11.478,7	Letaški prevoz	11,9	6,4	6,0	0,7	4,3	2,3	9,6	5,2	38,8	8,1	9,3	5,6	11,4	
VIRGIN BLUE HOLDINGS LTD	VBA AN Equity	1,2	AUD	1.224,8	Letaški prevoz	18,9	14,1	9,1	1,1	10,2	3,1	32,0	9,7	30,1	10,9	13,9	15,4		
ASAHI GLASS CO LTD	13460 JT Equity	1,2	JPY	1.359.946,0	Izdelki za gradilo	21,6	13,1	3,9	0,8	3,3	2,3	7,5	33,7	29,1	8,6	10,7	21,0	0,4	
ASSAB AB-B	94,8	SEK	34.670,0	Izdelki za gradilo	18,7	16,0	10,0	0,9	9,2	2,5	23,1	39,2	26,9	9,6	12,2	17,0	8,0	0,1	
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	SGO FP Equity	44,0	EUR	16.821,4	Izdelki za gradilo	14,6	10,9	4,8	0,7	3,6	2,8	10,2	51,6	24,9	9,5	14,9	5,7	0,3	
DAIKIN INDUSTRIES LTD	35650 JT Equity	147,20	JPY	1.157.800,0	Izdelki za gradilo	13,9	10,0	5,8	1,1	6,3	2,5	14,8	33,9	8,9	11,2	14,2	0,5		
JS GROUP CORP	450.815,9	AUD	1.229,7	Komercialne storitve	6,2	3,2	1,6	1,0	1,6	1,9	3,1	64,4	47,0	7,3	10,3	34,4	0,5		
MASCOT CORP	4.343,0	USD	2.519,2	Komercialne storitve	10,9	8,7	3,1	1,3	2,7	1,1	9,1	87,2	55,1	8,4	10,7	11,7	0,2		
TOTO LTD	47,40	JPY	726.145,3	Komercialne storitve	9,0	4,5	2,6	1,1	2,9	2,0	5,8	36,7	9,9	8,6	10,2	5,6	0,5		
ADECO SA-REG	50,5	CHF	9.557,8	Komercialne storitve	5,6	5,0	3,5	2,7	9,2	3,0	27,5	41,2	27,3	10,2	12,0	20,3	6,2	0,1	
ALLIED WASTE INDUSTRIES INC	AVW UN Equity	13,3	USD	5.787,0	Komercialne storitve	28,0	18,9	5,3	0,3	1,7	4,4	14,5	56,6	12,0	12,3	11,0	8,8	0,3	
DAVINN INDUSTRIES LTD	5938 JT Equity	47,90	USD	5.098,7	Komercialne storitve	11,6	7,7	4,4	1,3	5,7	2,9	16,5	56,6	12,0	9,6	13,3	9,6	0,3	
EXPERIAN PLC	EXPIN LN Equity	40,13	GBP	4.106,8	Komercialne storitve	27,6	17,4	10,6	0,6	6,5	3,3	21,5	15,1	17,7	10,6	11,7	18,2	0,4	
GAS PLC	GFS LN Equity	20,5	GBP	2.950,2	Komercialne storitve	8,8	5,6	3,3	1,3	4,3	3,4	14,6	43,2	25,9	8,7	15,0	10,6	0,3	
HAY'S PLC	HAS LN Equity	92,8	GBP	1.289,2	Komercialne storitve	10,7	7,9	3,5	2,2	7,8	1,5	44,2	27,6	12,8	13,8	74,1	7,8	0,4	
MONSTER WORLDWIDE INC	MNST UW Equity	20,3	USD	2.519,2	Komercialne storitve	18,0	14,3	9,3	0,8	7,2	1,8	13,2	0,0	37,4	15,0	13,7	21,2	0,2	
CINTAS CORP	312 UW Equity	35,0	USD	4.793,6	Komercialne storitve	24,0	17,9	5,0	0,8	4,0	1,7	52,1	36,8	10,2	11,6	12,7	10,2	0,2	
RANDSTAD HOLDING NV	RAND NA Equity	20,1	EUR	1.024.436,0	Komercialne storitve	6,5	5,8	4,1	3,1	12,8	3,3	41,7	38,6	28,6	12,9	14,6	31,4	6,9	
RENTOKI INITIAL PLC	RTO LN Equity	77,8	GBP	14,110	Komercialne storitve	17,5	8,5	29,8	1,2	35,0	12,18	21,3	9,2	11,1	32,4	7,0	0,5		
ROBERT HALF INT'L INC	4.413,9	USD	1.289,2	Komercialne storitve	11,6	10,0	6,1	3,3	20,4	1,4	29,2	21,6	39,9	12,7	36,7	16,3	0,1		
RRDONNELLEY & SONS CO	RDR LN Equity	28,1	USD	5.901,0	Komercialne storitve	15,2	9,9	1,8	neg.	neg.	neg.	1,1	31,1	40,4	6,0	10,7	15,3	15,0	0,3
SECOM COLTD	4980,0	JPY	1.164.111,0	Komercialne storitve	21,8	15,3	9,0	0,6	5,2	2,1	11,1	215,8	54,7	5,7	6,9	9,9	0,3	0,3	
PITNEY BOWES INC	SECB SS Equity	83,5	SEK	3181.883	Komercialne storitve	5,3	3,0	1,7	0,8	4,1	1,4	4,1	33,7	8,5	11,2	9,4	9,0	9,5	0,4
SUEZ ENVIRONNEMENT SA	7912 JT Equity	19,0	EUR	9.348,4	Komercialne storitve	15,1	8,8	4,1	0,7	2,7	5,1	13,7	10,4	14,6	10,7	15,9	21,0	0,6	
TOPPAN PRINTING CO LTD	1014,0	JPY	709.204,0	Komercialne storitve	9,8	4,3	2,3	2,1	2,2	4,8	37,6	39,5	5,7	7,5	31	24,0	0,6		
WASTE MANAGEMENT INC	WMI LN Equity	34,8	USD	17.058,3	Komercialne storitve	25,9	16,8	8,5	0,7	5,7	3,4	19,4	42,6	35,2	8,2	10,1	8,7	0,4	
ACCIONA SA	137,8	EUR	8.707,64	Gradbenstvo in inženiring	21,2	14,5	3,3	3,3	10,9	25,5	11,6	8,3	15,1	25,5	3,2	18,8	0,2	se nadaljuje	

predstavljanje

Podjelje	Symbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mo	Dajavnost	EBITDA marca v %	Neto marca v %	Obrat	ROA v %	DIE	ROE v %	Delež davčica v stopnji	Efektivna ráta kapitala v stope	Dolgorečni lastništvo a rast	Kapitalna intenzit st		
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV BOUYGUES	ACS SO Equity EN FP Equity	32,0	EUR	11.267,2	Gradbeništvo in řešenje	16,0	11,8	6,3	0,7	4,2	8,6	35,8	54,8	22,2	8,1		
CHINA COMMUNICATIONS CONST-H FLUOR CORP	1800 HK Equity FIR UN Equity	44,5	EUR	15.220,6	Gradbeništvo in řešenje	11,4	7,3	4,0	0,9	4,4	5,1	22,1	37,9	28,2	11,4		
GRUPO FERROVIAL HOCHTIEF AG	FER SQ Equity HOT GY Equity	71,4	USD	12.773,5	Gradbeništvo in řešenje	4,9	4,1	3,6	2,8	10,0	2,7	15,7	26,6	13,3	11,8		
JACOBS ENGINEERING GROUP INC KAJIMA CORP	JEC UN Equity 1812 JT Equity	35,9	EUR	5.014,5	Gradbeništvo in řešenje	21,2	12,8	2,5	0,6	1,4	14,3	19,8	21,9	7,1	41,5		
LEIGHTON HOLDINGS LIMITED OBAYASHI CORP SAIC-Y VALLEHERMOSO SA	LEI AN Equity 1802 JT Equity SYV SO Equity	52,7	EUR	3.687,6	Gradbeništvo in řešenje	2,0	0,2	1,2	1,3	1,5	4,6	6,9	64,7	31,7	16,8		
SKANSKA AB-B SHS SNCL-LAVALIN GROUP INC	SKAB SS Equity SNC12 CT Equity	74,7	USD	9.146,9	Gradbeništvo in řešenje	6,4	5,7	3,8	2,4	9,2	1,9	17,6	0,0	14,0	23,2		
TAISEI CORP VINCIS SA	1801 JT Equity DG FP Equity	338,0	JPY	357.371,5	Gradbeništvo in řešenje	1,9	1,0	2,2	0,9	2,1	6,3	13,1	17,2	17,0	14,0		
ABBLTD-REG ALSTOM	AABB UN Equity ALO FP Equity	42,4	USD	11.779,8	Gradbeništvo in řešenje	7,4	3,3	5,9	1,8	10,9	4,0	42,9	66,3	21,9	23,6		
COOPER INDUSTRIES LTD-CL A EMERSON ELECTRIC CO	CBE UN Equity EMR UN Equity	13,0	EUR	36.417,0	Gradbeništvo in řešenje	3,5	3,1	1,8	0,6	0,6	1,3	5,1	6,7	19,7	16,6		
FUJIKURA LTD FURUKAWA ELECTRIC CO LTD/THE MITSUBISHI ELECTRIC CORP	F532 JT Equity 6801 JT Equity 6803 JT Equity	51,0	CAD	289.305,1	Gradbeništvo in řešenje	15,4	10,2	4,8	0,6	3,0	3,9	3,8	31,0	45,0	12,1		
RENEWABLE ENERGY CORP AS ROK UN Equity	REC NO Equity SUFP Equity	1802 JT Equity	72,4	USD	7.702,9	Gradbeništvo in řešenje	1,1	1,1	0,9	1,0	0,9	1,1	1,0	3,9	12,2	30,0	
ROCKWELL AUTOMATION INC SCHNEIDER ELECTRIC SA SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES	CKSN LIN Equity COPCEC CC equity 6802 JT Equity	532,0	JPY	183.783,7	Gradbeništvo in řešenje	7,7	3,1	0,7	1,2	0,8	2,3	1,9	81,2	52,9	12,8		
VESTAS WIND SYSTEMS A/S 3M CO	VWS DC Equity MMUN UN Equity	98,8	JPY	370.903,1	Gradbeništvo in řešenje	7,7	4,1	1,3	1,1	1,5	4,4	6,4	50,6	32,0	9,4		
ALFA S.A.B-A COOPERS GROUP PLC EMPRESAS COPEC SA	ALFAA MM Equity 6226 0 CKSN LIN Equity	157,3	NOK	2.119.288,0	Elektrika oprema	17,1	1,0	15,2	1,6	1,0	3,3	13,4	17,7	0,0	21,9	21,0	
GENERAL ELECTRIC CO GRUPO CARGOSA AB CV-SER A1	1802 JT Equity GE UN Equity	6891 JT Equity	98,0	USD	69.421,2	Elektrika oprema	8,0	0,9	4,9	2,6	3,9	1,2	4,6	44,2	0,0	21,7	0,3
HUTCHISON WHAMPOA LTD KEPP1N CO LTD	72,4	USD	69.812,9	Elektrika oprema	9,2	7,2	5,0	0,8	4,2	11,5	7,4	48,1	26,6	34,2	6,8	25,3	0,2
ORKL ASA PHILIPS ELECTRONICS NV	72,4	USD	71.671,1	Elektrika oprema	16,5	14,4	10,6	1,1	12,0	2,2	26,0	84,3	26,5	12,2	15,5	12,8	0,1
SIE GY Equity SMINS AGREG SMITHS GROUP PLC	6481,9	CLP	8.425.230,0	Elektrika oprema	11,0	10,7	5,6	1,2	11,1	2,3	25,2	39,2	31,8	10,0	21,8	13,3	0,1
TEXTRON INC TONKINS PLC	620,0	DKK	980.609,2	Elektrika oprema	10,2	5,9	3,5	1,2	4,1	2,3	9,5	18,0	35,3	7,5	12,4	6,0	0,6
TYCO INTERNATIONAL LTD ATLASCOPCO AEA-SHS	72,4	USD	980.609,2	Elektrika oprema	11,2	9,5	6,6	1,1	7,3	2,9	17,6	40,7	39,0	9,5	21,4	6,6	0,4
CATERPILLAR INC CUMMINS INC	72,6	USD	11.826,5	Elektrika oprema	24,3	22,2	14,6	1,2	17,8	2,1	37,7	33,7	31,3	9,5	24,6	10,5	0,4
DANAHER CORP DEERE & CO	72,6	USD	1314,2	Industrijski konglomerati	9,5	5,8	2,5	1,6	4,1	2,4	10,0	32,0	32,0	12,4	14,6	12,8	0,2
DOVER CORP EATON CORP	72,6	USD	1.350,9	Industrijski konglomerati	11,0	9,5	9,5	0,8	7,5	2,2	18,3	51,1	26,3	11,0	13,5	14,3	0,2
FANUC LTD HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES	72,6	USD	1.370,7	Industrijski konglomerati	11,9	9,5	7,0	1,2	8,7	1,6	13,9	19,2	11,8	13,2	9,1	19,0	0,2
IMI PLC INGEROLL-RAND CO LTD-CL A	72,6	USD	1.380,0	Industrijski konglomerati	11,9	9,5	15,4	0,8	11,1	1,7	18,7	15,5	15,3	11,1	13,7	7,4	0,3
INVENTYS PLC ITT CORP	72,6	USD	1.390,0	Industrijski konglomerati	11,9	9,5	15,4	0,8	11,1	1,7	18,7	13,6	13,1	10,5	14,1	9,0	0,1
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES KOMATSU LTD	72,6	USD	1.404.929,0	Industrijski konglomerati	11,8	10,9	5,0	1,3	6,4	2,3	24,9	89,3	21,6	12,1	13,1	9,0	0,1
KONE OY-JB KUBOTA CORP	72,6	EUR	5.277,4	Industrijski konglomerati	17,1	13,7	8,5	1,0	8,4	2,0	17,0	23,7	19,5	10,4	24,2	11,7	0,2
MANG AG MANITOWOC COMPANY INC	72,6	USD	1.071.162,0	Industrijski konglomerati	12,2	9,0	9,0	1,1	8,0	2,7	21,4	66,3	32,2	10,0	11,8	12,8	0,3
MTW UN Equity	72,6	USD	9.863,6	Industrijski konglomerati	12,2	10,7	7,8	1,0	7,7	3,5	30,0	37,3	10,6	11,6	12,2	7,4	0,2
se nadaljuje			3.251,7				9,1	1,4	13,2	2,4	31,7	28,3	12,5	12,9	39,9	10,4	0,1

