

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VREDNOTENJE PODJETIJ V PRVI KOTACIJI LJUBLJANSKE
BORZE**

Ljubljana, avgust 2020

GORAN ZORIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Goran Zorič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vrednotenje podjetij v prvi kotaciji Ljubljanske borze, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Denisom Marinškom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel/-a, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEHNIKE RELATIVNEGA VREDNOTENJA	3
1.1 P/E kazalnik	5
1.2 P/S kazalnik	6
1.3 P/B kazalnik	7
1.4 Vrednost podjetja EM	7
2 SODOBNI MODELI VREDNOTENJA	8
2.1 Tehtano povprečje stroška kapitala	8
2.2 Strošek dolga	9
2.3 Strošek lastniškega kapitala Re	9
2.3.1 CAPM model.....	10
2.3.1.1 <i>Netvegana stopnja donosa</i>	10
2.3.1.2 <i>Beta</i>	11
2.3.2 Hamada enačba.....	12
2.3.3 Fama-French modeli.....	13
2.4 Dividendni diskontni model DDM	14
2.5 Model prostega denarnega toka podjetja FCFF	15
2.6 Model preostalega dobička RE	18
2.7 Model presežne rasti dobička AEG	19
2.8 Model preostalega dobička iz poslovanja ReOI	20
2.9 Primerjava modelov	21
3 VREDNOTENJE PODJETIJ	22
3.1 Analiza poslovnih modelov podjetij	22
3.1.1 Krka d. d.	23
3.1.2 Petrol d. d.....	23
3.1.3 NLB d. d.	24
3.1.4 Zavarovalnica Triglav d. d.....	24
3.1.5 Pozavarovalnica Sava d. d.	24
3.1.6 Telekom Slovenije d. d.....	25
3.1.7 Luka Koper d. d.	25

3.1.8	Intereuropa d. d.	26
3.2	Metodologija.....	26
3.2.1	Napoved prihodnjih vrednosti.....	27
3.2.2	Omejitve vrednotenja	27
3.3	Vrednotenje na podlagi relativnih tehnik	28
3.4	Vrednotenje na podlagi sodobnih modelov	38
3.4.1	Ocena vrednosti delnice podjetja Krka d. d.	43
3.4.2	Ocena vrednosti delnice podjetja Petrol d. d.....	45
3.4.3	Ocena vrednosti delnice podjetja NLB d. d.	47
3.4.4	Ocena vrednosti delnice podjetja Zavarovalnica Triglav d. d.....	49
3.4.5	Ocena vrednosti delnice podjetja Pozavarovalnica Sava d. d.	50
3.4.6	Ocena vrednosti delnice podjetja Telekom Slovenije d. d.	52
3.4.7	Ocena vrednosti delnice podjetja Luka Koper d. d.	54
3.4.8	Ocena vrednosti delnice podjetja Intereuropa d. d.	56
SKLEP.....		57
LITERATURA IN VIRI.....		59
PRILOGE		67

KAZALO TABEL

Tabela 1: Ocenjena vrednost podjetja Krka d. d. na podlagi multiplikatorjev.....	30
Tabela 2: Ocenjena vrednost podjetja Petrol d. d. na podlagi multiplikatorjev	31
Tabela 3: Ocenjena vrednost podjetja NLB d. d. na podlagi multiplikatorjev.....	32
Tabela 4: Ocenjena vrednost podjetja Zavarovalnica Triglav d. d. na podlagi multiplikatorjev	33
Tabela 5: Ocenjena vrednost podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. na podlagi multiplikatorjev	34
Tabela 6: Ocenjena vrednost podjetja Telekom Slovenije d. d. na podlagi multiplikatorjev	36
Tabela 7: Ocenjena vrednost podjetja Luka Koper d. d. na podlagi multiplikatorjev	37
Tabela 8: Ocenjena vrednost podjetja Intereuropa d. d. na podlagi multiplikatorjev	38
Tabela 9: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Krka d. d. z uporabo sodobnih modelov ...	45
Tabela 10: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Petrol d. d. z uporabo sodobnih modelov	47
Tabela 11: Ocenjene vrednosti delnice podjetja NLB d. d. z uporabo sodobnih modelov .	48
Tabela 12: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Zavarovalnice Triglav d. d. z uporabo sodobnih modelov	50

Tabela 13: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. z uporabo sodobnih modelov	52
Tabela 14: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Telekom Slovenije d. d. z uporabo sodobnih modelov	54
Tabela 15: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Luka Koper d. d. z uporabo sodobnih modelov	55
Tabela 16: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Intereuropa d. d. z uporabo sodobnih modelov	57

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Ključni podatki podjetja Krka d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	1
Priloga 2: Ključni podatki podjetja Petrol d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	2
Priloga 3: Ključni podatki podjetja NLB d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	3
Priloga 4: Ključni podatki podjetja Zavarovalnica Triglav d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	4
Priloga 5: Ključni podatki podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	5
Priloga 6: Ključni podatki podjetja Telekom Slovenije d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	6
Priloga 7: Ključni podatki podjetja Luka Koper d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	7
Priloga 8: Ključni podatki podjetja Intereuropa d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami	8
Priloga 9: Izračun presežnega mesečnega donosa in priprava Fama-French faktorjev na regresijo (Krka d. d.).....	9
Priloga 10: Regresija presežnega donosa na Fama-French faktorje (Krka d. d.)	12
Priloga 11: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Krka d. d.	13
Priloga 12: DDM model – podjetje Krka d. d.	14
Priloga 13: FCFF model – 1. del (Podjetje Krka d. d.).....	15
Priloga 14: FCFF model – 2. del (Podjetje Krka d. d.).....	16
Priloga 15: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Krka d. d.	17
Priloga 16: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Krka d. d.	18
Priloga 17: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Krka d. d.....	19
Priloga 18: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Petrol d. d.	20
Priloga 19: DDM model in analiza občutljivosti – podjetje Petrol d. d.	21
Priloga 20: FCFF model – 1. del (Podjetje Petrol d. d.).....	22
Priloga 21: FCFF model – 2. del (Podjetje Petrol d. d.).....	23

Priloga 22: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Petrol d. d.	24
Priloga 23: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Petrol d. d.	25
Priloga 24: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Petrol d. d.	26
Priloga 25: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje NLB d. d.	27
Priloga 26: DDM model – podjetje NLB d. d.	28
Priloga 27: RE model in analiza občutljivosti – podjetje NLB d. d.	29
Priloga 28: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje NLB d. d.	30
Priloga 29: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje NLB d. d.	31
Priloga 30: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.	32
Priloga 31: DDM model – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.	33
Priloga 32: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.	34
Priloga 33: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.	35
Priloga 34: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.	36
Priloga 35: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.	37
Priloga 36: DDM model – podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.	38
Priloga 37: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.	39
Priloga 38: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.	40
Priloga 39: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.	41
Priloga 40: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Telekom Slovenije d. d.	42
Priloga 41: DDM model – podjetje Telekom Slovenije d. d.	43
Priloga 42: FCFF model – 1. del (Podjetje Telekom Slovenije d. d.)	44
Priloga 43: FCFF model – 2. del (Podjetje Telekom Slovenije d. d.)	45
Priloga 44: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Telekom Slovenije d. d.	46
Priloga 45: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Telekom Slovenije d. d.	47
Priloga 46: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Telekom Slovenije d. d.	48
Priloga 47: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Luka Koper d. d.	49
Priloga 48: DDM model – podjetje Luka Koper d. d.	50
Priloga 49: FCFF model – 1. del (Podjetje Luka Koper d. d.)	51
Priloga 50: FCFF model – 2. del (Podjetje Luka Koper d. d.)	52
Priloga 51: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Luka Koper d. d.	53
Priloga 52: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Luka Koper d. d.	54
Priloga 53: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Luka Koper d. d.	55
Priloga 54: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Intereuropa d. d.	56
Priloga 55: FCFF model – 1. del (Podjetje Intereuropa d. d.)	57
Priloga 56: FCFF model – 2. del (Podjetje Intereuropa d. d.)	58
Priloga 57: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Intereuropa d. d.	59
Priloga 58: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Intereuropa d. d.	60
Priloga 59: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Intereuropa d. d.	61