nadleževanje

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mil.	Dejavnost	EBITDA marza v %	Neto Marza v %	Obrat	ROA v %	ROE v %	DJE	Izplačila v stopnila davnica	Efektivna WACC v %	Dolgoročni ROI v %	lastništev a kapitala v %	lastništvo	Kapitalska intenzivnost			
METSO OYJ	MEOV.FH Equity	24.6	EUR	3.487.2	Stroji	116	9.3	6.2	7.5	3.3	24.8	111.6	29.7	120	v. 14.8	6.4	0.2			
MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	7011.JT Equity	555.0	JPY	1.872.375.0	Stroji	8.3	4.2	1.9	0.7	1.4	3.1	4.3	32.8	37.8	7.3	13.3	3.6	22.7		
NGK INSULATORS LTD	5333.JT Equity	1502.0	JPY	507.015.4	Stroji	26.2	19.0	12.6	8.6	1.8	15.2	16.1	24.1	30.1	11.5	13.0	11.2	17.9		
NSK LTD	6471.JT Equity	431.642.9	JPY	44.8	Stroji	14.1	9.0	5.5	0.9	5.2	3.1	16.1	24.1	30.1	11.5	12.2	2.6	9.5		
PACCAR INC	PCAR.UW Equity	16.291.6	USD	42.2	Stroji	13.9	10.1	7.5	1.0	3.5	25.9	49.5	29.8	10.7	14.7	12.9	13.7			
PALL UNI	PLL.UN Equity	5.087.6	USD	65.2	Stroji	18.6	15.1	6.6	0.7	4.9	2.6	12.8	34.0	29.6	9.1	10.2	12.5	0.2		
PARKER HANIFIN CORP	PH.UN Equity	10.942.8	USD	81.3	Stroji	14.6	11.9	7.8	1.3	10.1	1.9	19.1	14.9	28.4	10.8	11.9	18.8	13.5		
SANDVIK AB	SCVB.SS Equity	96.385.8	SEK	103.0	Stroji	18.7	15.2	9.3	1.3	12.1	2.8	33.3	51.6	9.9	12.0	28.7	10.1	0.2		
SCANIA AB-B SHS	SKFB.SS Equity	83.600.0	SEK	102.0	Stroji	18.1	14.6	11.1	0.9	9.5	3.5	33.6	46.8	27.3	10.2	14.0	23.6	7.3		
SKF AB-B SHARES	SMC.CORP	46.512.9	SEK	811.405.1	Stroji	15.8	12.8	7.9	1.3	9.9	2.5	25.1	49.6	31.9	12.1	12.1	7.0	0.2		
TEREX CORP	TEX.UN Equity	51.2	USD	4.979.6	Stroji	28.3	24.5	15.6	0.5	8.2	1.3	10.7	15.0	36.6	12.2	12.6	10.5	3.0	0.1	
VALLOUREC	VKF.P Equity	184.4	EUR	9.770.8	Stroji	28.6	26.6	15.3	1.4	20.9	2.0	40.8	37.7	36.0	11.4	11.9	38.9	12.2	0.1	
VOLVO AB-A SHS	VOLVA.SS Equity	74.8	SEK	227.252.5	Pomorski prevoz	12.1	7.8	5.3	0.2	3.4	17.7	44.6	15.6	56.1	8.7	11.3	11.1	8.4	0.4	
A P MOLLER - MAERSK A/S - B	MAERSK.DC Equity	51.900.0	DKK	1919.HK Equity	14.2	HKD	160.322.8	Pomorski prevoz	21.8	18.0	1.1	19.6	2.4	47.9	9.3	18.2	22.7	24.5	15.4	20.0
CHINA COSCO HOLDINGS-H	CSX.CN Equity	1316.0	JPY	1.587.473.0	Pomorski prevoz	18.8	15.0	9.8	1.1	10.8	2.9	30.9	38.0	9.7	13.2	14.7	7.9	0.2		
MITSU OSK LINES LTD	NIPPON YUSEN	9104.JT Equity	895.0	JPY	1.101.010.8	Pomorski prevoz	11.4	7.8	4.4	1.2	5.2	3.4	17.6	25.8	40.9	6.3	10.9	9.4	12.6	
BURLINGTON NORTHERN SANTA FE	BNI.UN Equity	98.9	USD	34.051.3	Železniški in cestni transport	28.7	20.8	10.9	0.5	5.6	3.0	16.9	22.0	38.2	9.6	11.1	14.3	13.4	0.3	
CANADIAN NATIONAL RAILWAY CO	CNR.CT Equity	54.1	CAD	25.604.1	Železniški in cestni transport	42.8	34.2	26.1	0.3	9.1	2.4	21.6	19.4	17.9	10.7	12.1	12.3	0.2		
CANADIAN PACIFIC RAILWAY LTD	CP.CT Equity	9.748.6	CAD	24.474.720.0	Železniški in cestni transport	32.8	22.7	17.0	0.4	7.6	2.4	18.4	14.6	7.7	9.3	11.0	9.4	11.0	0.3	
CENTRAL JAPAN RAILWAY CO	9022.JT Equity	1078000.0	JPY	24.829.5	Železniški in cestni transport	42.5	27.9	10.2	0.3	3.1	6.0	18.7	10.5	40.5	3.2	6.8	7.4	10.9	0.3	
CSX CORP	CSX.UN Equity	60.9	USD	24.829.5	Železniški in cestni transport	31.7	23.3	14.1	0.4	5.3	2.9	15.2	18.8	36.2	9.7	11.5	9.8	17.7	0.3	
EAST JAPAN RAILWAY CO	9020.JT Equity	843000.0	JPY	3.372.000.0	Železniški in cestni transport	28.9	16.5	7.0	0.4	2.7	4.5	12.3	21.1	41.6	3.5	6.3	5.5	8.2	0.4	
FIRST GROUP PLC	FGP.LN Equity	584.0	Gbp	2.806.4	Železniški in cestni transport	12.3	7.6	2.6	1.3	3.3	5.7	18.7	61.7	12.2	9.0	12.1	7.5	0.4		
KINTETSU CORP	9041.JT Equity	328.0	JPY	56.149.2	Železniški in cestni transport	10.6	6.2	2.5	0.5	1.3	1.6	13.5	22.0	30.7	3.5	8.3	3.3	6.5	0.6	
NIPPON EXPRESS CO LTD	9062.JT Equity	462.0	JPY	40.762.3	Železniški in cestni transport	7.0	2.6	1.9	1.4	2.7	2.6	7.2	28.6	41.4	6.3	9.2	3.5	6.5	0.6	
NORFOLK SOUTHERN CORP	NSC.UN Equity	70.6	USD	26.481.6	Železniški in cestni transport	35.2	27.2	15.2	0.4	5.6	2.7	15.1	25.8	37.0	10.4	12.3	12.2	12.7	0.2	
ODAKU ELECTRIC RAILWAY CO	9007.JT Equity	735.0	JPY	541.681.6	Železniški in cestni transport	16.5	7.0	3.0	0.5	1.5	6.3	9.2	23.3	41.4	4.1	8.0	4.2	6.6	0.6	
RYDER SYSTEM INC	R.UN Equity	70.6	USD	3.987.4	Železniški in cestni transport	21.0	8.3	3.9	0.9	3.7	3.8	14.1	19.8	39.1	7.7	10.9	7.7	13.2	0.6	
TOKYU CORP	9005.JT Equity	549.0	JPY	63.674.8	Železniški in cestni transport	11.1	6.3	3.4	0.7	2.4	5.7	13.4	15.9	15.9	4.4	10.0	4.8	-5.2	0.4	
UNION PACIFIC CORP	UNP.UN Equity	76.9	USD	39.199.9	Železniški in cestni transport	28.1	20.3	11.6	0.4	5.0	2.4	12.0	21.9	37.5	10.0	11.2	12.0	15.6	0.3	
WEST JAPAN RAILWAY CO	9021.JT Equity	1.006.000.0	JPY	1.006.000.0	Železniški in cestni transport	20.6	10.7	4.5	0.5	2.4	3.9	9.3	20.7	41.2	3.8	7.1	5.4	4.6	0.5	
BUNZI PLC	BNZL.LN Equity	678.0	Gbp	2.200.08	Trgovine in distributiji	7.2	6.1	3.6	1.9	6.8	3.9	27.0	46.6	31.9	8.7	10.1	18.2	8.5	0.2	
ITCHU CORP	8001.JT Equity	905.0	JPY	1.440.665.0	Trgovine in distributiji	11.8	9.3	7.6	0.5	4.2	5.6	23.3	13.0	34.6	5.3	11.6	6.6	11.6	0.2	
MARUBENI CORP	668.0	JPY	1.601.945.0	Trgovine in distributiji	7.1	4.8	3.5	0.8	2.9	6.6	19.3	15.3	28.0	4.5	11.4	4.5	11.4	0.3		
mitsubishi CORP	8056.JT Equity	2885.0	JPY	4.891.616.0	Trgovine in distributiji	8.4	5.8	7.7	0.5	4.0	4.0	15.9	19.7	25.3	6.3	10.9	3.5	19.0	0.3	
mitsu & co LTD	8031.JT Equity	1782.0	JPY	3.248.107.0	Trgovine in distributiji	9.0	6.5	7.1	0.6	4.2	4.5	19.1	24.6	30.8	6.2	11.4	4.5	14.0	0.3	
SAMSUNG C&C CORP	000830.KP Equity	56300.0	KRW	8.795.000.0	Trgovine in distributiji	3.2	2.9	5.0	1.0	4.9	2.1	10.0	22.0	29.4	17.9	4.0	1.1	4.0	0.1	
SUMITOMO CORP	1278.0	JPY	1.588.271.0	Trgovine in distributiji	10.9	6.9	6.5	0.5	3.0	5.4	16.1	19.9	32.6	4.0	11.3	4.2	6.0	0.4		
WOLESEY PLC	WOSLN.Equity	434.0	Gbp	2.876.3	Trgovine in distributiji	5.9	3.2	2.0	2.6	5.3	3.0	15.7	44.5	22.9	10.7	14.1	7.7	9.8	0.3	
WW GRANGER INC	GMWN.UN Equity	93.1	USD	7.097.5	Trgovine in distributiji	22.7	10.6	6.6	2.1	1.4	3.5	19.7	26.9	38.5	11.3	12.0	23.5	13.1	0.2	
ABERIS INFRASTRUCTURAS SA	ABE.SQ Equity	14.5	EUR	9.686.3	Transportna infrastruktura	64.1	41.8	19.6	0.2	3.4	5.4	18.6	26.2	36.3	7.3	12.1	7.2	9.3	0.3	
ATLANTIA SPA	ATLIM.Equity	19.0	EUR	10.845.4	Transportna infrastruktura	73.4	59.7	14.2	0.2	2.3	4.7	10.6	106.2	66.7	6.7	10.9	5.6	0.2		
BBA AVIATION PLC	BBA.LN Equity	137.0	GBP	505.1	Transportna infrastruktura	13.7	10.7	8.9	0.9	7.6	3.3	25.2	35.8	21.3	10.1	12.9	8.3	7.0	0.2	
BRISA	BRI.PL.Equity	6.6	EUR	3.948.0	Transportna infrastruktura	70.2	43.0	34.1	0.2	5.3	3.1	16.4	71.7	9.4	11.2	4.2	4.4	0.4		
MACQUARIE AIRPORTS	MAP.AN Equity	2.9	AUD	4.984.1	Transportna infrastruktura	78.2	43.3	32.2	0.2	4.9	4.9	23.9	48.2	10.7	14.5	0.8	0.2			
MACQUARIE INFRASTRUCTURE GRP	MIG.AN Equity	2.6	AUD	6.177.9	Transportna infrastruktura	82.9	79.2	60.3	0.2	14.8	1.8	neg.	30.2	5.5	12.8	14.6	7.8	0.0		
TRANSURBAN GROUP	TCLAN.Equity	5.4	AUD	6.626.0	Transportna infrastruktura	65.7	6.8	neg.	neg.	neg.	neg.	11.8	13.9	0.4	6.5	6.5	0.7			

Prvi podatki iz tiskove poslovne izdaje so izračunani za zadnjih 12 mesecov (slednji 3 do 6 let, vnesena v Bloombergov sistem napovedi). Kapitalska intenzivnost je izračunana kot amortizacija, deljena z EBITDA-jem.

Drugi podatki iz tiskove poslovne izdaje so izračunani za zadnjih 3 do 6 let, vnesena v Bloombergov sistem napovedi. Kapitalska intenzivnost je izračunana na podlagi modela CAPM. ROIC je izračunani količini finančnih dogovorov in lastniških kapitalov.

Vir: Bloomberg (zajem podatkov na dan 18.08.2008), lastni prikaz.

Tabela 8: Seznam podjetij in oznoni podatki v sektorju informacijske tehnologije v okviru indeksa S&P1200