SEZNAM KRATIC

angl. - angleško

AEG – (angl. abnormal earnings); presežna rast dobička

BPS – (angl. book value per share); knjigovodska vrednost na delnico

CAPEX – (angl. capital expenditure); izdatki za osnovna sredstva

CAPM – (angl. capital asset pricing model); model vrednotenja dolgoročnih naložb

CMA – (angl. conservative minus aggressive); razlika med donosi delnic podjetij s konzervativnimi in agresivnimi investicijami v diverzificiranem portfelju

CSR – (angl. clean surplus relation); predpostavka čistega presežka

DDM – (angl. dividend discount model); dividendni diskontni model

DPS – (angl. dividend per share); dividenda na delnico

EBIT – (angl. earnings before interest and taxes); dobiček pred obrestmi in davki

EBITDA – (angl. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization); dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

EM – (angl. enterprise multiple); multiplikator vrednosti podjetja

EPS – (angl. earnings per share); čisti dobiček na delnico

EV – (angl. enterprise value); vrednost podjetja

FCFF – (angl. free cash flow to firm); prosti denarni tok podjetja

HML – (angl. high minus low); faktor vrednosti

MRP – (angl. market risk premium); premija tržnega tveganja

NFO – (angl. net financial obligations); neto finančne obveznosti

NOA – (angl. net operating assets); neto sredstva iz poslovanja

NOPAT – (angl. net operating profit after taxes); neto dobiček iz poslovanja po obdavčenju

NWC – (angl. net working capital); neto obratni kapital

P/B – (angl. price to book); cena delnice glede na knjigovodsko vrednost na delnico

P/E – (angl. price to earnings); cena delnice glede na čisti dobiček

P/S – (angl. price to sales); cena delnice glede na prihodke na delnico

R&D – (angl. research and development); raziskave in razvoj

RE – (angl. residual earnings); preostali dobiček

ReOI – (angl. residual operating income); preostali dobiček iz poslovanja

RMW – (angl. robust minus weak); razlika med donosi delnic podjetij z močno in šibko donosnostjo v diverzificiranem portfelju

RNOA – (angl. return on net operating assets); donos na neto sredstva iz poslovanja

ROE – (angl. return on equity); donos na lastniški kapital

RONIC – (angl. return on new invested capital); nakazana stopnja donosa na novo investiran kapital

SMB – (angl. small minus big); faktor velikosti

TV – (angl. terminal value); končna vrednost

WACC – (angl. weighted average cost of capital); tehtano povprečje stroška kapitala

WML – (angl. winners minus losers); faktor zagona

UVOD

Vrednotenje je proces, kjer se napovedi uspešnosti poslovanja podjetja pretvorijo v ocene cene delnice podjetja (Palepu, Healy & Bernard, 1999). Vsa sredstva, tako finančna kot oprijemljiva, so lahko vrednotena, kompleksnost vrednotenja pa se razlikuje od primera do primera. Leibowitz (1999) pravi, da je analiza za namen vlaganja v neko sredstvo poizkus vodenja čez miriada negotovosti, ki se pojavljajo na finančnih trgih.

Nekateri analitiki in vlagatelji uporabljajo sodobne modele vrednotenja, drugi se bolj osredotočajo na tehnike relativnega vrednotenja oz. multiplikatorje. V praksi se uporablja ogromno različnih tehnik vrednotenja, nobena izmed tehnik pa ni jasno določena kot najbolj učinkovita in najraje uporabljena. Vsaka ima svoje prednosti in slabosti, zato je pogosto pri vrednotenju smiselno aplicirati več pristopov hkrati (Palepu, Healy & Bernard, 1999). Analitiki, ki izvajajo tehnično analizo, verjamejo, da je cena delnic odvisna tako od psihologije vlagateljev kot tudi od temeljnih finančnih spremenljivk (Pandey, 2012).

Praznik (2011) na drugi strani ugotavlja, da je pri zastavljanju okvirja vrednotenja potrebno upoštevati določila standardov za oceno vrednosti, zakonske usmeritve in usmeritve sodišč ter ostale potencialne posebne okoliščine. Analitiki se po navadi pri ugotavljanju vrednosti podjetja ne zanašajo zgolj na eno metodo, saj se zavedajo, da pri vsaki metodi obstajajo negotovosti glede primernosti metode in zbranih inputov, ki so ključni za uporabo neke metode. Odločitev, katero metodo uporabiti, je odvisna od tega, v kateri panogi podjetje posluje, kakšna je pričakovana rast podjetja, prav tako pa je potrebno vzeti v obzir kakovost in zanesljivost pridobljenih podatkov, ki so potrebni in se uporabljajo pri posamični metodi vrednotenja (Nagorniak & Wilcox, 2014). Ne glede na to, katero metodo uporabimo, pa je ključnega pomena osnovno poznavanje in razumevanje računovodskih postavk v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida, ki sta prva in osnovna dokumenta pri začetnem preverjanju poslovanja vsakega podjetja. Potrebno je razumeti, da vrednosti, ki so prikazane v finančnih izkazih podjetja, ne nujno jasno utemeljujejo tržno vrednost delnice podjetja. Damodaran (2016) opozarja, da imamo pri vrednotenju tri možne izide: (1) mi imamo prav, trg se moti, (2) trg ima prav, mi se motimo in (3) tako trg kot tudi mi se motimo.

V današnjem hitro spreminjajočem se gospodarstvu se nemalokrat soočamo s potrebo po vrednotenju bodisi podjetij bodisi posameznih predmetov, strojev in podobnega. Na ta način želimo ugotoviti tržno vrednost le-teh. Podjetja lahko vrednotimo z namenom nakupa delnic podjetja oz. vrednostnih papirjev in zaslužka, primerjave z drugim podjetjem ali česa drugega. V današnjem svetu, kot navaja Damodaran (2002), ima sleherno sredstvo svojo vrednost. V našem primeru bomo vrednotili podjetja z namenom ocenitve, ali je naložba v vrednostne papirje izbranih podjetij upravičena ali pa je bolj smiselno poiskati alternativno naložbeno možnost. Prav tako nas bo zanimala učinkovitost posamičnih modelov pri vrednotenju delnic podjetij na Ljubljanski borzi.

Vsebina magistrske naloge se bo razdelila na dva dela. V teoretičnem delu bomo opisali postopek vrednotenja podjetja in predstavili različne modele, s pomočjo katerih se ocenjuje vrednost podjetja. Proces vrednotenja bomo razdelili na tehnike relativnega vrednotenja in sodobne tehnike vrednotenja podjetij. Magistrska naloga bo v raziskovalnem delu zajemala vrednotenje podjetij, ki na Ljubljanski borzi kotirajo v prvi kotaciji. To so Intereuropa, d. d., Krka, d. d., Luka Koper, d. d., NLB, d. d., Petrol, d. d., Sava Re, d. d., Telekom Slovenije, d. d. in Zavarovalnica Triglav d. d. Pregledali bomo kazalnike tehnik relativnega oz. komparativnega vrednotenja, kot so na primer P/E, P/B in P/S kazalniki, prav tako pa se bomo posvetili uporabi sodobnih modelov vrednotenja. To so dividendni diskontni model (angl. dividend discount model, v nadaljevanju DDM), model prostega denarnega toka podjetja (angl. free cash flow to firm, v nadaljevanju FCFF), model preostalega dobička (angl. residual earnings, v nadaljevanju RE), model presežne rasti dobička (angl. abnormal earnings growth, v nadaljevanju AEG) in model preostalega dobička iz poslovanja (angl. residual operating income, v nadaljevanju ReOI). Zanimala nas bo primerjava učinkovitosti različnih modelov pri določanju podcenjenih, pošteno ocenjenih in precenjenih delnic podjetij. Pri vsakem modelu bomo izračunali napovedno napako (angl. forecast error), opravili analizo občutljivosti (angl. sensitivity analysis) in predstavili prednosti ter slabosti uporabe modelov. Pri modelih diskontiranih denarnih tokov bomo določili diskontno stopnjo, katero bo predstavljalo tehtano povprečje stroška kapitala (angl. weighted average cost of capital, v nadaljevanju WACC). Ta se uporablja z namenom pretvorbe pričakovanih prihodnjih denarnih tokov na sedanjo vrednost in predstavlja enega izmed ključnih korakov za pridobitev relevantnih rezultatov pri omenjenih modelih (Copeland, 1990, str. 171). Podjetja poslujejo v različnih panogah, zato nas bo zanimala uporabnost modelov glede na panogo poslovanja. Na podlagi pridobljenih rezultatov bomo poskušali oceniti učinkovitost uporabljenih modelov za vrednotenje podjetij na Ljubljanski borzi in ugotoviti, ali delnice podjetij kotirajo pri poštenih vrednostih.

Temeljna raziskovalna vprašanja, ki sem si jih zastavil in jih raziskujem v magistrskem delu so:

1. Ali se z uporabo tehnik relativnega vrednotenja lahko bolj približamo trenutni tržni ceni delnic podjetij, kot z uporabo sodobnih modelov vrednotenja in ali je smiselno dodajati različne uteži posameznim modelom vrednotenja?
2. Ali so vsi sodobni modeli vrednotenja uporabni pri določanju tržne vrednosti vsakega izmed izbranih podjetij, ne glede na panogo, v kateri podjetje posluje?

Namen magistrske naloge je s pomočjo strokovne in znanstvene literature opisati metode vrednotenja podjetij in jih z uporabo pridobljenega teoretičnega znanja uporabiti pri izračunih na dejanskem primeru izbranih podjetij. Na ta način želimo primerjati kazalnike in rezultate več modelov znotraj različnih sklopov panog ter prikazati učinkovitost Ljubljanske borze z vidika vrednosti delnic podjetij v prvi kotaciji.

Cilj magistrske naloge je poglobljeno preučiti domačo in tujo literaturo s področja vrednotenja podjetij in uporabe različnih metod vrednotenja, aplicirati opisane metode na primere podjetij Ljubljanske borze v prvi kotaciji in z izračuni na podlagi finančnih podatkov ovrednotiti njihovo pošteno vrednost ter na ta način določiti smiselnost vlaganja v njih.

Strokovno literaturo, ki je ključna za sestavo teoretičnega zarisa naloge, bomo pridobili iz podatkovnih baz, kot so SAGE, ScienceDirect, Wiley Online Library, Google Scholar in ostale. Potrebne finančne podatke podjetij, ki so predmet vrednotenja, bomo pridobili s pomočjo terminala Bloomberg za zadnjih pet do deset let, spletne strani Ljubljanske borze in letnih poročil izbranih podjetij, medtem ko bodo podatki za primerjavo panog pridobljeni iz Damodaranove spletne strani.

V teoretičnem delu magistrske naloge bomo uporabili metodi kompilacije in deskripcije z namenom predstavitve teorije, ki jo je potrebno razumeti za uspešno apliciranje metod vrednotenja. Tukaj bomo sistematično pregledali razpoložljivo literaturo, ki bo temelj pri izračunih in vrednotenju podjetij. V raziskovalnem delu bomo z analitičnim pristopom uporabili induktivno-deduktivno metodo (sklepanje na podlagi posebnega k splošnem in obratno), kjer bomo preverjali vpliv panoge na vrednotenje posamičnega podjetja in pozicijo podjetja znotraj same panoge. Z analitično metodo bomo pri preverjanju hipotez poskusili primerjati uporabo različnih modelov, statična metoda pa bo uporabljena za zbiranje podatkov iz spletnih podatkovnih baz, Bloomberg terminala in letnih poročil podjetij ter obdelovanje pridobljenih podatkov za izračune modelov. Odstopanje pridobljenih rezultatov od trenutnih cen delnic podjetja na delniškem trgu bomo merili z izračunom napovedne napake. Hipoteze bomo nadalje preverjali z metodama vrednotenja in interpretacije rezultatov. Za vrednotenje bomo uporabili program Excel, kjer bomo na podlagi pridobljenih finančnih podatkov izbranih podjetij s posamičnimi modeli izračunali poštene vrednosti delnic podjetij. Na ta način bomo iskali učinkovitost uporabljenih modelov in interpretirali dobljene vrednosti podjetij z uporabljenimi modeli.

V nadaljevanju bomo najprej predstavili tehnike relativnega vrednotenja in se osredotočili na štiri izbrane multiplikatorje. Nato bomo opisali in predstavili sodobne modele vrednotenja in se poglobili v vse potrebne vhodne vrednosti za uspešno uporabo modelov. Na koncu bomo analizirali poslovne modele izbranih podjetij in poskušali predstaviti njihovo pošteno vrednost.

1 TEHNIKE RELATIVNEGA VREDNOTENJA

Čeprav je metoda diskontiranega denarnega toka (angl. discounted cash flow) najbolj natančen in prilagodljiv način vrednotenja podjetij, lahko tehnike relativnega vrednotenja z uporabo multiplikatorjev omogočijo dober dodaten vpogled v vrednost podjetja in pomagajo pri povzetju ter testiranju vrednosti (Koller, Goedhart & Wessels, 2015). Njihova prednost

v primerjavi z ostalimi, sodobnejšimi tehnikami, je v njihovi enostavnosti in tem, da od analitikov ne zahtevajo večletnih napovedi v prihodnost (Palepu, Healy & Bernard, 1999).