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mil.	Dejavnost	EBITDA marža v %	EBIT	Neto marža v %	Obrat	RAV v %	D/E	ROE v %	DIF	Delež odobnega vodenja	Efektivna časovna davčna stopenja %	WACC v %	lastništeg v kapitalu %	ROI v %	Delovno časovno rast %	Strošek se nadaljuje	
ALCATEL-LUCENT	AUFP Equity	4,1	EUR	9.504,3	Komunikacijska oprema	7,9	neg	neg	14,2	12,5	0,3	39	2,7	10,3	0,0	4,5	12,3	13,3	-0,1	7,0	
CIEFA CORP	CIFI UN Equity	18,8	USD	147.146,8	Komunikacijska oprema	14,2	8,9	20,4	0,7	14,4	1,7	24,5	0,0	21,5	10,9	11,3	13,3	2,4	15,8	0,3	
CISCO SYSTEMS INC	CSCO UN Equity	24,9	USD	33.451,8	Komunikacijska oprema	28,3	23,9	0,2	15,2	1,7	25,7	7,3	11,4	11,7	12,5	13,4	12,5	13,3	15,2	0,2	
CORNING INC	GLW UN Equity	21,2	USD	223.837,2	Komunikacijska oprema	12,4	7,6	7,4	1,3	9,5	1,8	17,2	36,9	26,9	12,5	13,4	11,7	11,7	13,8	0,3	
ERICSSON LMH SHS	ERICB SS Equity	69,4	SEK	254,17	Komunikacijska oprema	7,2	neg	neg	5,1	1,2	6,3	0,0	30,5	11,1	11,1	11,4	11,7	5,4	0,4		
JDS UNIPHASE CORP	JDSU UN Equity	11,6	USD	1.459,3	Komunikacijska oprema	2,6	0,0	neg	23,9	2,3	53,9	29,3	25,6	12,9	13,1	13,2	0,1	5,2	19,5	1,5	
JUNIPER NETWORKS INC	JNPR UN Equity	27,0	USD	23.401,4	Komunikacijska oprema	16,0	13,5	10,5	2,3	23,9	2,3	53,9	29,3	25,6	12,9	13,1	13,2	0,1	5,2	19,5	0,3
MOTOROLA INC	MOT UN Equity	10,3	USD	67.017,8	Komunikacijska oprema	8,1	5,1	neg	2,3	23,9	2,3	53,9	29,3	25,6	12,9	13,1	13,2	0,1	5,2	19,4	1,0
NOKIA OYJ	NOKIV FH Equity	17,4	EUR	3.317,0	Komunikacijska oprema	16,0	13,5	10,5	2,3	23,9	2,3	53,9	29,3	25,6	12,9	13,1	13,2	0,1	5,2	19,5	0,1
NORTEL NETWORKS CORP	NCTCT Equity	6,7	CAD	92.501,0	Komunikacijska oprema	35,7	31,4	23,7	0,6	19,6	1,2	22,6	26,1	6,9	9,7	9,7	12,7	12,7	18,6	0,4	
QUALCOMM INC	QCOM UN Equity	56,4	USD	76.940,9	Komunikacijska oprema	32,0	29,2	21,7	1,4	30,1	1,3	40,3	0,0	28,6	10,3	10,3	42,9	42,9	36,9	0,1	
RESEARCH IN MOTION	RIM CT Equity	136,3	CAD	2.166,8	Komunikacijska oprema	5,0	0,1	3,6	0,5	1,7	1,3	22,0	0,0	28,5	11,8	11,8	11,5	29,6	23,9	0,1	
TELLABS INC	TLAB UN Equity	5,5	USD	156.683,6	Računalnik in računalniške komponente	20,5	19,1	14,9	1,1	16,4	1,7	37,0	0,0	29,7	11,5	11,5	29,6	23,9	0,1		
APPLE INC	AAPL UN Equity	83,9	TWD	313.840,6	Računalnik in računalniške komponente	2,9	2,7	4,7	2,0	9,2	2,0	18,8	33,7	17,3	11,8	12,1	8,3	15,0	0,1		
ASUSTEK COMPUTER INC	2357 TT Equity	12,7	USD	506.644,9	Računalnik in računalniške komponente	6,6	5,6	4,8	2,3	11,1	6,6	73,1	0,0	22,5	10,0	10,3	73,4	12,9	0,1		
DELL INC	DELL UN Equity	25,1	USD	3.720,5	Računalnik in računalniške komponente	20,2	13,2	11,7	0,7	8,2	1,8	14,6	0,0	14,6	10,3	10,9	11,7	14,5	0,3		
EMC CORP/MASS	EMC UN Equity	15,3	USD	1.678.765,0	Računalnik in računalniške komponente	9,1	3,8	0,9	1,4	1,2	4,0	5,0	34,4	43,2	6,9	11,3	8,3	17,0	0,6		
FUJITSU LTD	FTU UN Equity	811,0	JPY	1.124.433,6	Računalnik in računalniške komponente	11,6	9,0	7,4	1,2	8,5	2,2	19,0	11,6	20,8	9,7	10,1	13,5	13,6	0,2		
HEWLETT-PACKARD CO	HPE UN Equity	45,6	USD	430,574,5	Računalnik in računalniške komponente	26,2	25,8	24,4	1,5	37,0	1,6	67,3	10,0	15,6	15,6	33,0	11,8	11,8	0,3		
HTC CORP	HTC TT Equity	57,0	TWD	171.197,6	Računalnik in računalniške komponente	19,7	14,5	10,9	0,9	9,3	3,9	36,6	20,6	27,8	8,7	9,9	19,3	11,8	0,3		
INT'L BUSINESS MACHINES CORP	IBM UN Equity	126,4	USD	8.490,2	Računalnik in računalniške komponente	12,2	8,0	6,8	1,5	10,1	2,6	26,0	0,0	13,4	11,2	12,4	20,0	6,3	0,3		
LEXMARK INTERNATIONAL INC/A	LXK UN Equity	36,5	USD	3.213,8	Računalnik in računalniške komponente	7,8	3,4	0,5	1,3	0,6	2,6	2,2	71,5	6,2	11,7	5,3	50,0	5,0	0,6		
NEC CORP	NEXNP UN Equity	50,9	JPY	1.031.194,0	Računalnik in računalniške komponente	13,8	9,4	9,0	0,9	8,0	2,1	16,8	0,0	19,0	11,6	11,8	9,9	17,0	11,6	0,3	
NETAPP INC	NTAP UN Equity	24,7	USD	8.142,2	Računalnik in računalniške komponente	33,4	25,8	17,4	0,6	10,8	1,2	12,5	0,0	35,2	11,2	11,2	11,4	11,4	11,6	0,2	
LOGICIS CORP	LGCI UN Equity	19,3	USD	5.533,1	Računalnik in računalniške komponente	17,6	11,3	4,8	3,6	0,9	3,1	1,5	45	0,0	49,8	11,3	13,2	13,3	13,3	0,6	
SANDISK CORP	SDKS UN Equity	17,6	USD	9.969,2	Računalnik in računalniške komponente	10,5	4,8	2,9	0,9	2,7	2,4	6,3	0,0	33,9	10,6	11,1	6,4	9,8	0,5		
SUN MICROSYSTEMS INC	JAVA UN Equity	10,9	USD	8.490,2	Računalnik in računalniške komponente	2,6	17,7	12,6	1,4	17,4	1,9	32,7	0,0	30,3	10,7	10,7	32,1	17,0	0,2		
TOSHIBA CORP	TCL UN Equity	693,0	JPY	2.243.647,0	Računalnik in računalniške komponente	8,1	3,1	1,7	1,3	5,6	12,0	30,5	44,4	7,7	11,8	9,4	10,0	11,0	11,0	0,6	
AGILENT TECHNOLOGIES INC	AUN Equity	36,4	USD	13.097,1	Elektronika oprema in orodja	16,3	12,8	11,2	0,8	8,6	2,2	18,5	0,0	15,4	9,5	10,6	7,4	14,0	14,0	0,2	
AOI OPTRONICS CORP	AOI Equity	37,9	TWD	321.939,5	Elektronika oprema in orodja	28,1	12,7	11,8	0,8	9,9	2,2	21,6	34,4	3,1	11,7	14,4	11,8	11,6	6,6	0,5	
ELECTROCOMPONENTS PLC	ECPM LN Equity	169,9	Gbp	737,9	Elektronika oprema in orodja	14,0	11,1	6,9	1,4	2,3	2,2	22,0	125,2	33,0	10,9	12,6	12,6	10,0	10,0	0,2	
FUJIFILM HOLDINGS CORP	FJF UN Equity	349,0	JPY	1.796.044,0	Elektronika oprema in orodja	15,2	7,3	3,7	0,9	3,2	1,7	5,4	16,9	40,7	8,5	11,3	6,2	14,2	14,2	0,5	
HIROSE ELECTRIC CO LTD	H800 UN Equity	10840,0	JPY	4.734.824,8	Elektronika oprema in orodja	38,7	30,0	19,1	0,4	8,4	1,1	9,5	27,0	38,4	10,6	10,6	10,5	1,5	10,0	0,7	
HITACHI LTD	6501 JT Equity	812,0	JPY	2.734.918,0	Elektronika oprema in orodja	92,0	31,1	neg	1,1	12,6	0,6	12,0	30,5	44,4	7,7	11,8	9,4	39	100,0	0,7	
HON HAI PRECISION INDUSTRY	2317 TT Equity	160,0	TWD	1.006.523,0	Elektronika oprema in orodja	3,5	2,8	2,3	0,3	14,3	1,8	25,3	24,3	13,2	14,9	15,5	9,2	23,2	0,2		
HOYA CORP	7741 JT Equity	2465,0	JPY	1.072.317,0	Elektronika oprema in orodja	29,1	19,7	17,0	0,8	14,4	1,5	21,6	34,4	15,3	9,8	10,9	14,3	14,3	14,3	0,3	
JABIL CIRCUIT INC	JBL UN Equity	185,5	USD	3.885,6	Elektronika oprema in orodja	4,6	2,4	2,4	0,6	1,8	1,3	2,5	1,1	4,3	4,8	39,8	8,8	16,7	0,0		
KEYDERA CORP	6881 JT Equity	23220,0	JPY	1.665.794,0	Elektronika oprema in orodja	52,2	51,0	31,0	0,4	13,0	1,1	14,3	1,3	10,7	27,1	9,8	10,7	9,0	12,0	0,2	
MOLEX INC	6891 JT Equity	9580,0	JPY	1.834.656,0	Elektronika oprema in orodja	18,1	11,8	8,3	0,6	5,2	1,4	7,2	21,2	34,6	8,6	8,7	6,2	2,1	14,2	0,4	
MURATA MANUFACTURING CO LTD	MOLX UN Equity	26,0	USD	4.520,0	Elektronika oprema in orodja	16,1	10,5	6,5	1,0	6,2	1,3	8,3	37,5	36,4	10,6	10,9	8,9	14,4	0,4		
TDK CORP	TDK UN Equity	4910,0	JPY	1.016.044,0	Elektronika oprema in orodja	28,6	28,3	12,3	0,6	7,6	1,2	9,3	28,3	36,5	10,7	10,9	9,5	-2,8	0,4		
TYCO ELECTRONICS LTD	881216,5	USD	16298,1	Elektronika oprema in orodja	18,0	14,2	12,4	0,4	14,2	1,2	9,7	23,5	10,0	11,4	10,4	14,5	10,4	10,6	28,3	18,7	
AKAMAI TECHNOLOGIES	34,4	USD	4.391,3	Elektronika oprema za internete in storitve	33,4	26,5	18,1	0,4	7,0	1,3	8,7	0,0	33,7	13,7	13,7	14,1	14,1	14,1	12,0	0,2	
EWAY INC	EBAY UN Equity	23,1	USD	23.666,9	Elektronika oprema za internete in storitve	33,4	26,7	16,1	0,4	7,0	1,3	8,7	0,0	43,8	11,1	11,1	14,4	16,9	0,2		
GOOGLE INC-CL A	GOOG UN Equity	510,2	USD	160.414,9	Programska oprema za internete in storitve	36,5	30,0	24,6	0,8	19,2	1,1	21,2	37,7	31,1	10,8	10,8	15,7	31,1	0,1		
VERISIGN INC	VRSN UN Equity	32,5	USD	6.269,7	Programska oprema za internete in storitve	26,5	12,9	10,3	0,4	14,3	0,4	5,6	1,3	7,1	0,0	20,2	11,5	11,5	19,0	0,6	
YAHOO! INC	YHOO UN Equity	37400,0	JPY	2.217.243,0	Programska oprema za internete in storitve	52,1	47,6	23,9	0,8	18,2	1,6	28,5	10,1	14,5	10,4	10,4	14,5	10,4	10,6	28,3	18,7
AFFILIATED COMPUTER SVCS,A	ACI UN Equity	50,3	USD	4.433,6	IT Storite	11,3	4,5	3,0	1,0	14,0	1,7	6,6	33,7	10,3	14,0	14,0	35,7	10,3	9,8	13,5	0,4
AUTOMATIC DATA PROCESSING	ADP UN Equity	45,7	USD	4.380,6	IT Storite	22,4	18,2	14,3	0,3	4,9	4,9	24,2	49,4	36,9	10,3	10,3	18,0	12,9	0,2		
CAP Gemini SA	CAP FP Equity	42,5	EUR	6.181,5	IT Storite	10,2	8,1	5,8	0,9	4,9	2,4	11,7	33,0	5,8	12,5	13,7	9,1	9,1	15,3	0,2	
COGNIZANT TECH SOLUTIONS A	CTSH UN Equity	30,8	USD	8.973,3	IT Storite	20,2	17,6	16,0	1,4	22,1	1,2	27,6	0,0	15,7	14,1	14,1	26,5	0,1			
MASTERCARD INC-CLASS A	MAJ UN Equity	239,0	USD	30.866,4	IT Storite	14,7	7,0	3,3	1,1												

na dajevanje

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Kapitalizacija v mil.	Dajavnost	EBITDA marža v %	EBIT marža v %	Obrat	Neto marža v %	ROA v %	ROE v %	D/E	Izbidička vstopina	WACC v %	Efektivna davačica	Dolgoročni kapitalski intenzitet	ROI/C v %	lastniških del na rast	
RICOH CO LTD	7752 JT Equity	1853.0	JPY	1.380.322.0	Pisanjska elektronika	12.5	8.2	4.8	1.0	4.8	2.1	9.9	22.4	36.0	8.9	11.5	8.0	4.5	
XEROX CORP	XRX UN Equity	14.4	USD	12.551.14	Pisanjska elektronika	13.5	9.8	3.4	1.5	14.5	3.5	5.5	9.1	11.3	7.9	12.3	0.3	0.3	
ADVANCED MICRO DEVICES	AMD UN Equity	5.6	USD	3.424.6	Polprevozniki in polprevodniška oprema	9.9	neg.	neg.	0.5	5.0	1.2	6.0	54.0	29.3	10.9	10.9	-0.4	12.4	
ADVANTEST CORP	6887 JT Equity	2450.0	JPY	488.938.6	Polprevozniki in polprevodniška oprema	17.3	12.4	9.1	0.5	5.0	1.2	6.0	neg.	neg.	neg.	11.3	10.9	-9.0	
ALTERA CORPORATION	ALTR UW Equity	23.9	USD	7.174.4	Polprevozniki in polprevodniška oprema	28.0	25.6	23.7	0.6	14.5	1.6	23.5	14.3	15.5	11.1	11.7	17.7	0.1	
ANALOG DEVICES	ADI UN Equity	32.6	USD	9.449.2	Polprevozniki in polprevodniška oprema	22.6	22.7	27.9	0.5	14.3	1.2	45.2	23.7	10.2	10.2	14.4	14.1	0.2	
APPLIED MATERIALS INC	AMAT UN Equity	19.3	USD	26.160.1	Polprevozniki in polprevodniška oprema	23.4	19.6	13.6	1.2	17.0	1.4	23.6	18.7	30.9	9.7	9.7	25.3	14.1	
ARM HOLDINGS PLC	ARM LN Equity	110.0	GBP	1.384.8	Polprevozniki in polprevodniška oprema	26.2	16.1	12.7	0.4	5.1	1.1	5.7	73.3	27.5	12.3	12.3	5.1	14.7	
ASML HOLDING NV	ASML NA Equity	16.7	EUR	7.451.3	Polprevozniki in polprevodniška oprema	23.4	20.6	19.3	0.9	7.2	2.0	33.9	0.0	9.5	12.2	12.8	24.3	13.2	
BROADCOM CORP-CL A	BRCM UW Equity	27.5	USD	13.930.5	Polprevozniki in polprevodniška oprema	8.4	6.4	7.8	0.6	4.4	1.2	5.2	0.0	2.6	10.5	10.5	10.5	15.4	
INFINEON TECHNOLOGIES AG	IFX GX Equity	5.9	EUR	4.419.7	Polprevozniki in polprevodniška oprema	13.0	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	-11.8	12.3	15.5	-6.5	
INTEL CORP	INTC UW Equity	24.3	USD	136.389.7	Polprevozniki in polprevodniška oprema	37.3	25.8	17.8	0.8	13.4	1.3	17.6	37.5	30.7	12.8	13.0	14.6	12.3	
KLA-TENCOR CORPORATION	KLAC UW Equity	39.8	USD	6.886.0	Polprevozniki in polprevodniška oprema	24.8	19.8	14.2	0.5	7.6	1.4	11.0	30.2	35.9	10.2	10.8	10.2	20.6	
LINEAR TECHNOLOGY CORP	LTCI UW Equity	34.0	USD	7.536.7	Polprevozniki in polprevodniška oprema	51.0	48.4	33.0	0.8	27.7	44.7	28.4	9.7	11.2	29.8	15.8	0.1		
LSI CORP	LSI UN Equity	7.7	USD	4.923.7	Polprevozniki in polprevodniška oprema	11.3	0.1	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	-1.1	11.3	11.7	0.0	11.8	0.9	
MEDIATEK INC	2454 TT Equity	352.0	TWD	377.749.6	Polprevozniki in polprevodniška oprema	44.4	42.0	44.9	0.9	38.6	1.1	43.8	58.4	3.6	15.2	36.8	12.0	0.1	
MEMC ELECTRONIC MATERIALS	MCHP UW Equity	49.9	USD	12.263.2	Polprevozniki in polprevodniška oprema	49.3	44.9	32.4	1.1	35.5	1.5	51.6	0.0	30.1	13.4	42.2	24.7	0.1	
MICROCHIP TECHNOLOGY INC	MCHP UW Equity	33.9	USD	6.241.9	Polprevozniki in polprevodniška oprema	41.1	31.7	28.3	0.4	12.5	1.6	19.6	83.9	14.5	10.9	11.1	10.7	14.2	
MICRON TECHNOLOGY INC	MU UN Equity	5.4	USD	4.102.0	Polprevozniki in polprevodniška oprema	18.4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	-16	11.8	13.1	-7.1	12.0	1.6	
NATIONAL SEMICONDUCTOR CORP	NVS UN Equity	23.3	USD	5.428.9	Polprevozniki in polprevodniška oprema	36.5	28.3	17.6	0.9	15.1	2.2	33.8	15.2	26.4	9.0	10.3	-80.4	13.8	
NOVELLUS SYSTEMS INC	NVDA UW Equity	13.0	USD	2.281.4	Polprevozniki in polprevodniška oprema	15.3	10.4	8.7	1.1	9.6	1.3	12.7	0.0	32.3	10.4	11.0	9.6	15.0	
NUVIDA CORP	NUVD UN Equity	64.040.0	JPY	765.080.9	Polprevozniki in polprevodniška oprema	23.9	12.8	12.6	2.0	24.8	1.4	34.5	0.0	10.5	12.5	12.5	15.2	15.4	
ROHMCO LTD	6963 JG Equity	579000.0	KRW	85.286.320.0	Polprevozniki in polprevodniška oprema	20.6	9.4	8.6	0.4	3.5	1.2	4.1	79.5	44.9	9.2	9.2	5.6	3.4	
STIMCROELECTRONICS CO LTD	STIM FP Equity	8.5	EUR	7.744.0	Polprevozniki in polprevodniška oprema	18.3	5.4	0.8	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11.7	12.7	12.9	14.0	9.5	
TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFAC	TER UN Equity	9.8	TWD	1.571.825.0	Polprevozniki in polprevodniška oprema	13.5	6.5	6.1	0.8	4.7	1.3	6.0	0.0	16.2	11.7	11.7	18.2	0.4	
TEXAS INSTRUMENTS INC	TXN UN Equity	235.0	USD	33.453.6	Polprevozniki in polprevodniška oprema	33.9	26.4	20.1	1.0	20.0	1.2	24.9	16.1	27.3	10.4	10.4	22.7	13.6	
UNITED MICROELECTRONICS CORP	8035 JT Equity	6300.0	JPY	1.137.849.0	Polprevozniki in polprevodniška oprema	21.6	18.6	11.8	1.0	11.8	1.3	13.9	13.9	14.0	11.7	13.4	4.0	9.2	
XILINX INC	XILNX UW Equity	27.1	USD	7.480.7	Polprevozniki in polprevodniška oprema	28.0	24.1	35.8	0.6	34.8	0.6	19.4	1.1	21.9	70.3	9.6	11.6	11.7	9.7
ADBE SYSTEMS INC	ADBE UW Equity	45.1	USD	23.928.8	Programska oprema	36.6	24.3	0.5	12.4	1.2	14.8	0.0	24.5	11.6	11.7	13.6	15.0		
AUTOESK INC	BMC SOFTWARE INC	38.4	USD	8.592.9	Programska oprema	22.9	19.9	15.5	1.1	17.8	1.7	30.4	0.0	25.8	11.7	11.8	24.6	16.1	
CA INC	CA UN Equity	35.0	USD	6.662.9	Programska oprema	30.4	21.4	14.9	0.6	9.5	3.2	30.7	0.0	11.1	11.3	34.9	15.0		
CITRIX SYSTEMS INC	CITRIX UW Equity	24.6	USD	12.764.6	Programska oprema	31.2	25.0	13.9	0.3	4.3	3.2	13.6	16.5	36.4	10.6	11.7	11.0	0.2	
COMPUWARE CORP	CPWR UW Equity	31.4	USD	5.728.6	Programska oprema	18.1	11.1	12.7	0.7	9.4	1.4	13.0	0.0	7.5	10.7	8.3	14.5		
DASSAULT SYSTEMES SA	DSY FP Equity	11.7	EUR	2.974.6	Programska oprema	22.4	18.0	13.5	0.5	6.6	2.0	13.1	0.0	26.8	13.2	14.3	10.0		
ELECTRONIC ARTS INC	ERTS UW Equity	42.3	USD	5.974.1	Programska oprema	16.2	21.2	14.3	0.7	9.8	1.7	16.6	20.7	10.1	10.8	8.7	15.1		
INTUIT INC	INTU UW Equity	30.6	USD	15.380.0	Programska oprema	0.9	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	30.6	32.8	11.0	11.3	17.7	12.8	
MICROSOFT CORP	MSFT UW Equity	27.8	USD	253.913.2	Programska oprema	29.7	23.9	17.4	0.7	12.5	1.9	34.9	0.0	10.5	26.6	14.6	14.6		
MYSYS INC	MSY LN Equity	157.8	GBP	26.8	Programska oprema	26.8	19.2	23.0	0.1	2.5	2.0	52.5	23.1	25.8	10.0	10.0	35.9	12.0	
NINTENDO CO LTD	7974 JO Equity	50400.0	JPY	7.140.118.0	Programska oprema	29.6	29.1	15.4	1.0	15.2	1.4	22.1	62.6	40.7	11.2	11.2	27.3	18.3	
NOVELL INC	NOVL UW Equity	5.9	USD	2.070.1	Programska oprema	4.4	0.4	0.1	neg.	neg.	neg.	neg.	85.3	87	10.1	0.1	12.6	1.0	
ORACLE CORP	ORCL UW Equity	23.0	USD	118.790.6	Programska oprema	42.3	35.7	24.6	0.5	13.5	2.0	27.6	0.0	29.4	10.3	10.9	24.5	13.4	
SAGE GROUP PLC/THE	SGE LN Equity	204.8	GBP	2.679.5	Programska oprema	26.1	22.0	13.4	0.5	7.0	2.2	15.2	59.3	31.0	9.0	10.1	11.3	9.9	
SAP AG	SAP GV Equity	38.5	EUR	48.031.5	Programska oprema	27.4	24.2	16.5	1.2	19.3	1.6	30.4	31.0	31.8	9.6	9.6	28.7	14.6	
SYMANTEC CORP	SYMC UW Equity	22.3	USD	18.686.8	Programska oprema	28.2	14.9	9.1	0.3	2.6	4.1	0.0	34.2	9.3	100	100	50	12.8	

Izračunava se različna podloga (za zadnjih 12 mesecev) s sledenimi podatki. WACC je izračunana na podlagi modela CAPM, ROI/C je izračunana kot NOPL/T-1 deljen z dolgoročnim finančnim dogovorom in lastniškim kapitalom.

Vir: Bloomberg (zajem podatkov na dan 18.08.2008), lastni prikaz.

Tabela 9. Seznam podjetij in osnovni podatki v seštevju na rovinje in materiali v okviru indeksa S&P/200.

Podjetje			Simbol	Cena	Vredna	Kapitalizacija v milu	Trena	Dejavnost	EBITDA	EBIT	Neto marža v %	Obrat	ROA v %	D/E	ROE v %	WACC v %	izplačila v stopnji	Efektivna davnica v stopnji	Delež lastniškega kapitala v %	Dolgoročno ROIC v %	Kratitska ročnost	
AGRUM INC	AGU CT Equity	83,2	CAD	13.1377	Kemija	20,9	18,4	14,3	0,7	9,7	2,1	20,4	3,6	32,6	14,5	v 16,1	23,0	50,0	0,1			
AIR LIQUIDE	ALFP Equity	83,3	EUR	21.690,0	Kemija	22,5	14,9	9,3	0,7	6,5	2,7	17,8	49,1	25,8	9,7	11,2	10,3	10,7	10,2	0,3		
AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC	APD UN Equity	90,6	USD	19.181,9	Kemija	22,6	14,0	9,0	0,7	8,7	2,3	19,9	30,7	9,8	12,0	6,1	13,1	12,7	0,4			
AKZO NOBEL	AKZA NA Equity	41,5	EUR	10.763,0	Kemija	8,4	5,5	73,5	0,8	58,3	2,1	123,0	115,1	30,7	9,3	10,0	4,4	4,4	6,4	0,3		
ALTANA AG	ALTY G Equity	10,6	EUR	1.489,6	Kemija	1,9	1,4	13,7	8,3	0,4	3,2	1,2	3,8	50,3	33,3	9,3	10,4	8,5	33,0	0,4		
ASAH KASEI CORP	ASAH JI Equity	340,7	JPY	711.265,0	Kemija	1,9	1,9	7,5	4,1	1,2	4,9	2,2	10,7	26,0	34,5	23,3	10,5	10,6	4,9	3,7		
ASH UN INC	ASH UN Equity	507,0	USD	2.565,0	Kemija	3,9	2,0	2,5	1,5	3,8	2,0	7,7	34,5	23,3	10,5	10,7	12,2	10,2	22,2	4,3		
BASF SE	BAS G Equity	40,1	EUR	32.907,4	Kemija	1,8	1,3	13,4	7,3	1,2	8,8	2,5	45,9	37,1	10,1	12,2	12,2	12,2	12,2	4,3		
CIBA HOLDING AG	CBN VX Equity	32,1	CHF	2.208,7	Kemija	1,9	0,5	3,6	0,7	2,7	2,7	1,1	14,2	2,4	91,4	12,6	9,3	9,3	9,3	0,4		
CLARANT AG-REG	CLN VX-Equity	10,1	CHF	2.320,0	Kemija	9,2	6,1	0,2	neg.	neg.	0,0	80,3	8,4	13,2	9,2	10,1	10,1	10,1	10,1	0,4		
DOW CHEMICAL	DOW UN Equity	35,0	USD	32.355,4	Kemija	10,1	6,2	4,4	1,4	6,1	2,6	15,8	54,0	30,6	9,0	11,1	11,9	12,4	12,4	0,4		
DUPONT (E.I.) DE NEMOURS	DD UN Equity	45,7	USD	41.228,9	Kemija	17,7	13,2	10,5	0,9	9,0	3,3	29,7	46,8	9,4	10,9	10,9	10,9	6,4	6,4	0,2		
EASTMAN CHEMICAL COMPANY	EMN UN Equity	60,9	USD	4.649,3	Kemija	13,4	9,3	5,1	1,0	4,9	3,0	14,6	45,2	26,4	9,2	10,4	12,4	12,4	6,3	6,3		
ECOLAB INC	ECL UN Equity	46,4	USD	11.463,3	Kemija	12,7	12,2	8,0	1,2	9,4	2,5	23,6	27,4	9,6	10,4	19,0	14,0	14,0	14,0	0,3		
FORMOSA CHEMICALS & FIBRE	FSC UN Equity	54,1	TWD	298.887,9	Kemija	12,9	9,4	19,9	0,7	14,2	1,4	20,5	81,1	6,8	12,1	13,2	5,8	5,8	5,8	0,3		
FORMOSA PLASTICS CORP	FSC UN Equity	62,5	TWD	387.529,5	Kemija	15,7	10,4	26,3	0,6	15,3	1,4	21,6	80,2	5,7	12,4	13,5	6,2	6,2	6,2	0,3		
GWADAN-REG	GWN VX-Equity	890,0	CHF	6.471.06	Kemija	24,2	13,8	2,4	0,6	1,5	2,3	3,4	150,8	32,2	6,6	6,9	9,0	10,9	10,9	0,3		
HERCULES INC	HPC UN Equity	21,3	USD	2.405,2	Kemija	17,0	12,2	7,3	0,9	6,5	7,6	49,6	6,7	28,7	10,3	12,5	17,1	12,5	12,5	0,3		
INT'L FLAVORS & FRAGRANCES	IFF UN Equity	42,1	USD	3.305,2	Kemija	18,9	15,4	9,7	1,0	9,5	3,4	32,5	30,8	8,3	9,7	24,2	24,2	24,2	24,2	0,2		
JOHNSON MATTHEY PLC	JMAT LN Equity	158,7	GBP	3.404,8	Kemija	5,0	3,9	2,5	3,2	7,9	2,1	16,7	41,4	29,4	10,7	14,6	14,6	10,0	10,0	0,2		
JSR CORP	JSR LN Equity	1906,0	JPY	487.717,1	Kemija	19,9	14,7	9,1	1,0	9,0	1,7	15,2	21,7	31,6	10,2	10,6	18,9	13,2	13,2	0,3		
KURAKAY CO LTD	KURAY CO LTD	1301 TT Equity	USD	6.814,3	Kemija	19,8	11,6	6,6	0,6	4,2	1,8	24,9	9,9	12,0	6,9	11,3	11,3	11,3	11,3	0,3		
LINDE AG	LIN GX Equity	87,1	EUR	48.761,7	Kemija	19,1	11,5	6,1	0,8	5,1	1,4	7,3	30,0	35,1	8,6	9,2	8,7	36,0	36,0	0,4		
MITSUBISHI CHEMICAL HOLDINGS	MITSUBISHI CHEMICAL HOLDINGS	636,0	JPY	967.999,3	Kemija	19,3	9,5	5,8	0,6	3,6	3,2	11,4	30,3	22,1	9,1	11,2	8,9	8,9	8,9	0,5		
MONSANTO CO	MON UN Equity	112,5	USD	61.653,2	Kemija	30,6	25,5	18,0	0,4	8,0	1,8	14,2	32,5	30,1	10,2	10,4	14,0	10,5	10,5	0,2		
PAN-YA PLASTICS CORP	PAN-YA PLASTICS CORP	50,0	TWD	609.892,1	Kemija	17,1	10,5	6,3	1,2	7,8	1,6	12,5	28,6	31,6	9,1	9,3	12,5	6,2	6,2	0,4		
NITTO DENKO CORP	NITTO DENKO CORP	69,88 TT Equity	USD	28.118,7	Kemija	27,0	19,1	12,2	0,8	9,6	2,5	24,3	32,5	26,5	10,0	10,8	10,8	12,2	12,2	0,3		
NOVA CHEMICALS CORP	NCX CT Equity	28,5	CAD	2.372,0	Kemija	10,8	7,3	3,8	2,1	3,8	2,1	5,4	42,1	8,9	8,0	10,7	19,8	3,1	3,1			
NOVOZYMES A/S-B SHARES	NZYMB DC Equity	51,4	DKK	33.410,0	Kemija	23,7	18,6	13,2	0,9	12,5	2,4	29,5	24,8	9,6	9,9	23,7	11,2	11,2	0,2			
ORICA LTD	ORICA LTD	24,9	AUD	8.625,4	Kemija	17,3	14,0	8,8	0,9	7,7	2,8	60,0	23,1	13,9	15,7	16,3	12,4	12,4	0,2			
POT CT Equity	POT CT Equity	179,9	CAD	56.156,8	Kemija	42,2	38,0	28,9	0,5	13,9	1,8	25,1	27,6	14,9	15,3	22,8	40,0	40,0	0,2			
PPG INDUSTRIES INC	PPG INDUSTRIES INC	64,6	USD	10.597,4	Kemija	13,2	9,8	5,3	1,4	7,4	3,1	22,5	41,2	29,6	9,1	11,5	17,3	10,9	10,9	0,2		
PRAXAIR INC	PRAXAIR INC	69,3	USD	14.577,4	Kemija	27,0	19,1	12,2	0,8	9,6	2,5	24,3	32,5	26,5	10,0	10,8	10,8	12,2	12,2	0,3		
RÖHM AND HAAS CO	RÖHM AND HAAS CO	75,3	JPY	14.577,4	Kemija	15,0	10,0	6,5	1,0	6,7	2,8	18,4	45,9	22,3	8,4	9,7	11,5	11,6	11,6	0,3		
SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	639,0	JPY	27.811.62,0	Kemija	31,1	20,9	13,3	0,7	9,7	1,4	13,3	21,1	37,4	11,5	11,2	12,2	12,2	12,2	0,3		
SIGNAL ALDRICH	SIGNAL ALDRICH	59,2	USD	7.453,5	Kemija	27,2	22,6	15,2	0,8	12,5	1,6	20,6	19,3	30,3	9,1	9,6	19,7	10,8	10,8	0,2		
SOC QUIMICA Y MINERA CHILE-B	SOC QUIMICA Y MINERA CHILE-B	181.063,0	CLP	5.178.760,5	Kemija	33,3	29,8	20,9	0,5	9,3	1,7	15,9	37,5	19,5	12,5	13,9	13,9	10,6	10,6	0,2		
SOLVAY SA	SOLVAY SA	83,8	EUR	7.085,3	Kemija	15,2	10,3	6,1	1,1	7,0	2,6	18,3	23,9	27,6	10,4	12,2	12,2	12,2	12,2	4,5		
SUMITOMO CHEMICAL CO LTD	SUMITOMO CHEMICAL CO LTD	681,0	JPY	1.127.359,0	Kemija	12,0	5,4	3,3	0,8	2,7	3,0	8,1	31,4	34,4	7,0	10,8	14,0	17,3	9,6	8,0		
SYNTHETIC AG-PREC	SYNTHETIC AG-PREC	268,0	CHF	29.729,5	Kemija	22,6	18,6	12,0	0,7	8,8	2,1	19,0	36,5	21,1	9,3	9,3	16,2	16,2	0,3			
TEIJIN LTD	TEIJIN LTD	340,0	JPY	334.817,9	Kemija	12,3	6,3	4,2	1,0	1,3	2,7	3,3	62,4	85,5	5,1	8,7	8,3	39,0	39,0	0,5		
TOKRAY INDUSTRIES INC	TOKRAY INDUSTRIES INC	500,4	JPY	700.740,7	Kemija	11,5	6,3	2,9	1,0	2,9	2,9	19,1	29,1	33,5	6,6	10,2	6,5	78,0	78,0	0,5		
UNICORE	UNICORE	26,4	EUR	3.302,5	Kemija	5,3	3,7	7,9	2,4	18,5	2,9	15,9	37,5	19,5	12,5	13,2	15,1	14,8	14,8	0,2		
YARA INTERNATIONAL ASA	YARA INTERNATIONAL ASA	307,0	NOK	89.659,1	Kemija	16,6	13,8	14,6	1,0	14,9	2,2	33,1	19,3	20,6	12,2	12,2	12,2	14,3	14,3	31,6		
CEMENTO SAB-CPO	CEMENTO SAB-CPO	22,2	MXX	180.276,8	Grabeni materiali	20,2	12,5	9,5	0,6	6,0	2,9	2,7	17,3	20,6	7,0	26	18,0	47,3	17,6	10,2	8,1	
CIMPOR CIMENTOS DE PORTUGAL	CIMPOR CIMENTOS DE PORTUGAL	4,2	EUR	2.805,6	Grabeni materiali	29,5	21,3	14,7	0,5	7,0	2,1	21	36,5	9,1	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	0,3		
CRH PLC	CRH PLC	28,5	USD	9.854,2	Grabeni materiali	13,6	9,9	6,8	1,1	7,5	2,5	19,1	25,8	19,1	13,2	13,6	13,6	13,6	13,6	4,7		
HOLCIM LTD-RGG	HOLCIM LTD-RGG	80,0	CHF	21.060.05	Grabeni materiali	29,8	24,8	19,5	10,3	6,6	2,7	3,1	23,2	22,8	19,9	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	0,2	
LAFARGE SA	LAFARGE SA	84,3	USD	16.430,3	Grabeni materiali	14,6	9,8	4,9	1,0	5,1	3,0	15,6	23,9	8,7	12,5	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	0,2	
VULCAN MATERIALS CO	VULCAN MATERIALS CO	23,7	USD	3.749,9	Grabeni materiali	14,3	10,8	5,7	1,2	6,8	2,8	19,2	18,3	26,3	8,9	11,3	10,9	10,9	9,7	9,7	0,2	
AMCOR LTD	AMCOR LTD	196,10	JPY	424.736,9	Embalža	9,3	2,9	0,5	0,8	0,4	1,5	0,6	53,6	66,0	7,8	8,4	17	13	13	13	13	0,1
TOYO SEIKAN KAISHA LTD	TOYO SEIKAN KAISHA LTD	13,2	EUR	3.361,8	Embalža	9,5	7,6	4,5	1,5	6,7	2,1	14,2	28,6	31,3	10,3	11,8	15,3	6,3	6,3	6,3	0,2	
ACERINOK SA	ACERINOK SA	51,3	CAD	7.369,8	Kovine in rudarsvo	38,1	31,3	27,2	0,2	6,6	1,3	5,8	27,6	13,4	18,4	8,4	10,5	30,7	37,6	37,6	0,2	
AK STEEL HOLDING CORP	AK STEEL HOLDING CORP	51,2	USD	5.740,4	Kovine in rudarsvo	12,6	9,7	6,2	1,2	7,5	2,3	22,8	30,0	6,0	0	35,1	10,5	30,7	10,5	10,5	0,3	
REX-AM PLC	REX-AM PLC	407,3	GBP	2.609,6	Kovine in rudarsvo	14,6	9,8															