Tehnike relativnega vrednotenja omogočajo vrednotenje sredstev glede na njihovo ceno na trgu s pomočjo multiplikatorjev, kot so P/E kazalnik, P/S kazalnik, P/B kazalnik EV/EBITDA multiplikator in tako naprej in pomagajo odkrivati podcenjena podjetja z močnimi temelji (angl. fundamentals) (Sharma in Prashar, 2013). Znano je, da so razmerja vrednotenja vzpodbujena s strani različnih temeljnih dejavnikov, kot so dobičkonosnost, tveganje in rast. Posledično lahko imajo podjetja nižje (višje) vrednosti multiplikatorjev zgolj zaradi njihovih slabih (dobrih) temeljev in ne, ker ne bi bila pravično ocenjena. Podjetja, ki imajo nižje vrednosti multiplikatorjev zaradi slabih temeljev, bodo manj verjetno dosegala nadpovprečne donose (angl. excess returns) v primerjavi s podjetji z višjimi vrednostmi multiplikatorjev (An, Bhojraj & Ng, 2010).

Finančna teorija upošteva dejstvo, da vrednotenje podjetja ni natančno voden postopek, ki se vselej drži jasnih in vnaprej navedenih smernic. Glavna težava nastane pri razumevanju, kako tehnike relativnega vrednotenja oz. multiplikatorje najbolje uporabiti, da bodo zagotovili dosledne, učinkovite in natančne rezultate vrednotenja, ki bodo uporabni pri odločevalskem procesu. Razumevanje tega je ključnega pomena, saj velja, da so tehnike relativnega vrednotenja najpogosteje uporabljen način vrednotenja delnic podjetij. Prvi korak k uspešni implementaciji omenjenih tehnik je izbor primerljivih podjetij.

Stroka se glede dejavnikov, ki določajo primerljivost podjetij, v nekaterih pogledih razhaja. Nekateri trdijo, da so podjetja primerljiva, če poslujejo v istem sektorju oz. panogi, se posledično soočajo s podobnimi tveganji in imajo podobne karakteristike rasti in dobička. Drugi izhajajo iz osnov vrednotenja in trdijo, da primerljivost sloni na ekonomskih karakteristikah, kot so dobičkonosnost, rast in tveganje. Lušnic (2006) meni, da je pri pridobivanju podatkov pomembno uporabiti kombinacijo več podatkovnih baz, a opozarja, da so tiste z najboljšežnejšimi podatki plačljive.

V zadnjem času se pojavlja tudi tretji način selekcije primerljivih podjetij, ki temelji na iskalnih vzorcih na spletnih straneh. Tu se pojavlja ideja, da sta podjetji, ki se pogosto skupaj oz. istočasno pojavljata v spletnih iskalnikih, fundamentalno povezani ali ekonomsko podobni. Avtorja ugotavljata, da so poslovanje v isti panogi in kombinacija tveganja ter rasti dobička učinkovite metode pri določanju primerljivosti podjetij, razdeljevanje panog po tveganju ali rasti pa ne izboljša natančnosti določanja. Še več, iskanje primerljivih podjetij zgolj na podlagi tveganja in rasti se ni pokazalo kot način, ki bi prinesel dodano vrednost. Izboljšanje natančnosti pri določanju primerljivosti pa je bilo moč zaslediti pri podjetjih, ki spadajo v isto panogo in imajo podobno dobičkonosnost (Plenborg in Pimentel, 2016). Sharma in Prashar (2013) ugotavljata, da so primerljiva podjetja tista, ki imajo podoben poslovni model, finančne podatke, poslujejo v isti panogi in ponujajo podobne storitve ter proizvode.

Tehnike relativnega vrednotenja v primerjavi z modeli diskontiranih denarnih tokov bolj verjetno odražajo trenutno tržno stanje in vlagateljev pogled na situacijo. Vselej bodo zagotovile seznam podjetij oz. njihovih delnic, ki so podcenjene ali precenjene, prav tako pa za učinkovito uporabo po navadi zahtevajo manj podatkov kot modeli diskontiranih denarnih tokov. Razlog je ta, da večina analitikov in upraviteljev delniških portfeljev implicitno predpostavlja vrednost ostalih spremenljivk, ki pa so v modelih diskontiranih denarnih tokov potrebni za učinkovite rezultate. Slabost relativnega vrednotenja je ta, da je lahko vrednost delniškega portfelja, ki je sestavljen iz relativno podcenjenih delnic, še vedno precenjena, čeprav je analitik podal pravilno oceno. To se lahko zgodi pri »bikovskem trgu« (angl. bull market), ko je celoten delniški trg precenjen, portfolio pa je sestavljen iz delnic, ki so manj precenjene kot večina (Sharma in Prashar, 2013).

Ko govorimo o relativnih tehnikah vrednotenja, imamo v mislih multiplikatorje, povprečja, razmerja ipd. Za razumevanje multiplikatorjev so potrebni štirje koraki (Damodaran, 2016):

- Definicija multiplikatorja: Različni uporabniki lahko multiplikatorje definirajo na različne načine, zato je pri uporabi in primerjavi multiplikatorja, ki ga je ocenil nekdo drug, nujno potrebno razumeti, kako je prišel do te ocene.
- Opis multiplikatorja: Večina pri uporabi multiplikatorjev podjetja le-te ne zna povezati s panogo, v kateri podjetje posluje, zato je v tem primeru težko oceniti, ali je vrednost visoka ali nizka.
- Analiza multiplikatorja: Ključnega pomena je razumevanje temeljev vrednotenja, da znamo oceniti, zakaj je dan multiplikator visok oz. nizek in kako vsaka spremenljivka vpliva nanj.
- Uporaba multiplikatorja: pri zadnjem koraku je pomembno identificirati primerljiva podjetja, največkrat tista iz iste panoge in s skupnimi točkami, katere smo že opisali. V praksi je to precej težje storiti, kot narekuje teorija.

Uporaba multiplikatorjev se na prvi pogled zdi zelo enostavna, v praksi pa žal ni tako: (1) odkrivanje primerljivih podjetij je pogosto zelo zapleteno, (2) včasih je potrebno sprejeti nekatere odločitve glede izračuna multiplikatorjev in (3) razlaga, zakaj se multiplikatorji razlikujejo znotraj različnih panog in kako je multiplikator enega podjetja uporaben za primerjavo z drugim, zahteva dobro razumevanje vseh faktorjev posameznega multiplikatorja (Palepu, Healy & Bernard, 1999).

1.1 P/E kazalnik

P/E kazalnik je razmerje med ceno delnice in čistim dobičkom na delnico (angl. earnings per share, v nadaljevanju EPS). Damodaran (2016) pravi, da se največkrat uporablja trenutna cena delnice, čeprav nekateri radi uporabljajo povprečne vrednosti cen v zadnjih mesecih ali zadnjem letu. Vlagatelji poznajo dve vrsti P/E kazalnikov: eden meri razmerje v zadnjih 12 mesecih z uporabo preteklih podatkov o čistem dobičku na delnico (angl. Trailing P/E), drugi

pa razmerje v prihodnjih 12 mesecih z uporabo napovednih ocen dobička na delnico (angl. Forward P/E). Za namene vrednotenja analitiki pogosto uporabljajo slednjega, vseeno pa ne gre zanemarjati preteklih vrednosti, čeprav te pogosto odsevajo ekonomske in tržne razmere, ki niso verjetne v prihodnjem obdobju (Winger, 1997). Sharma in Prashar (2013) navajata, da je uporaba multiplikatorjev, ki gledajo vnaprej, bolj učinkovita od tistih, ki se nanašajo na pretekle podatke, kar sta potrdila že Lie in Lie (2002).