Podjetje	Simbol	Cena	Valuta	Tržna kapitalizacija v mil.	Dejavnost	EBITDA maja v % manjša v %	EBIT maja v % manjša v %	Neto obrat	ROA v %	DJE	ROE v %	Dolž izplačila v dobičku v %	Efektivna davačna stopnja	Srošek WACC v % a kapitala v %	lastniškega ROIC v % a rast v %	Dolgoročna intenzivnost			
BHP BILLITON PLC	BLT LN Equity	1565.0	GBP	96.075.1	Kovine in rudarsko	30.3	30.2	27.7	2.0	49.8	20.1	28.5	14.1	15.0	26.0	0.1			
BLUESCOPE STEEL LTD	BSL AN Equity	9.0	AUD	6.839.6	Kovine in rudarsko	1.7	5.7	1.6	9.3	2.2	49.0	31.6	12.9	14.7	19.0	0.3			
BOLDEN AB	BOL SS Equity	39.8	SEK	10.913.1	Kovine in rudarsko	55.1	10.9	8.5	1.6	14.0	1.9	26.1	28.9	13.8	13.2	15.3	2.3		
CHINA STEEL CORP					Kovine in rudarsko											0.3			
CHIA SIDERURGICA NACIONAL SA	CNSMA 3S Equity	52.2	TWD	486.753.2	Kovine in rudarsko	39.5	29.0	24.7	0.8	18.7	1.3	24.1	77.9	16.9	11.1	11.6	12.8		
CHIA VALE DO RIO DOCE	VALES BS Equity	38.0	BRL	41.939.92	Kovine in rudarsko	49.8	42.1	25.2	0.6	15.6	2.7	41.6	23.1	12.8	13.9	23.5	29.0		
FIRST QUANTUM MINERALS LTD	FM CT Equity	41.6	CAD	4.253.6	Kovine in rudarsko	60.6	56.0	34.1	0.7	23.6	1.8	41.5	9.9	27.8	14.9	32.4	25.6		
FORDING CANADIAN COAL TRUST	FDG-LCT Equity	91.6	CAD	13.759.1	Kovine in rudarsko	34.8	31.8	28.4	1.1	30.9	3.5	107.8	111.3	13.0	11.8	12.0	34.3		
FORTESCUE METALS GROUP LTD	FMG AN Equity	7.7	AUD	21.468.7	Kovine in rudarsko	reg.	neg.	reg.	neg.	neg.	neg.	17.1	19.1	-0.9			0.1		
FREEPORT-MCMORAN COPPER	FCX UN Equity	84.4	USD	32.402.2	Kovine in rudarsko	20.4	16.0	10.2	0.9	9.1	3.0	35.5	17.2	12.0	12.0	37.2	6.3		
GERDA S.A.	GERB3S Equity	24.0	BRL	38.404.0	Kovine in rudarsko	48.5	28.7	22.4	0.1	2.5	1.5	3.6	33.8	38.1	13.9	13.9	34	0.4	
GOLDCORP INC.	G CT Equity	31.2	CAD	22.200.9	Kovine in rudarsko	49.3	35.5	33.5	0.7	23.3	1.5	33.9	2.3	29.2	15.5	26.3	14.9		
INMET MINNING CORPORATION	IMN CT Equity	57.2	CAD	2.759.3	Kovine in rudarsko	20.7	14.9	7.4	0.9	6.5	2.7	17.5	26.3	40.7	9.5	98	60.0		
JFE HOLDINGS INC	JFE JT Equity	4680.0	JPY	2.875.572.0	Kovine in rudarsko	33.8	21.9	26.1	0.3	7.6	1.4	10.6	0.0	21.5	12.7	13.3	4.7		
KINROSS GOLD CORP	KCT Equity	15.8	CAD	9.712.7	Kovine in rudarsko	1.7	9.5	4.2	0.9	3.9	3.8	14.9	23.7	39.0	12.6	19.4	47.0		
KOBEL STEEL LTD	K406 JT Equity	267.0	JPY	83.712.3	Kovine in rudarsko	32.0	21.8	neg.	neg.	neg.	neg.	14.4	14.4	4.0	14.4	4.0	0.3		
LHIR GOLD LTD	LGL AN Equity	2.2	AUD	4.901.5	Kovine in rudarsko	46.2	42.2	27.1	0.3	9.4	2.2	20.5	27.4	23.3	13.6	14.1	24.0		
LONMIN PLC	LNL LN Equity	3428.0	GBP	5.362.0	Kovine in rudarsko	49.7	31.0	neg.	neg.	4.1	4.2	17.0	13.6	32.3	15.3	16.3	7.8		
LUNDIN MINING CORP	LUN CT Equity	4.7	CAD	1.842.8	Kovine in rudarsko	9.5	6.0	4.5	0.9	1.3	2.6	4.2	87.8	53.2	6.4	11.3	6.6	0.4	
MITSUBISHI MATERIALS CORP	M5111J Equity	389.0	JPY	487.513.6	Kovine in rudarsko	34.0	20.0	1.4	1.2	1.6	8.3	13.5	23.3	10.0	11.1	73.9	0.3		
MITSUI MINING & SMELTING CO	MCM AN Equity	296.0	AUD	11.142.1	Kovine in rudarsko	43.6	32.8	11.6	neg.	neg.	40.2	5.7	6.0	7.3	13.4		0.2		
NEWMONT MINING CORP	NEM UN Equity	41.5	USD	18.956.7	Kovine in rudarsko	16.4	13.3	7.4	0.9	6.7	2.8	19.5	36.9	9.9	13.3	11.7	15.0		
NIPPON STEEL CORP	N5401 JT Equity	538.0	JPY	3.662.156.6	Kovine in rudarsko	15.9	12.7	7.7	1.4	11.2	2.2	24.2	70.1	51.7	13.4	13.6	31.0	0.3	
NORSK HYDRO ASA	NHY NO Equity	56.2	NOK	68.041.3	Kovine in rudarsko	7.0	14.6	8.4	2.0	16.6	1.8	29.6	48.8	30.1	10.8	11.7	33.6	0.1	
NUCOR CORP	NUE UN Equity	50.4	USD	15.988.6	Kovine in rudarsko	56.4	27.9	0.5	14.7	16	24.2	39.5	31.8	17.3	18.2	22.2	8.9		
O2 MINERALS LTD	OZL AN Equity	1.8	AUD	5.712.1	Kovine in rudarsko	27.1	19.0	16.6	0.8	12.9	1.2	15.9	20.6	23.2	16.4	17.1	14.6	0.3	
POSCO	474500 KKP Equity	474500.0	KRW	41.370.150.0	Kovine in rudarsko	37.2	30.1	24.6	0.4	10.8	3.2	34.0	24.1	21.3	13.3	15.5	16.3	17.7	
RO TINTO LTD	RIO AN Equity	115.7	AUD	154.033.7	Kovine in rudarsko	10.7	10.9	8.0	1.1	20.7	2.6	20.7	35.3	29.0	11.2	12.8	15.5	0.2	
SALZGITTER AG	SZG GE Equity	101.0	USD	6.077.6	Kovine in rudarsko	20.7	17.2	10.2	0.8	8.1	0.7	7.7	26	20.3	25.4	34.3	9.7		
SSAB SVENSKT STAL AB-SER A	SSAB SS Equity	150.0	SEK	47.197.1	Kovine in rudarsko	21.7	15.7	10.3	0.7	7.7	2.6	12.6	19.4	13.6	14.0	11.4	51.0	0.3	
SUMITOMO METAL INDUSTRIES	S5713 JT Equity	1481.0	JPY	2.311.674.0	Kovine in rudarsko	16.4	13.7	12.2	1.1	13.6	1.9	25.4	12.6	16.5	9.9	12.1	13.7	0.2	
SUMITOMO METAL MINING CO LTD	TCKB LN Equity	1369.0	JPY	796.248.8	Kovine in rudarsko	43.4	37.4	23.3	0.6	12.9	1.8	22.6	26.0	32.6	15.7	16.5	17.5	0.1	
TECK COMINCO LTD-CL B	THYSSENKRUPP AG	39.0	CAD	17.283.3	Kovine in rudarsko	8.6	5.9	3.8	1.5	5.7	4.0	22.7	30.2	11.2	13.6	11.3	4.9	0.3	
TITANIUM METALS CORP	TIE LN Equity	11.1	USD	2.015.2	Kovine in rudarsko	26.5	22.6	17.0	1.2	20.0	1.4	27.2	5.2	28.1	15.0	15.1	21.8	0.1	
UNITED STATES STEEL CORP	X UN Equity	130.9	USD	15.376.9	Kovine in rudarsko	0.6	7.7	5.8	1.2	6.7	2.6	17.8	10.8	25.2	10.2	10.9	11.4	5.6	
VOE AV Equity	34.3	EUR			Kovine in rudarsko	11.0	6.9	1.1	7.4	2.8	20.9	45.0	21.3	14.1	14.1	6.4	6.0	0.2	
XTRALIA PLC	XTA LN Equity	2896.0	GBP	28.274.2	Kovine in rudarsko	35.8	28.4	17.4	0.6	11.1	2.4	26.2	5.9	26.3	12.1	13.6	15.9	0.2	
YAMANA GOLD INC	YRL CT Equity	10.4	CAD	7.287.0	Kovine in rudarsko	55.7	42.4	16.4	0.2	2.6	1.6	4.1	10.9	26.8	12.6	13.1	5.5	37.5	
ARACRUZ CELULOSE SA-PREF B	ARCZ6 SS Equity	9.4	BRL	11.171.7	Papirina in gozdarska industrija	40.3	22.0	23.3	0.5	10.7	1.9	20.5	47.9	23.7	10.0	11.3	8.2	-14.4	
EMPRESAS CMPC SA	CIMP CC Equity	15688.0	CLP	3.137.600.0	Papirina in gozdarska industrija	25.7	16.9	14.7	0.4	6.6	1.5	9.8	18.3	11.0	13.3	12.9	12.9	0.3	
HOLMEN AB-B SHARES	HOLM SS Equity	198.0	SEK	17.008.0	Papirina in gozdarska industrija	12.3	7.3	4.0	1.2	4.9	2.9	14.0	35.3	26.1	7.8	10.4	6.4	0.4	
INTERNATIONAL PAPER CO	IP UN Equity	29.0	USD	12.382.0	Papirina in gozdarska industrija	11.9	4.7	4.7	0.6	3.0	2.6	7.9	58.9	23.9	8.9	11.6	35.7	0.6	
MEADOWSTACO CORP	MWV UN Equity	27.1	USD	4.634.1	Papirina in gozdarska industrija	9.0	2.7	0.5	0.7	0.4	3.6	1.3	157.1	61.7	2.7	8.8	2.3	1.0	
NIPPON PAPER GROUP INC	3883 J-T Equity	30300.0	JPY	340.127.8	Papirina in gozdarska industrija	1.0	3.2	0.9	0.7	0.7	3.5	2.3	102.3	48.6	3.2	8.0	3.8	1.0	0.7
OJI PAPER CO LTD	3861 J-T Equity	561.0	JPY	597.118.2	Papirina in gozdarska industrija	12.3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	513.4	10.3	13.5	-2.5	11.6		
STORELENZO OY-JR-SHS	STERV FH Equity	7.4	EUR	5.863.7	Papirina in gozdarska industrija	17.1	7.3	6.5	0.8	5.1	2.3	11.7	43.3	9.5	9.5	5.5	3.1	0.5	
SVENSKA CELLULOSEA AB-B SHS	SCB SS Equity	77.5	SEK	54.955.5	Papirina in gozdarska industrija	14.6	6.0	3.5	0.2	0.6	2.0	1.2	451.8	29.7	9.5	13.5	1.1	5.8	1.1
UPM-KYMENE OYJ	UPM1V FH Equity	11.8	SEK	6.114.8	Papirina in gozdarska industrija	7.0	0.3	neg.	3.1	3.0	9.3	1032.0	1.1	8.9	11.6	0.4	0.9		
WEYERHAUSER CO	WY UN Equity	55.0	USD	11.717.1	Papirina in gozdarska industrija	neg.													