Good (1991) trdi, da obstajata dva pogleda na P/E kazalnik, ki med seboj tekmujeta za vlagateljevo pozornost. Prvi se sklicuje na hipotezo učinkovitega trga in pravi, da je P/E kazalnik z dobrim razlogom visok ali nizek, saj se informacija, ki postane dostopna, takoj odraža na delniškem trgu zaradi njegove racionalnosti. Drugi navaja, da visok P/E kazalnik nakazuje razlog za prodajo, nizek pa priložnost za nakup delnice. Glede na slednji pogled se vlagatelji, katerih gonilo sta največkrat pohlep ali strah, pogosto obnašajo neracionalno, s čimer ceno delnice potisnejo previsoko ali prenizko.

Dreman in Berry (1995) navajata, da se delnice z nizko vrednostjo P/E največkrat odrežejo bolje od povprečja trga, medtem ko se tiste z višjo vrednostjo odrežejo slabše. Ko podjetje v nekem obdobju doseže nižji dobiček kot sicer, v prihodnje pa pričakuje dvig dobička, je P/E razmerje po navadi višje kot dolgoročno povprečje preteklih dobičkov. Na drugi strani pa je razmerje nižje, če podjetje v nekem obdobju doseže višji dobiček, vnaprej pa pričakuje njegov upad (Winger, 1997). Damodaran (2016) navaja, ob predpostavki, da je vse drugo nespremenjeno, da bodo podjetja z višjo rastjo imela višje P/E razmerje, kot tista z nižjo rastjo. Ob isti predpostavki bodo višje P/E razmerje imela tudi podjetja z nižjim tveganjem in tista z manjšo potrebo po reinvestiranju. Penman (2020) ugotavlja, da je za zagotavljanje najmanjših napak pri določanju P/E razmerja potrebno primerjati podjetja glede na panogo in donos na lastniški kapital (angl. return on equity, v nadaljevanju ROE).

1.2 P/S kazalnik

Razmerje med tržno vrednostjo in prihodki (angl. market capitalization to revenue ratio) oz. multiplikator prihodkov, poznan tudi kot P/S kazalnik, pomaga pri določanju razmerja med vrednostjo podjetja in prihodkov, ki jih podjetje proizvede. S pomočjo tega kazalnika je enostavneje primerjati podjetja, ki poslujejo v različnih panogah, vseeno pa se vrednost kazalnika zaradi različnih profitnih marž oz. stopenj dobička (ekonomski dobiček) razlikuje od panoge do panoge (Sharma in Prashar, 2013). P/S kazalnik je povezan s sposobnostjo podjetja, da ustvarja presežek profitne marže in je seštevek treh vrednosti: (1) inverza razmerja prometa podjetja [$1/(\text{prihodki}/\text{vložen kapital})$], (2) presežka profitne marže oz. stopnje dobička obstoječih prihodkov in (3) presežka profitne marže inkrementalnih prihodkov zaradi prodaje. P/S kazalnik se pogosto uporablja za oceno cene delnic podjetij, ki trenutno še ne poslujejo z dobičkom, navsezadnje pa bodo ta podjetja vseeno morala upravičiti ceno svojih delnic s proizvedenim dobičkom in dividendami. Avtor ugotavlja tudi, da P/S kazalnik ni imun na manipuliranje računovodskih izkazov (Danielson, 2004).

Damodaran (2016) P/S kazalnik definira kot razmerje med tržno vrednostjo lastniškega kapitala in prihodki in pravi, da je najbolj uporaben v panogi prodaje na drobno (angl. retail). Armstrong, Davila, Foster in Hand (2011) so ugotovili naslednje: (1) velikost podjetja je pomemben napovednik razmerij med tržno vrednostjo in prihodki, kjer imajo manjša podjetja višje vrednosti omenjenih razmerij, (2) pretekla rast prihodkov je prav tako pomemben napovednik višine razmerij med tržno vrednostjo in prihodki in (3) kapitalski trgi upoštevajo prehodne komponente prihodkov pri ugotavljanju razmerij med tržno vrednostjo in prihodki.

1.3 P/B kazalnik

Multiplikator knjigovodske vrednosti zagotavlja računovodsko oceno vrednosti podjetja, ki se razlikuje od tiste na finančnih trgih. Računovodska ocena temelji na osnovnih računovodskih pravilih, ki upoštevajo ceno, po kateri je bilo sredstvo kupljeno, prilagoditve zaradi amortizacije in podobno. P/B kazalnik vlagatelju pomaga oceniti, če je delnica podcenjena ali precenjena, vrednost kazalnika pa se bo razlikovala od panoge do panoge. Pri uporabi je potrebno upoštevati naslednje: (1) kazalnik je potrebno dosledno interpretirati in nespremenljivo meriti pri primerjanih podjetjih, (2) za učinkovito primerjavo podjetij morajo podjetja med seboj biti primerljiva in (3) temeljni faktorji, ki določajo kazalnik, morajo biti primerno analizirani in razumljeni, prav tako pa tudi spremembe temeljnih faktorjev in njihov vpliv na kazalnik (Sharma in Prashar, 2013).

P/B kazalnik je razmerje med tržno vrednostjo lastniškega kapitala in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala oz. takoimenovana mera lastniškega kapitala delničarjev v bilanci stanja. Večjo vrednost bodo dosegla podjetja, ki imajo visok ROE, tista z manjšim pa se lahko prodajajo tudi pod knjigovodsko vrednostjo (Damodaran, 2016). An, Bhojraj in Ng (2010) navajajo, da imajo podjetja z visokimi vrednostmi razmerij, ki primerjajo knjigovodsko in tržno vrednost (angl. book-to-market ratio), posledično boljše donose, kot podjetja z nizkimi vrednostmi teh razmerij. Eden izmed razlogov je ta, da so podjetja z nižjimi vrednostmi multiplikatorjev bolj tvegana, saj so med njimi tudi takšna, ki niso pravilno ocenjena (npr. podcenjena podjetja) ali pa so v težkem finančnem položaju. Podobno so podjetja z visokimi vrednostmi multiplikatorjev na drugi strani lahko precenjena ali pa npr. pravično ocenjena.

1.4 Vrednost podjetja EM

EM (enterprise multiple) ali EV/EBITDA se vedno bolj uporablja kot ena izmed tehnik relativnega vrednotenja podjetij. Izračuna se tako, da vrednost podjetja (angl. enterprise value) delimo z operativnim dobičkom EBITDA, ki pomeni dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) in ne z EBIT, saj prvi, kot navajata Lie in Lie (2002), proizvaja boljše rezultate in je bolj uporaben, razen za farmacevtska podjetja. Avtorja navajata, da lahko EM interpretiramo kot približek

nezadolženi donosnosti naložb (angl. unlevered investment return), ki jo lahko z drugimi besedami poimenujemo kar WACC. Podjetja z visoko vrednostjo EM imajo nižje diskontne stopnje in manjšo realizirano donosnost delnic kot podjetja z nizko vrednostjo (Loughran in Wellman, 2011). Razlogi za vse večjo uporabo so naslednji (Damodaran, 2016):

- Multiplikator je uporaben tudi za podjetja, ki poročajo o čisti izgubi, saj je EBITDA ponavadi pozitivna.
- Za določene panoge, kot so telekomunikacije, kjer so potrebne velike investicije v infrastrukturo, se EV/EBITDA multiplikator zdi boljše izbira kot P/E kazalnik.
- Pri odkupih podjetij z zadolžitvijo (angl. leveraged buyouts) je EBITDA mera denarnih tokov iz poslovanja in se jo lahko vsaj na kratek rok uporabi kot podpora pri odplačevanju dolgov.
- S tem, ko gledamo na denarne tokove pred izdatki za osnovna sredstva (angl. capital expenditure, v nadaljevanju CAPEX), lahko zagotovimo boljše oceno optimalne vrednosti, še posebej, če CAPEX ni pametno uporabljen in ne prinaša željenih donosov.
- S tem, ko gledamo vrednost in denarne tokove podjetja, lahko primerjamo podjetja z različno stopnjo finančne zadolženosti.

Damodaran (2016) EV/EBITDA multiplikator definira kot:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Tržna vrednost lastniškega kapitala} + \text{Tržna vrednost dolga} - \text{Denar}}{\text{Čisti dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo}} \quad (1)$$

2 SODOBNI MODELI VREDNOTENJA

V nadaljevanju sledi opis sodobnih modelov vrednotenja in njihovih ključnih komponent, ki so nujne za uspešno implementacijo. Sodobni modeli vrednotenja bodo predstavljali ključno izhodišče za določanje vrednosti izbranih podjetij.

2.1 Tehtano povprečje stroška kapitala

WACC je zelo uporabno orodje, ki se ga poslužujejo finančni menedžerji pri načrtovanju investicijskih izdatkov in analizah vrednotenja podjetij. (Berry, Betterton & Karagiannidis, 2014). Pri oceni vrednosti je WACC diskontna stopnja, ki jo uporabimo za pretvorjenje pričakovanih prihodnjih denarnih tokov v sedanjo vrednost in je kompleksen proces, saj je odvisen od kapitalske sestave podjetja, davkov in stroškov virov uporabljenega kapitala (De Mey, 2000). WACC ima tri glavne komponente: strošek lastniškega kapitala, strošek dolga po upoštevanju davkov in pričakovana kapitalska sestava podjetja (Koller, Goedhart & Wessels, 2015). Splošna formula, ki zajema omenjene faktorje, je v poenostavljeni obliki kot enačba zapisana na naslednji način:

$$WACC = R_e \times \frac{E}{E+D} + R_d \times \frac{D}{E+D} \times (1 - t) \quad (2)$$

kjer je:

- E = tržna vrednost lastniškega kapitala,
- D = tržna vrednost dolga,
- t = davčna stopnja,
- R_d = strošek dolga,
- R_e = strošek lastniškega kapitala.

Enačba nakazuje, da je strošek kapitala mešanica stroškov različnih instrumentov financiranja, ki jih podjetje uporabi z dvema glavnima komponentama: komponenta lastniškega kapitala in komponenta dolga (De Mey, 2000). WACC je težko oceniti, saj ne obstaja direkten način za merjenje vlagateljevega stroška kapitala, še posebej stroška lastniškega kapitala (Koller, Goedhart & Wessels, 2015).

2.2 Strošek dolga

Izraz strošek dolga je zamenljiv z donosom do zapadlosti (angl. yield to maturity) obveznice. Na nek način je obrestna mera, ki izračuna sedanjo vrednost toka prihodnjih kuponov in nominalne vrednosti (angl. par value) na trenutno tržno ceno (Laws, 2018). Strošek dolga bi moral biti osnovan glede na trenutno tržno obrestno mero, izražen po upoštevanju davkov (Palepu, Healy & Bernard, 1999) zaradi davčnega ščita (angl. tax shield). Strošek dolga se določa s: (1) sposobnostjo podjetja za posojanje (angl. debt capacity), (2) splošnim tržnim stanjem in (3) dostopom podjetja do financiranja. Formulo lahko zapišemo na naslednji način (Ernst & Young, 2020):

$$c_d = rf + \text{kreditni razmik} \quad (3)$$

kjer je:

- c_d = strošek dolga,
- rf = netvegana stopnja donosa.

Kreditni razmik (angl. credit spread) predstavlja nadomestilo upnikom s strani podjetja zaradi tveganja neplačila.

2.3 Strošek lastniškega kapitala R_e

Strošek lastniškega kapitala lahko izračunamo na več načinov, vsekakor pa je najbolj uporabljen in nasploh najbolj znan CAPM model.

2.3.1 CAPM model

Razvoj CAPM modela je v veliki meri pripomoglo k temu, da se danes finančništvo obravnava kot znanstvena disciplina (Eun, 1994). Model formalizira idejo, ki pravi, da je strošek lastniškega kapitala mogoče oceniti s kombinacijo stroška netvegane sredstva (angl. risk-free asset) in stroška premije za tveganje (angl. risk premium). Enačba za izračun stroška lastniškega kapitala s CAPM je naslednja (De Mey, 2000):

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (4)$$

kjer je:

- R_f = netvegana stopnja donosa,
- R_m = pričakovana tržna stopnja donosa,
- $R_m - R_f$ = premija tržnega tveganja (MRP),
- β = mera sistematičnega tveganja stroška kapitala.

Za uspešno implementacijo modela CAPM je torej potrebno oceniti tri faktorje: netvegano stopnjo donosa, premijo tržnega tveganja in sistematično tveganje. Model dobro deluje za analiziranje donosov delnic, ki so zelo medsebojno odvisne s trgom in za zrele ter likvidne trge. Kot takšne lahko navedemo zavarovalniška podjetja v razvitih državah in finančno panogo nasploh (De Mey, 2000). Pustoslemšek, Slapničar in Valentinčič (2016) konkretno za slovenski trg kapitala ugotavljajo, da zanesljiva uporaba CAPM modela ni mogoča, tako s podatki iz slovenskega trga kapitala kot tudi s podatki s tujih trgov kapitala. Opozarjajo, da je ugotovitev lahko posledica ali premajhnega števila razpoložljivih podatkov ali pa CAPM model ni učinkovit.

2.3.1.1 Netvegana stopnja donosa

Netvegane stopnje donosa se v zadnjih 30 letih v večini razvitih državah konstantno in silovito nižajo, medtem ko se cene nepremičnin in delnic višajo (Farhi & Gourio, 2018). V poslovnih financah se za namene vrednotenja pogosto predpostavlja, da je netvegana stopnja donosa (angl. risk-free rate) podana in jo je mogoče enostavno pridobiti. Akademiki, analitiki in ostali so že od nekdaj uporabljali netvegano stopnjo donosa, ki temelji na stopnji donosa državnih obveznic. Razhajanja so še največkrat prišla pri odločanju, ali uporabiti stopnje donosa dolgoročnih ali kratkoročnih obveznic. Kaj sploh je netvegana stopnja donosa? Vlagatelj kupi neko sredstvo, za katerega pričakuje določen donos v času držanja oz. lastništva tega sredstva. Dejanski donos pa je lahko precej drugačen od pričakovanega in tukaj nastopi tveganje. Na tveganje v financah gledamo kot na varianco dejanskih odnosov glede na pričakovane. Da je neka investicija netvegana, mora dejanski zaslužek vselej biti enak pričakovanemu zaslužku. Če ponazorimo na primeru, vlagatelj z enoletnim horizontom kupi enoletno zakladno menico (angl. Treasury bill) s 5 % pričakovanim donosom. Ob koncu

enoletnega obdobja bo dejanski donos natanko 5 %, se pravi enak pričakovanemu (Damodaran, 2008).