Dolgoročna rast je navedena podlagi analitikov za naslednjih 3 do 5 let, vnesena v Bloombergov sistem napovedi. Kapitalska intenzivnost je izračunana na podlagi modela CAPM, ROIC je izračunani kot NOPLAT, deljen z dolgoročnim finančnim dogom in lastniškim kapitalom.

Irr: Bloomberg, Zajem podatkov na dan 18/08/2008), lastni priz.

Tabela 10: Seznam podjetij in osnovni podatki v sektorju telekomunikacije v obziru indeksa S&P 1200.

	Podjetje	Simbol	Cena	Vredna	Tržna kapitalizacija v mil.	Djelavnost	EBITDA marža v %	Neto marža v %	Obrat v sredstev	Neto marža v %	ROA v %	DE	ROE v %	Djelež izplaća dobitka v stopnji	Efektivna daćiva WACC v %	Ispitivanja lastništeg kapitala	Dolgorični ROI v %	Kapitalna intenzivnost
AT&T INC	T UN Equity	31.7	USD	186.5724	Raznovrsne telekomunikacije	35.8	19.1	11.0	0.4	4.4	2.4	10.4	74.9	34.8	8.2	10.0	10.9	9.5
BCE INC	BOE CT Equity	40.1	CAD	32.2688	Raznovrsne telekomunikacije	36.9	20.9	19.7	0.5	10.5	2.9	30.0	31.0	17.4	7.3	8.0	9.9	-1.5
BELGA COMM SA	BELGB BS Equity	26.5	USD	8.9577	Raznovrsne telekomunikacije	37.3	21.2	14.6	0.9	13.1	3.0	39.0	59.3	24.1	8.9	9.9	19.4	-0.5
BRAZIL TELECOMPART SA-PR	BRTP4 BS Equity	21.1	BRL	11.803.1	Raznovrsne telekomunikacije	34.9	14.7	7.7	0.5	3.8	2.9	10.9	0.0	29.0	10.5	12.9	9.8	26.5
BT GROUP PLC	BTIA LN Equity	180.9	Gbp	13.983.1	Raznovrsne telekomunikacije	27.6	13.7	7.3	0.9	6.5	5.5	36.0	71.2	19.1	8.8	11.3	12.4	3.5
CABLE & WIRELESS PLC	CW/LN Equity	4.444.3	Gbp	4.444.3	Raznovrsne telekomunikacije	19.7	9.0	5.2	0.7	3.8	2.6	12.7	11.7	31.4	7.0	9.1	11.1	43.6
CENTURYTEL INC	CTL UN Equity	38.3	USD	3.924.1	Raznovrsne telekomunikacije	48.6	28.3	15.3	0.3	5.4	2.4	12.7	6.9	31.4	7.0	9.1	11.1	3.0
CHUNGHWIA TELECOM CO LTD	2412 TT Equity	78.8	TWD	753.152.9	Raznovrsne telekomunikacije	54.0	32.7	25.9	0.4	10.4	1.2	84.4	70.2	10.2	14.8	13.9	3.4	2.5
CIA TELECOMUNICACION CHILE A	CITCA CC Equity	73.0	CLP	60.408.5	Raznovrsne telekomunikacije	42.6	9.4	1.4	0.5	0.7	1.8	1.2	77.3	9.7	13.9	14.7	25.0	0.8
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	DTE GV Equity	11.2	EUR	28.998.2	Raznovrsne telekomunikacije	27.0	8.9	1.3	0.3	0.5	2.8	1.3	59.5	48.5	6.8	10.7	10.3	0.7
EMBARQ CORP	EQ UN Equity	49.3	USD	7.025.6	Raznovrsne telekomunikacije	41.6	25.4	12.2	0.6	7.6	6.2	3.6	22.2	54.0	7.1	9.9	11.8	7.0
FRANCE TELECOM SA	FTE FP Equity	20.2	EUR	52.740.2	Raznovrsne telekomunikacije	38.6	23.7	10.6	0.6	3.1	6.8	20.9	156.5	34.5	7.9	10.6	9.8	2.1
FRONTIER COMMUNICATIONS CORP	FTR UN Equity	12.7	USD	4.000.00	Raznovrsne telekomunikacije	54.1	29.2	9.1	0.3	0.5	5.5	4.2	55.5	33.7	7.8	10.4	8.4	0.4
HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZA	HTG GA Equity	13.5	EUR	6.617.0	Raznovrsne telekomunikacije	34.9	16.2	10.4	0.6	11.5	5.3	6.1	37.0	8.1	10.3	12.7	14.4	0.5
KONINKLIJKE KPN NV	KPN NA Equity	11.3	EUR	20.309.7	Raznovrsne telekomunikacije	35.8	19.0	19.1	0.6	11.5	3.4	2.5	8.7	5.6	9.2	6.2	-2.0	0.6
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	9432 JT Equity	548000.0	JPY	8.641.924.0	Raznovrsne telekomunikacije	32.5	12.2	5.9	0.6	5.4	7.6	41.3	84.7	25.3	7.6	10.0	10.3	-4.9
PORTUGAL TELECOM SGPS SA-REG	PTC PL Equity	7.1	EUR	6.737.48	Raznovrsne telekomunikacije	37.4	18.7	8.9	0.6	5.4	7.6	41.3	84.7	25.3	7.6	10.0	10.3	0.6
QWEST COMMUNICATIONS INTL	QUN Equity	3.9	USD	6.785.7	Raznovrsne telekomunikacije	30.6	13.1	20.3	0.7	13.3	4.9	50.3	9.1	7.0	10.8	9.6	3.1	
SWISSCOM AG-REG	ST SP Equity	3.4	SGD	52.782.3	Raznovrsne telekomunikacije	29.9	17.4	26.0	0.5	11.8	1.6	18.9	53.6	11.7	9.4	10.2	7.0	7.1
TELE NORTE LESTE PART	SCMN VX Equity	351.8	CHF	18.784.5	Raznovrsne telekomunikacije	37.8	19.4	16.5	0.6	10.5	3.9	41.4	42.6	17.7	7.1	9.8	11.5	4.0
TELECOM CORP OF NEW ZEALAND	TNLIP3 BS Equity	41.9	BRL	15.242.4	Raznovrsne telekomunikacije	35.5	20.8	12.6	0.6	3.0	24.0	28.5	25.6	8.2	11.2	15.3	13.4	
TELECOM ITALIA SPA	TIT IM Equity	1.2	AUD	4.801.16	Raznovrsne telekomunikacije	37.4	18.2	6.9	0.4	2.8	3.4	9.4	117.4	40.7	6.9	12.2	5.5	5.0
TELEFONICA SA	TEF SO Equity	16.8	EUR	78.902.8	Raznovrsne telekomunikacije	42.5	25.5	15.3	0.5	8.3	5.8	47.8	40.0	17.1	9.2	12.1	12.3	10.2
TELEFONOS DE MEXICO SAB SER	TELMEAX MM Equity	13.5	MXN	233.374.3	Raznovrsne telekomunikacije	45.5	31.4	27.1	0.6	16.3	3.0	48.8	28.7	14.9	10.6	21.8	4.0	
TELEKOM AUSTRIA AG	TKA AV Equity	13.5	EUR	6.187.0	Raznovrsne telekomunikacije	37.0	18.2	9.4	0.6	6.0	3.1	18.3	69.7	7.9	10.2	12.3	10.6	
TELENOR ASA	TEL NO Equity	82.2	NOK	137.614.5	Raznovrsne telekomunikacije	30.8	16.2	21.5	0.5	11.7	2.4	28.4	34.3	9.7	10.7	10.3	8.0	
TELASOMEREA AB	TLSN SS Equity	45.1	SEK	202.070.6	Raznovrsne telekomunikacije	30.8	19.2	18.5	0.5	8.5	1.8	45.7	20.4	9.3	10.7	8.1	0.5	
TELSTRA CORP LTD	TLS AN Equity	4.4	AUD	55.033.3	Raznovrsne telekomunikacije	41.0	24.0	15.0	0.7	9.8	3.1	30.3	94.0	27.8	11.7	13.4	18.9	9.1
TELUS CORP	TCT Equity	38.5	CAD	12.107.9	Raznovrsne telekomunikacije	40.8	22.7	14.6	0.5	7.5	2.4	18.0	41.4	18.0	8.6	9.9	11.9	13.7
VERIZON COMMUNICATIONS INC	VZ UN Equity	35.0	USD	99.556.7	Raznovrsne telekomunikacije	32.4	17.3	6.1	0.5	2.9	3.8	11.1	87.8	26.3	8.6	10.6	9.3	7.7
WINDSTREAM CORP	WIN Equity	12.9	USD	5.649.0	Raznovrsne telekomunikacije	51.9	36.5	28.4	0.4	11.3	13.9	156.8	51.4	21.8	7.9	9.8	15.1	3.2
AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	AMXL MM Equity	26.1	MXN	888.336.4	Mobilne telekomunikacije	40.2	26.9	17.8	1.0	17.5	2.8	49.8	27.9	16.0	16.9	30.0	20.0	0.3
AMERICAN TOWER CORP-CL A	AMT UN Equity	42.3	USD	16.659.8	Mobilne telekomunikacije	57.5	33.4	16.8	0.0	0.7	2.3	1.5	0.0	42.5	10.5	12.0	5.1	13.0
CHINA MOBILE LTD	941 HK Equity	92.8	HKD	1.860.314.0	Mobilne telekomunikacije	55.2	36.2	24.4	0.7	16.5	1.5	25.1	45.8	32.5	17.4	17.6	20.9	21.7
NTT DOCOMO INC	RCIB CT Equity	17600.0	JPY	7.887.1200	Mobilne telekomunikacije	33.6	17.2	10.4	0.8	8.0	1.5	11.6	41.9	7.5	8.0	30	40.5	0.4
ROGERS COMMUNICATIONS -CL B	22.936.3	CAD	15.386.210.0	Mobilne telekomunikacije	38.4	21.7	10.9	0.4	4.3	3.3	14.4	41.6	32.9	9.1	10.3	12.8	12.4	-3.9
SK TELECOM	1017870 KP Equity	18560.0	KRW	1.030.798.0	Mobilne telekomunikacije	35.7	21.7	19.2	14.6	0.7	9.7	1.6	41.6	28.8	10.0	10.8	12.4	-3.9
SOFTBANK CORP	9964 JT Equity	1879.0	USD	26.629.6	Mobilne telekomunikacije	21.7	11.7	neg.	0.6	2.5	13.2	32.4	2.5	34.6	5.3	11.2	9.2	0.5
SPRINT/INTEL CORP	VOD LIN Equity	140.8	GBP	74.528.2	Mobilne telekomunikacije	37.0	20.3	18.8	0.3	5.6	1.6	neg.	neg.	10.4	11.9	-0.7	4.8	1.1
VODAFONE GROUP PLC					Isti podatki iz zadnjega poslovnega leta so izračunani za zadnjih 2 mesecev, za naslednjih 3 do 5 let, vnesena v Bloombergov sistem napovedi. Kapitalska intenzivnost je izračunana kot amortizacija deljena z EBITDA-jem.													
					Doberjava tudi napovedanu analitiko za razdoblje od 12 mesecev na podlagi modela CAPM, ROI je izračunan na podlagi finančnih dogovorov in lastniškega kapitala.													
					Irr: Bloomberg (zajem podatkov na dan 18.08.2009), lastni priskaz:													

Tabela 11.: Seznam podjetij in osnovni podatki v sektorju storitev v okviru indeksa S&P/200.