Netvegana stopnja donosa je osnova za izračun stroška lastniškega kapitala in stroška kapitala. Pravilnost uporabe je zelo pomembna, saj se na primer pri višanju netvegane stopnje donosa, vse drugo nespremenjeno, viša tudi diskontna stopnja in posledično manjša sedanja vrednost pri uporabi diskontiranih denarnih tokov, kar lahko popolnoma spremeni izračunano vrednost podjetja. Sprememba ima vpliv tudi na premije tveganja, saj bodo vlagatelji ob višanju netvegane stopnje donosa zahtevali višjo premijo tveganja. Da je sredstvo zares netvegano, mora zadostiti dveh pogojem: tveganje neplačila v povezavi z denarnimi tokovi mora biti neobstoječe; tveganja ponovne naložbe (angl. reinvestment risk) ne sme biti (Damodaran, 2008). Za vrednotenje dolgoročnih sredstev, kot so npr. delnice, Bodie, Kane in Marcus (2018) navajajo, da je boljše uporabiti dolgoročno obveznico, kot je zakladna obveznica (angl. treasury bond), namesto prej omenjene kratkoročne zakladne menice.

2.3.1.2 Beta

Beta je nasploh široko prepoznana kot mera tveganja, mnogi pa jo prepoznajo kot najučinkovitejšo mero sistematičnega tveganja za individualne vrednostne papirje (Pettengill, Sundaram & Mathur, 1995). Glede na CAPM model je tveganje delnice povzeto z beto, vseeno pa pogosto manjše in podcenjene delnice prinašajo višje donose, kot jih lahko njihove bete upravičijo. Beta meri nagnjenost donosa delnice k vzporednemu gibanju z donosom delniškega trga kot celote. Kot mera tveganja, je beta povezana s preteklimi donosi. Delnica, katere beta je enaka 1, pada in raste v isti meri kot širši delniški indeks, kot je npr. indeks S&P 500. Delnice z beto, večjo od 1, se nagibajo k večjemu padcu ali porastu, v primerjavi s celotnim delniškim trgom, kar pomeni, da so sistematično bolj tvegane in občutljive na tržne spremembe. Po drugi strani pa so delnice z beto, ki je manjša od 1, manj dovzetne za tržne spremembe in imajo manjše sistematično tveganje.

Če povzamemo, delnice z višjo beto omogočajo višje donose ob višjem tveganju, delnice z manjšo beto pa manjše donose ob manjšem tveganju. Odnos med preteklimi donosi in beto je tako linearen, njuna krivulja pa je naraščajoča. Težava z betami je ta, da se skozi čas spreminjajo in niso stabilne, kar povzroči težave, ko beto ocenjujemo iz historičnih podatkov, z namenom izračuna stroška lastniškega kapitala pri ocenjevanju prihodnjih denarnih tokov. Beta bi se morala spreminjati skupaj s temelji podjetja in spremembo njihove kapitalne strukture (Mullins, 1982). Campbell in Vuolteenaho (2004) sta pri iskanju najboljšega načina uporabe bete šla korak dlje in predlagala intuitivni model z dvema betama, ki zajema tveganje delnice v dveh aspektih: beta denarnega toka in beta diskontirane stopnje. Donos tržnega portfelja (angl. market portfolio) sta razdelila na dve komponenti, kjer prva odseva novice o prihodnjih denarnih tokovih trga in druga o tržni diskontni stopnji. De Mey (2000) predstavi formulo bete na naslednji način:

$$\beta = \frac{\text{Tveganje posamične delnice}}{\text{Tržno tveganje}} \times \text{korelacija gibanja med delnico in trgom} \quad (5)$$

2.3.2 Hamada enačba

Hamada enačba je metoda analiziranja stroška kapitala podjetja in je uporabna pri ugotavljanju in upoštevanju razlik pri finančnem vzvodu podjetij znotraj določene panoge (Cosemans, Frehen, Schotman & Bauer, 2016) ter prikazovanju odnosa med sistematičnim tveganjem z zadolženostjo in brez zadolženosti (angl. levered and unlevered systematic risk). Dve podjetji z enakim poslovnim tveganjem imata lahko zelo različno finančno tveganje. Večja zadolženost pomeni večje finančno tveganje, kar privede do višje bete in višje zahtevane stopnje donosa (angl. required rate of return) (Conine & Tamarin, 1985).

Hamada enačba predstavlja mešanico med Modigliani-Miller teoremom in CAPM modelom in je pomembna pri razumevanju vpliva zadolženosti na strošek kapitala. Model je uporaben za ocenjevanje stroška lastniškega kapitala, z razdolževanjem bete in prilagajanjem bete glede na velikost finančnega vzvoda podjetja (Marston & Perry, 1996). Slabost modela, kot navajajo Escobar, Hieber, Scherer in Seco (2011), pa je neupoštevanje tveganja neplačila (angl. default risk).

Hamada enačba predstavlja globljo analizo stroška kapitala podjetja in prikazuje, kako se dodatni vidiki finančne zadolženosti nanašajo na celotno tveganje poslovanja podjetja. Vlagatelji ne bi smeli podpreti podjetja, ki ne posluje s finančno dobro podprtim načrtom. Beta je merska enota, ki prikazuje tveganost sistema in tveganost investicije oz finančnega sistema glede na podjetje. Hamada enačba prikazuje tudi, kako se beta podjetja spreminja s finančno zadolženostjo, in sicer tako, da pokaže vpliv povečanja tržne vrednosti razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom na povečanje bete. Višji beta koeficient pomeni višje tveganje pri vlaganju. Enačba pokaže, da je beta zadolženega podjetja funkcija bete nezadolženega podjetja, davčne stopnje in razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom (Paulo, 2010):

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E}\right)] \quad (6)$$

kjer je:

- β_L = beta z zadolženostjo podjetja,
- β_U = beta brez zadolženosti podjetja,
- T = davčna stopnja,
- D = tržna vrednost dolga podjetja,
- E = tržna vrednost lastniškega kapitala podjetja.

S spreminjanjem višine dolga v enačbi, se pravi z uporabo drugačne kapitalske strukture in drugega razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom, lahko preverimo, kako se z omenjenimi spremembami giblje β_L .

Pri izbiri davčne stopnje se lahko odločimo za učinkovito davčno stopnjo, mejno davčno stopnjo ali dejansko plačan davek. Slednjega ni smiselno uporabiti, saj upošteva davčne oljašave, ki pa so že odražene pri izračunu stroška kapitala. Učinkovita davčna stopnja je nižja od mejne davčne stopnje, med drugim tudi zaradi dejstva, da včasih podjetja odložijo plačilo davka. Mnogi zato priporočajo, da se v začetnih napovednih letih uporablja učinkovita davčna stopnja, nato pa mejna davčna stopnja v poznejših letih (Damodaran, 2002). V našem primeru smo se odločili za uporabo povprečne učinkovite davčne stopnje glede na panogo v kateri podjetje posluje.