Podjetje	Simbol	Cena	Veljota	Kapitalacija v mil.	Tržna kapitalacija v mil.	Dejavnost	EBITDA	EBIT	Neto marža v %	Marža v % sredstev	Obrat	ROA v %	DJE	ROE v %	Izboljšava davnica v stopnji	Efektivna WACC v %	Dolgoročni ROIC v %	Delež lastniščega kapitala v % a računom	Kapitalna intenzivnost
ALLEGHENY ENERGY INC	AYE UN Equity	45.0	USD	7.605.5	Elektro podjetja	35.1	27.2	14.9	0.3	4.5	4.0	17.9	% 6.1	34.6	8.6	10.8	9.9	23.8	0.2
AMERICAN ELECTRIC POWER	AEP UN Equity	38.5	USD	15.4950	Elektro podjetja	29.4	18.3	10.6	0.3	2.8	4.0	11.2	% 5.1	32.0	7.1	10.0	10.6	5.5	1.0
BRITISH ENERGY GROUP PLC	BGY LN Equity	716.0	GBP	7.393.3	Elektro podjetja	25.1	9.5	7.9	0.4	3.0	2.9	8.8	% 8.6	36.4	3.6	8.4	11.7	1.7	7.3
CENTRAL ELETTRICAS BRASILIER	ELET3 BS Equity	27.5	BRL	30.290.3	Elektro podjetja	1.9	11.4	10.0	0.1	1.3	1.5	2.0	% 45.5	30.4	8.4	11.7	1.7	7.3	
CHUBB ELECTRIC POWER CO INC	9502 JT Equity	2550.0	JPY	1.986.462.0	Elektro podjetja	21.4	6.9	2.9	0.4	1.3	3.3	4.1	% 66.2	36.4	3.6	7.6	2.6	19.7	0.7
CMIG4 BS Equity	CMLG4 BS Equity	35.7	BRL	16.880.8	Elektro podjetja	35.6	28.2	17.8	0.4	7.3	3.0	2.8	% 28.3	8.6	5.2	11.2	16.9	5.9	0.3
CAI PARANAENSE MINAS GERAES-PFR	CPIEG6 BS Equity	29.2	BRL	8.049.4	Elektro podjetja	34.7	26.9	21.7	0.4	9.1	1.8	16.3	% 24.2	9.7	9.7	11.1	13.0	-2.0	0.2
CLP HOLDINGS LTD	2 HK Equity	66.5	HKD	160.148.4	Elektro podjetja	31.8	22.2	18.8	0.4	7.9	2.2	17.7	% 56.3	1.2	7.4	8.8	8.6	-5.2	0.3
DUKE ENERGY CORP	DUK UN Equity	17.8	USD	22.489.8	Elektro podjetja	34.3	20.5	12.4	0.2	2.5	6.3	7.16	% 34.5	7.3	9.5	4.4	4.4	5.2	0.4
E.ON AG	EOAN GY Equity	38.5	EUR	79.039.5	Elektro podjetja	13.3	8.9	8.3	0.7	5.4	2.7	14.7	% 37.7	23.0	9.5	11.7	7.6	12.2	0.3
EDF	EDF FP Equity	56.3	EUR	102.333.1	Elektro podjetja	24.4	15.2	8.4	0.4	3.1	7.2	22.2	% 41.6	22.7	8.8	10.9	17.0	14.2	0.4
EDISON INTERNATIONAL	EIX UN Equity	44.7	USD	14.573.5	Elektro podjetja	27.3	17.9	9.4	0.3	3.0	4.6	13.6	% 34.8	30.0	7.8	10.2	9.4	9.4	0.3
ENEL SPA	ENEL M Equity	6.3	EUR	38.722.7	Elektro podjetja	20.6	14.4	9.2	0.5	4.5	4.7	20.9	% 78.7	31.2	6.5	10.9	9.1	5.3	0.3
ENERGIA DE PORTUGAL SA	EDP PL Equity	3.3	EUR	12.176.3	Elektro podjetja	21.9	12.8	9.2	0.3	3.2	4.8	15.3	% 50.4	20.4	8.1	12.7	18.6	7.5	0.3
ENERGIES SA	ENERGIES CC Equity	187.6	CLP	6.124.053.0	Elektro podjetja	34.0	25.0	5.1	0.3	1.7	3.9	6.5	% 28.9	9.7	14.8	7.5	7.5	0.3	
ENTERGY CORP	ETR UN Equity	100.6	USD	19.262.8	Elektro podjetja	28.6	19.0	10.3	0.3	3.5	4.0	14.1	% 44.7	33.7	8.1	10.1	9.4	12.1	0.3
EXELON CORP	EXUN UN Equity	73.4	USD	48.241.6	Elektro podjetja	37.5	25.6	14.3	0.4	4.5	27.2	44.7	% 35.6	8.6	9.8	12.8	9.5	9.5	0.3
FIRSTEN ENERGY CORP	FE UN Equity	71.5	USD	21.798.8	Elektro podjetja	33.5	20.0	9.2	0.4	4.1	3.5	45.5	% 47.8	39.8	7.4	9.5	10.9	7.3	0.4
FORTUM OYJ	FUM1V FH Equity	27.0	EUR	23.971.9	Elektro podjetja	43.6	34.0	30.2	0.3	9.0	2.1	19.1	% 44.2	18.0	9.0	10.2	9.4	12.8	0.2
FPL GROUP INC	FPL UN Equity	59.7	USD	24.399.1	Elektro podjetja	23.9	13.6	8.0	0.4	3.5	3.7	12.7	% 49.9	15.1	7.9	9.8	5.9	10.0	0.4
IBERDROLA SA	IBSE SO Equity	8.3	EUR	41.198.4	Elektro podjetja	27.1	18.5	13.6	0.3	4.7	2.8	13.1	% 57.5	20.0	9.1	13.0	8.0	12.4	0.3
IBERDROLA SA	9503 JT Equity	2620.0	JPY	2.501.311.0	Elektro podjetja	22.8	7.0	3.2	0.4	1.3	3.7	4.6	% 64.9	37.2	3.5	6.9	16.3	7.0	0.7
KANSAS ELECTRIC POWER CO INC	9508 JT Equity	2355.0	JPY	1.116.703.0	Elektro podjetja	24.2	7.0	2.8	0.4	1.0	3.8	3.9	% 68.1	41.2	3.2	7.1	2.4	5.0	0.7
PEPCO HOLDINGS INC	POM UN Equity	24.7	USD	4.889.5	Elektro podjetja	11.4	7.8	3.3	0.7	2.3	3.8	8.8	% 60.6	38.0	7.1	10.5	6.7	7.3	0.3
PINNACLE WEST CAPITAL	PNW UN Equity	35.0	USD	3.521.6	Elektro podjetja	28.2	16.8	9.4	0.3	2.7	3.2	8.8	% 70.5	27.4	6.6	8.9	5.7	1.0	0.4
PPL CORPORATION	PPL UN Equity	44.1	USD	16.515.1	Elektro podjetja	44.7	30.3	20.8	0.3	6.5	3.7	24.1	% 45.8	28.3	8.1	9.7	13.8	11.7	0.3
PROGRESS ENERGY INC	PGN UN Equity	44.6	USD	11.684.6	Elektro podjetja	27.8	17.5	8.7	0.2	1.9	3.1	6.0	% 91.1	33.0	6.5	9.3	6.6	5.0	0.4
RE ELECTRICA CORPORACION SA	REE SQ Equity	39.1	EUR	5.279.6	Elektro podjetja	67.3	44.4	24.1	0.2	4.8	4.6	21.9	% 60.5	30.3	10.5	10.5	12.7	14.4	0.3
SCOTTISH & SOUTHERN ENERGY	SSE UN Equity	144.0	GBP	12.560.5	Elektro podjetja	9.0	7.1	5.7	1.3	7.5	4.2	31.3	% 57.6	20.2	8.4	9.5	20.1	11.2	0.2
SOUTHERN CO	SOU UN Equity	37.4	USD	28.835.8	Elektro podjetja	31.2	21.3	11.2	0.3	3.9	3.7	14.6	% 69.4	32.7	6.9	9.1	9.1	5.8	0.3
TOKYO ELECTRIC POWER CO INC	9501 JT Equity	3030.0	JPY	4.099.189.0	Elektro podjetja	17.2	2.5	2.5	0.5	neg.	neg.	3.7	% 20.7	50.0	30.2	12.9	9.4	13.7	0.3
UNION FENOSA SA	UNF SQ Equity	17.3	EUR	15.777.6	Elektro podjetja	32.8	23.6	17.2	0.3	5.7	3.6	20.7	% 53.2	24.3	10.7	12.4	13.2	11.7	0.3
GAS NATURAL SDG SA	GAS SO Equity	32.0	EUR	14.243.8	Plini	20.6	14.8	8.8	0.8	6.7	2.5	16.4	% 53.2	24.3	10.7	12.4	13.2	11.7	0.3
HONGKONG & CHINA GAS	3 HK Equity	17.9	HKD	119.180.9	Plini	43.8	38.9	65.2	0.4	23.4	1.6	37.5	% 22.9	9.5	10.1	10.5	14.6	19.5	0.1
NICOR INC	GAS UN Equity	44.0	USD	1.987.0	Plini	10.7	5.4	3.9	0.8	3.2	4.6	14.9	% 62.2	25.7	8.9	10.4	4.1	4.1	0.5
OSAKA GAS CO LTD	396.0	JPY	884.719.9	Plini	13.8	6.1	3.3	0.9	2.8	2.2	6.1	% 38.1	41.7	4.8	7.0	4.3	9.0	0.6	
QUESTAR CORP	STR UN Equity	49.3	USD	8.551.3	Plini	45.2	32.0	18.9	0.5	9.2	2.3	21.2	% 16.4	36.5	8.8	9.8	17.0	9.0	0.3
SNAM RETE GAS	SRG M Equity	4.3	EUR	8.373.6	Plini	63.8	57.2	34.3	0.2	5.6	2.9	16.5	% 62.3	25.0	7.8	10.6	9.4	5.0	0.3
TOKYO GAS CO LTD	9631 JT Equity	458.0	JPY	1.244.648.0	Plini	14.0	4.7	2.9	0.9	2.5	2.2	5.4	% 50.0	37.3	6.1	8.7	3.2	15.5	0.7
AES CORP	AES UN Equity	15.3	USD	10.306.5	Neovisni proizvodnaj električne snemalke	26.7	20.6	8.1	0.9	3.8	4.4	16.5	% 37.2	38.1	7.8	9.5	16.8	15.0	0.2
CONSTELLATION ENERGY GROUP	CEG UN Equity	63.1	USD	11.259.9	Neovisni proizvodnaj električne snemalke	8.8	6.6	4.0	0.9	3.8	2.8	22.1	% 48.5	21.3	8.6	9.3	65.9	3.2	0.1
DRAK GROUP PLC	DRX UN Equity	69.0	GBP	2.345.2	Neovisni proizvodnaj električne snemalke	40.5	37.0	28.3	0.8	2.5	3.1	7.8	% 40.5	26.7	8.2	11.6	-17.1	7.0	2.5
DYNEGY INC-CL-A	DYN UN Equity	5.9	USD	6.510.307.0	Neovisni proizvodnaj električne snemalke	37.2	13.2	9.3	0.3	3.6	2.9	4.8	% 40.9	23.5	11.7	14.2	8.8	8.8	0.3
EMPRESA NACIONAL DE ELECTRIC	IPRN LN Equity	365.8	GBP	5.825.9	Neovisni proizvodnaj električne snemalke	35.4	21.2	9.4	0.5	4.2	3.1	13.1	% 65.6	18.0	8.6	10.1	8.5	16.9	0.4
INTERNATIONAL POWER PLC	TA CT Equity	35.7	CAD	7.080.2	Neovisni proizvodnaj električne snemalke	13.2	7.2	9.8	0.7	4.8	2.6	12.4	% 33.6	30.0	9.6	11.1	12.2	8.1	0.2
AGL ENERGY LTD	AGK AN Equity	14.2	AUD	6.300.1	Raznovrstna stanovanja podjetja	28.0	23.9	19.4	1.1	3.1	3.0	9.3	% 85.3	34.4	7.1	10.0	7.9	5.7	0.3
CENTERPOINT ENERGY INC	CNP UN Equity	15.8	USD	5.414.45	Raznovrstna stanovanja podjetja	18.0	11.6	4.0	0.6	2.3	10.5	23.7	% 54.6	35.3	6.2	10.1	9.4	10.3	0.3
CENTRALE RÉGIONALE DE L'ÉLECTRIC	CNA LN Equity	307.5	GBP	11.407.3	Raznovrstna stanovanja podjetja	8.6	5.3	12.9	1.0	13.1	4.7	36.9	% 41.4	8.9	9.8	22.5	13.5	0.4	
CMS ENERGY CORP	CMS LN Equity	13.3	USD	2.985.0	Raznovrstna stanovanja podjetja	3.6	5.0	1.8	0.6	neg.	neg.	6.3	% 34.9	7.2	10.6	1.7	6.0	0.6	0.6
CONSOLIDATED EDISON INC	EDU UN Equity	40.8	USD	11.135.3	Raznovrstna stanovanja podjetja	18.7	13.7	10.3	0.3	3.4	3.2	10.9	% 67.0	33.7	6.6	9.1	8.4	2.9	0.3
DOMINION RESOURCES INC/CVA	D UN Equity	42.6	USD	24.676.4	Raznovrstna stanovanja podjetja	28.1	20.3	23.9	0.2	5.7	4.0	22.8	% 35.1	36.4	7.2	9.6	8.4	8.4	0.4
DTE ENERGY COMPANY	DTE UN Equity	41.7	USD	6.807.14	Raznovrstna stanovanja podjetja	20.8	11.3	7.3	0.6	4.1	4.6	16.6	% 45.5	28.1	7.0	10.0	4.3	5.3	0.5
GDF SUEZ	GSZ FP Equity	37.5	EUR	82.072.9	Raznovrstna stanovanja podjetja	19.7	14.1	9.0	0.6	5.6	2.6	14.5	% 43.8	31.5	11.2	12.2	11.5	5.6	0.3
INTEGRITY ENERGY GROUP INC	TEG UN Equity	51.3	GBP	17.417.1	Raznovrstna stanovanja podjetja	31.4	22.7	28.0	0.3	9.7	7.0	67.4	% 52.7	27.9	6.8	9.5	6.1	9.5	0.3
NATIONAL GRID PLC	NG LN Equity	710.5	GBP	4.454.12	Raznovrstna stanovanja podjetja	16.6	10.0	neg.	neg.	1.8	3.6	6.4	% 80.8	34.9	7.2	10.1	7.6	12.5	0.4
P G & E CORP	PCG UN Equity	39.5	USD	14.163.0	Raznovrstna stanovanja podjetja	28.3	15.0	7.1	0.4	2.8	4.4	12.3	% 50.5	33.5	7.2	9.8	13.1	10.7	0.2
PUBLIC SERVICE ENTERPRISE GP RWL AG	PEG UN Equity	39.2	USD	19.907.0	Raznovrstna stanovanja podjetja	27.4	20.6	7.9	0.6	4.7	4.1	19.0	% 45.0	51.9	7.7	9.8	13.1	10.7	0.2
SEMPRA ENERGY	SRE UN Equity	57.1																	

Tabela 12: Seznam dejavnosti - multiplicatorji in osnovni podatki po dejavnostih v okviru indeksa S&P1200.

Dejavnost	PE	PEG	PICF	PIS	E/Vrhod	EV/EBIT	P/B	EV/NPL	EBITDA	EBIT	Neto marža v %	Marža v %	Dolgoročna kapitalna razstavitev	Efektivna davnica WACC v %	Izplačila v % dobička v stopnji	Delež lastništega kapitala v %	Dolgoročna razstavitev	Kapitalna razstavitev	
Avtomobilski deli	20,0	1,8	5,8	0,5	0,6	5,1	8,6	1,3	13,5	1,1	6,5	4,0	1,5	4,8	2,7	11,9	9,1	9,8	
Avtomobilска индустрија	9,8	1,6	4,6	0,6	0,9	7,0	12,4	1,5	17,4	3,0	7,6	9,2	0,9	3,6	1,7	22,4	9,1	9,8	
Hoteli, restavracije in zabava	23,5	0,9	15,3	0,5	2,1	9,0	14,5	5,4	18,5	13,0	1,9	1,9	11,5	3,4	31,2	25,3	8,3	8,3	
Trajne gospodarske dobrine	13,5	0,9	9,0	0,6	0,8	7,6	12,0	1,4	17,0	1,4	8,3	5,9	1,2	6,0	13,9	33,6	32,7	12,8	
Nedeli	14,4	1,7	11,6	1,3	1,7	7,4	10,4	6,5	19,3	24,2	17,1	10,7	0,7	7,0	4,3	33,3	42,9	28,5	
Tgovina z raznim blagom	18,3	1,4	7,9	0,6	0,8	7,6	11,8	2,2	19,7	7,9	4,7	1,9	2,4	1,7	17,7	26,1	10,7	11,4	
Spesializirana trgovina	13,7	1,2	9,7	0,9	1,0	7,3	9,5	4,1	13,1	12,3	9,8	6,8	2,0	12,5	2,6	29,7	28,0	11,7	
Tekstil in uključno oblačilo	16,2	1,5	12,7	2,1	2,1	10,1	12,9	3,2	17,8	9,3	17,6	13,0	1,0	12,8	2,1	21,6	30,3	12,5	
Pijace	17,6	-0,1	12,0	1,9	2,3	10,0	13,2	3,5	17,7	23,1	18,2	11,7	0,8	8,1	2,7	40,5	24,2	10,7	
Hrana in trgovina z živil	17,5	1,5	9,8	0,5	0,6	8,5	12,4	2,7	20,0	7,1	4,9	3,3	2,2	6,5	2,9	17,6	39,3	31,5	
Prehranski izdelki	31,5	2,8	13,1	1,2	1,5	15,3	7,2	21,9	13,6	10,6	7,5	3,2	6,8	58,3	39,2	8,0	9,4	13,7	
Cestna in srebrna nega	20,8	5,7	14,5	1,9	2,0	11,2	14,1	6,8	24,7	17,9	14,4	9,7	1,2	10,5	3,0	33,2	37,0	30,4	
Tobackova industrija	14,5	1,4	11,9	2,6	3,0	9,2	10,4	9,7	14,8	28,5	26,0	17,6	0,8	15,2	4,0	47,9	57,3	29,9	
Eнергетika oprema in storitve	15,8	0,9	11,9	2,5	2,7	9,5	11,8	3,8	19,1	30,2	24,8	19,3	0,9	2,3	2,3	25,4	35,1	10,7	
Nafarni plin	20,9	0,7	9,9	2,5	2,8	10,8	13,9	2,9	21,2	35,5	24,9	14,2	1,2	8,8	2,6	20,5	42,5	34,8	
Kapitalski trgi	25,9	-0,1	22,0	2,2	2,1	14,5	17,1	2,7	20,0	18,5	17,7	11,7	0,8	12,1	2,1	17,1	30,3	10,3	
Postovne banke	10,9	1,2	10,7	3,4	1,4	13,1	14,5	1,2	19,1	13,6	10,6	7,5	1,0	13,5	2,2	28,2	39,3	10,9	
Osebne finance	15,3	1,1	5,0	1,3	1,7	10,0	11,9	0,3	10,3	14,5	11,9	9,9	1,2	10,3	2,5	46,5	32,8	6,1	
Finančne storitve	13,4	1,1	11,8	4,3	2,2	14,5	14,1	1,7	28,4	18,8	14,0	11,7	2,1	11,7	2,3	55,8	21,7	14,8	
Zavarovalništvo	14,9	1,3	12,2	1,0	1,5	10,4	14,1	2,2	10,9	15,5	13,2	11,0	2,2	13,3	42,6	23,1	9,7	12,6	
Nepremičninski sklad z neprimičnimi nameni	21,0	3,2	10,2	5,4	1,7	11,4	14,4	1,6	33,2	0,2	5,8	3,3	1,4	13,7	17,7	10,1	13,2	2,1	
Razvojni upravljanje z neprimičnimi nameni	19,5	2,6	11,4	4,4	1,6	11,0	12,0	1,7	11,0	14,6	10,7	15,9	0,6	5,6	3,7	14,4	33,0	11,5	
Hipotečne storitve	27,7	1,6	25,7	1,3	0,7	14,6	15,1	0,7	14,6	1,1	0,7	8,4	6,2	55,9	39,0	6,0	16,5	9,3	
Biofarmatologija	30,5	2,0	22,3	8,4	8,2	22,4	27,0	7,3	36,4	38,5	32,2	21,5	0,6	13,1	1,6	22,2	6,0	12,9	
Opombe in zdravstvu	27,5	1,9	21,2	4,2	4,3	17,6	5,7	28,4	23,7	15,2	15,2	0,8	12,1	1,7	21,8	26,4	9,0	9,4	
Zdravstvena oskrba	18,1	1,3	13,6	0,8	0,9	8,7	10,7	7,2	14,6	10,4	8,7	4,7	2,5	6,7	3,5	21,3	24,7	8,3	
Opombe in storitve za raziskave	27,4	1,8	16,1	2,6	2,8	14,7	49,3	4,1	223,2	19,4	13,6	10,4	1,3	10,9	2,1	23,8	6,8	17,0	
Farmacia	20,3	3,3	14,7	3,1	3,1	11,0	13,0	2,8	23,8	3,0	26,2	27,5	20,2	17,1	19	20,4	49,5	28,8	8,7
Letahtvo in obrambna	15,5	1,2	10,1	10	1,1	7,9	20,6	2,8	79,7	13,2	10,0	7,4	0,9	7,2	3,5	22,0	121,6	30,0	9,3
Tovorni zračni promet in logistika	40,8	3,5	14,3	0,9	1,1	13,4	36,3	3,8	52,6	9,8	6,5	5,5	1,9	8,7	4,5	20,8	100,1	33,2	10,3
Letahtki prevoz	13,8	-2,5	5,1	0,6	0,7	4,8	9,2	1,2	13,3	15,9	8,8	4,7	2,5	6,7	3,5	16,5	46,5	32,8	6,1
Izdelki za gradnjo	21,5	2,0	9,0	0,7	0,9	6,9	10,5	1,5	16,0	13,6	9,5	4,3	1,2	10,7	2,4	10,7	27,7	29,6	8,7
Komercialne storitve	17,3	1,5	9,1	1,1	1,3	7,7	11,4	4,8	16,1	17,3	12,0	7,5	1,4	9,9	3,7	32,4	45,9	33,4	9,7
Gradbeništvo inženiring	14,9	0,8	9,7	0,6	0,6	1,1	11,8	2,3	23,2	2,6	32,0	9,3	6,5	4,4	1,1	40,9	19,6	23,9	9,8
Elektropremja	22,8	0,3	13,6	1,8	1,9	10,3	13,9	3,8	27,9	15,1	11,8	7,5	1,2	8,5	3,3	24,2	27,8	33,8	10,1
Industrijski konglomerati	10,8	1,1	7,5	1,1	1,3	9,2	14,3	2,0	20,2	15,2	10,5	14,6	0,9	11,6	2,9	30	42,1	22,1	14,6
Stroji	12,8	1,0	9,1	1,2	1,3	7,6	9,8	3,0	15,8	16,6	13,6	9,9	1,0	9,7	2,8	24,3	32,6	30,8	9,0
Zaščitni in cestni/transport	17,8	1,4	7,8	1,4	2,2	9,2	15,5	2,4	24,8	24,7	16,1	8,9	0,6	4,1	4,3	14,4	23,0	33,3	6,9
Tgovine in distributerji	11,0	1,1	8,3	0,6	1,0	12,1	17,1	1,9	24,2	8,5	6,3	5,5	5,4	4,1	18,5	2,5	25,8	30,4	8,3
Tovarna infrastrukturna	12,3	2,9	9,7	4,0	7,0	10,8	39,3	2,1	6,20	64,0	40,7	28,2	1,3	6,4	3,9	20,2	53,0	29,9	9,8
Komunikacijska oprema	23,0	2,1	18,0	3,2	2,9	14,1	51,1	3,7	295,4	17,5	14,8	23,3	0,8	13,7	1,7	22,6	11,1	54,7	10,9
Racunalniški in rac. komponente	22,0	1,6	11,9	1,7	1,6	9,9	14,0	4,4	16,3	20,8	14,5	11,1	1,0	8,4	1,2	28	31,5	21,8	11,3
Elektronika oprema in orodja	16,9	1,7	9,3	1,6	1,4	7,8	11,6	1,9	16,3	23,9	16,9	11,0	0,7	8,4	1,7	13,5	31,1	11,1	9,7
Program oprema in storitve	38,3	1,9	24,7	5,7	5,4	16,0	25,7	4,8	32,7	34,2	25,1	17,4	0,5	10,5	1,3	13,7	2,0	25,8	11,4
IT-storitve	27,3	2,2	14,4	2,1	2,2	13,1	16,0	18,7	20,8	15,0	15,7	9,6	1,4	8,7	2,5	18,5	41,1	42,1	10,2
Poljoprivredni in polpreved. oprema	24,6	1,9	13,4	2,9	2,7	10,1	22,3	3,7	119,2	20,7	18,1	8,1	0,8	14,7	1,4	20,0	32,0	19,2	11,7
Programska oprema	33,6	2,6	18,8	3,6	3,3	23,9	4,5	25,8	22,2	16,1	0,7	11,2	1,9	21,9	3,17	34,5	8,1	11,0	10,9
Temelj	22,7	1,9	13,3	5,7	5,9	12,4	16,0	7,1	124,9	17,4	10,6	9,0	2,5	7,4	3,7	27,9	40,9	28,7	9,8
Gradbeni materiali	10,0	2,1	6,2	1,1	1,7	6,9	10,1	1,3	10,4	23,9	16,9	11,0	0,7	7,1	2,6	18,4	35,6	21,8	13,9
Embalaža	27,8	1,7	7,7	0,9	0,9	12,6	19	1,9	17,3	8,2	8,2	5,5	1,1	5,1	2,9	33,9	9,0	11,2	7,3
Kovine in rudarsvo	18,2	-2,4	14,2	6,8	7,0	9,1	12,1	4,2	17,7	29,5	22,8	15,9	0,9	11,2	2,6	25,7	28,3	27,8	11,6
Papirna in gozdarska industrija	22,7	14,6	6,4	0,9	14	8,9	36,4	12	116,7	8,9	8,9	7,1	0,7	4,0	2,5	25,10	34,5	8,1	11,0
Mobilne telekomunikacije	21,8	1,6	8,8	3,0	3,6	8,4	15,1	3,3	22,0	37,9	23,3	14,7	0,6	8,1	3,5	20,0	33,3	10,7	12,0
Elektroindustrija	16,2	2,7	7,6	1,7	2,5	8,8	17,1	2,0	26,1	28,7	18,2	11,6	0,4	4,2	3,6	14,3	54,6	28,9	7,8
Plini	17,0	1,9	8,0	2,7	3,4	9,5	16,0	2,4	24,4	33,1	22,7	19,6	0,6	7,6	2,6	18,4	43,6	8,2	9,4
Neovisni proizvajalci električne energije	15,0	1,3	15,9	1,8	2,8	19,7	16,0	2,6	20,5	24,9	20,4	13,5	0,5	6,8	3,4	22,5	29,1	8,9	10,8
Pezovrsna storitvena podjetja	14,7	1,9	7,2	1,1	1,8	8,7	13,8	0,7	20,4	13,4	10,5	6,6	0,6	4,7	4,5	20,9	34,0	7,6	10,1

*Multiplikatorji in osnovni podatki za dejavnosti so izračunani na dan 18.08.2008, kateri izrazimi.**Vir: Bloomberg, članevi podatkov na dan 18.08.2008, kateri izrazimi.*

Priloga III: Napaka cenitve po posameznih dejavnostih v preteklosti

Tabela 1: Napake cenitve na osnovi dvostopenjskega modela v posameznih dejavnostih.³

Dejavnost	P/E	PEG	P/CF	P/S	EV/ Prihodki	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/B	EV/ NOP LAT
Avtomobilski deli	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5
Avtomobilska industrija	0,5	0,7	0,5	0,8	6,7	7,0	7,3	0,3	7,2
Hoteli, restavracije in zabava	1,8	1,1	1,7	1,8	1,6	0,5	0,6	3,5	0,7
Trajne gospodinjske dobrine	0,5	0,5	0,4	0,5	1,3	0,8	0,4	0,5	2,4
Mediji	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
Trgovina z raznim blagom	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,3	0,2	0,5	0,2
Specializirana trgovina	0,3	0,5	0,3	0,6	0,9	0,4	0,5	0,7	0,5
Tekstil in luksuzno blago	0,3	0,5	0,2	0,9	1,8	1,3	1,4	0,7	0,7
Pijače	2,8	4,2	3,0	3,8	1,1	0,6	0,6	2,9	0,7
Hrana in trgovina z živili	0,3	0,4	0,4	0,7	0,4	0,3	0,3	0,7	0,3
Prehrambeni izdelki	18,0	1,1	9,1	4,1	3,7	6,2	7,3	8,6	9,6
Čistila in osebna nega	0,4	4,4	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	1,3	0,5
Tobačna industrija	2,0	1,9	2,0	2,0	2,5	2,0	2,1	5,1	2,0
Energetska oprema in storitve	1,2	0,5	1,1	1,0	1,2	1,0	1,1	1,4	1,2
Nafta in plin	1,7	1,7	1,5	3,3	2,0	0,6	0,9	1,8	0,9
Kapitalski trgi	0,7	1,6	0,6	1,3				0,7	
Poslovne banke	0,4	1,3	0,4	0,4				0,4	
Osebne finance	5,1	13,9	15,7	29,6					1,0
Finančne storitve	0,6	0,9	0,5	1,5					0,9
Zavarovalništvo	0,4	1,3	0,5	0,4				0,4	
Nepremičninski skladi	0,7	2,7	0,6	0,5				0,5	
Upravljanje z nepremičninami	0,6	0,6	0,5	0,8					0,4
Hipotekarne storitve									
Biotehnologija	0,5	0,5	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4	0,7	0,5
Oprema v zdravstvu	0,7	0,5	0,7	0,8	0,5	0,5	0,4	1,2	0,4
Zdravstvena oskrba	0,6	0,3	0,6	1,7	3,1	0,8	0,7	0,8	0,7
Oprema in storitve za raziskave	0,5	0,8	0,5	0,4	0,7	0,5	0,4	0,8	0,4
Farmacija	0,4	1,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Letalstvo in obramba	1,3	0,6	1,5	1,9	0,9	0,5	0,4	2,0	0,4
Tovorni zračni promet in logistika	0,4	0,4	0,9	0,6	0,4	0,6	0,5	1,3	0,4
Letalski prevoz	0,6	8,6	0,5	0,5	0,3	0,5	0,7	0,3	0,8
Izdelki za gradnjo	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,7	0,7	0,5	0,6
Komercialne storitve	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5	0,3	0,4	0,8	0,2
Gradbeništvo in inženiring	0,5	0,8	0,4	0,5	1,0	0,6	0,6	0,5	0,4
Elektooprema	0,9	0,8	1,5	1,8	0,5	0,4	0,4	1,4	0,4
Industrijski konglomerati	2,9	5,5	1,9	0,5	0,8	0,8	0,8	7,4	0,8
Stroji	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3
Železniški in cestni transport	0,4	0,4	0,3	0,9	0,7	0,4	0,6	0,4	0,6
Trgovine in distributerji	0,5	0,8	0,5	0,3	0,7	0,9	0,8	0,6	0,9
Transportna infrastruktura	0,8	4,9	0,6	0,6	1,2	0,9	1,0	0,5	1,1
Komunikacijska oprema	0,8	0,7	0,9	4,0	1,9	0,5	0,5	1,5	0,5
Računalniki in rač. komponente	0,7	0,7	1,3	1,5	1,6	1,0	0,7	1,4	0,9
Elektronska oprema in orodja	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6
Program. oprema za internet	0,3	0,9	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
IT-storitve	0,5	0,4	1,1	2,6	0,9	0,5	0,4	0,8	0,5
Polprevodniki in polprev.oprema	0,4	2,0	0,7	0,8	0,5	1,6	0,3	0,9	0,3
Programska oprema	0,3	0,6	0,4	0,3	0,6	0,8	0,7	0,7	0,8
Kemija	1,3	3,5	1,1	0,8	0,6	0,3	0,3	1,5	0,4
Gradbeni materiali	0,5	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Embalaja	0,6	0,9	0,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4
Kovine in rudarstvo	0,4	4,4	0,4	0,6	0,9	0,5	0,6	0,5	0,6
Papirna in gozdarska industrija	0,6	22,2	0,5	0,5	0,8	0,8	1,1	0,3	1,2

se nadaljuje

³ Z zeleno so označeni multiplikatorji z največjo pojasnjevalno močjo v posamezni dejavnosti.

nadaljevanje

Dejavnost	P/E	PEG	P/CF	P/S	EV/ Priho dki	EV/ EBIT DA	EV/ EBIT	P/B	EV/ NOP LAT
Raznovrstne telekomunikacije	0,2	2,3	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,7	0,3
Mobilne telekomunikacije	0,5	0,9	0,4	0,5	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5
Elektropodjetja	0,3	1,5	0,3	0,8	0,4	0,2	0,4	0,7	0,5
Plini	0,5	0,6	0,6	0,9	3,7	3,2	3,2	0,8	3,3
Neodvisni proizvajalci elektrike	0,6	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,9	0,2	1,2
Raznovrstna storitvena podjetja	0,3	0,9	0,3	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4

Vir: Bloomberg, lastni izračuni.