2.3.3 Fama-French modeli

Medtem ko so investitorji, kot sta na primer Benjamin Graham in Warren Buffet, razvili sistem vlaganja v podcenjene delnice podjetij (angl. value investing), sta Eugene Fama in Ken French razvila povsem drugačen sistem, ki temelji na faktorjih, s pomočjo katerih se identificirajo podcenjene delnice. Nujno je razlikovati med sistemoma, saj temeljita na povsem drugačnem principu iskanju podcenjenih delnic in si v ničemer nista podobna (Griffin, 2015). Fama in French sta ugotovila, da so donosi delnic z manjšo tržno kapitalizacijo in višjim razmerjem med knjigovodsko in tržno vrednostjo (angl. book-to-market) višji kot jih prevedeva CAPM model. Njune ugotovitve so privedle do nastanka 3-faktorskega Fama-French modela, ki razširja CAPM z vključitvijo faktorja velikosti (SMB), ki pravi, da imajo sčasoma manjša podjetja višje donose kot večja, čemur pravimo tudi premija velikosti (angl. size premium) in faktorja vrednosti (HML), ki pravi, da imajo podjetja z nižjim P/B razmerjem višje donose od tistih z višjim P/B razmerjem, čemur pravimo tudi premija vrednosti (angl. value premium). Nastali model je postal vse bolj vpliven v poslovnih financah, danes pa se ga uporablja tudi kot metodo za določanje zahtevanih donosov (angl. required returns).

Prvotnem modelu je bil kasneje dodan še dodaten faktor, ki je vezan na nedavne rezultate oz. napredek delnice, in sicer faktor zagona (angl. momentum) oz. WML faktor. Slednji prav tako pomaga razložiti donose na delnico in pravi, da bo cena delnic podjetja, ki raste, rastla še naprej, tista, ki pada, pa bo še naprej padala (Durand, Lim & Zumwalt, 2011). Connor, Haggmann in Linton (2012) ugotavljajo, da je faktor zagona pomemben vsaj toliko kot faktorja velikosti in vrednosti, če ne celo bolj. V letu 2015 sta Fama in French predstavila še 5-faktorski model, ki vključuje dva nova faktorja vezana na tržno vrednost podjetja in na tretji faktor modela, torej HML. Prvi je RMW, ki vključuje učinke operativne dobičkonosnosti. Drugi, CMA, pa je vezan na investicijsko politiko, ki so jo podjetja privzela, se pravi vključuje učinke investicij (Leite, Klotzle, Pinto & da Silveira Barbedo, 2020). Fama in French (2015) navajata, da je RMW razlika med donosi delnic podjetij z

močno (angl. robust) in šibko (angl. weak) dobičkonosnostjo v diverzificiranem portfelju. Pri CMA gre za razliko med donosi delnic podjetij z nizkimi oz. konzervativnimi investicijami in tistimi z visokimi oz. agresivnimi investicijami v diverzificiranem portfelju. Fama-French modeli se uporabljajo na sledeč način:

- S spletne strani prenesemo faktorje, po navadi mesečne vrednosti, za vsaj zadnjih pet let,
- S pomočjo podatkovnih baz, kot so Yahoo Finance, Bloomberg in druge, prenesemo finančne podatke izbranega podjetja, ki morajo vključevati tudi dividende, če jih podjetje izplačuje,
- Regresiramo donose na izbrane faktorje,
- Pridobimo ocene bet za faktorje,
- Izračunamo pričakovan donos glede na ocene bet z uporabo statistično značilnih koeficientov.

2.4 Dividendni diskontni model DDM

DDM je osnovan na predpostavki, da tržna vrednost navadnih delnic predstavlja seštevek prihodnjih pričakovanih dividend v neskončnost, diskontiranih na današnjo vrednost (Laws, 2018), uvrščamo pa ga med modele diskontiranih denarnih tokov (Neumann, 2017). Dividende so manj spremenljive kot dobiček in ostali koncepti donosa, zato lahko njihova relativna stabilnost pripomore k temu, da je model manj občutljiv na kratkoročne fluktuacije v primerjavi z ostalimi modeli. Pogoji uporabnosti modela je, vsaj v praksi, da podjetje vlagateljem izplačuje del dobička v obliki dividend (Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2010). Osnovna enačba modela predvideva napovedne vrednosti dividend za vsako leto v prihodnosti, kar je seveda nemogoče točno določiti. Da model postane praktičen in uporaben, je potrebno sprejeti nekaj enostavnih predpostavk. Predpostavimo lahko, da se dividende v prihodnosti višajo po konstantni stopnji. Slednji način imenujemo dividendni diskontni model s konstantno rastjo (angl. constant growth DDM), ki ga populariziral Myron J. Gordon, zato ga poznamo tudi kot Gordonov model. Enačba modela za izračun vrednosti delnice je naslednja (Bodie, Kane & Marcus, 2018):

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} \quad (7)$$

kjer je:

- V_0 = ocenjena vrednost delnice (angl. intrinsic value),
- D_0 = dividenda danes,
- D_1 = dividenda v prihodnjem letu,
- g = stopnja rasti,
- k = diskontna stopnja.

DDM model s konstantno rastjo je veljaven pod pogojem, da je stopnja rasti g manjša od diskontne stopnje k . Če bi dividende v prihodnosti rastle po hitrejši stopnji, kot stopnja k , bi bila ocenjena vrednost delnice neskončna. Model uporabljajo analitiki delniškega trga po vsem svetu, zato je prav navesti nekaj implikacij (Bodie, Kane & Marcus, 2018):

- Višja kot je dividenda na delnico (angl. dividend per share, v nadaljevanju DPS), višja je ocenjena vrednost delnice,
- Nižja kot je diskontna stopnja, višja je ocenjena vrednost delnice,
- Višja kot je pričakovana stopnja rasti dividend, višja je ocenjena vrednost delnice,
- Cena delnice raste po enaki stopnji, kot rastejo dividende.

Težava DDM modela s konstantno rastjo je ta, da temelji na poenostavljeni predpostavki, ki predvideva večno konstantno rast. Podjetja gredo v obdobju poslovanja skozi več ciklov z različnimi dividendnimi profili. V začetnih letih, ko je rast podjetja po navadi hitra, so izplačila dividend redka, ali pa je izplačilo oz. stopnja izplačila (angl. payout ratio) zelo nizka. Ko podjetje vstopa v fazo zrelosti, ima manj priložnosti za reinvestiranje, zato lahko zviša izplačilo dividend in zmanjša zadržan dobiček. Analitiki za vrednotenje podjetij v več fazah rasti uporabljajo večstopenjski DDM model. Kot eden izmed teh je dvostopenjski DDM model, ki omogoča vrednotenje podjetja z začetno hitro rastjo in kasnejšo bolj umirjeno in stabilno rastjo. Pri tem modelu se najprej izračuna sedanja vrednost vseh dividend v fazi hitre rasti, kasneje, v obdobju umirjene in stabilne rasti, pa se za vrednotenje uporabi DDM model s konstantno rastjo. Podobno lahko uporabimo tudi ostale večstopenjske model, ki upoštevajo več faz rasti podjetja. Z več fazami se tudi podaljša proces vrednotenja in oteži ročno računanje, zato si je smiselno pomagati z uporabo programa, kot je na primer Excel (Bodie, Kane & Marcus, 2018). Za določanje dolgoročne stopnje rasti za nedoločen čas (angl. perpetuity) sta največkrat na voljo naslednji možnosti: pri prvi stopnjo rasti ocenimo iz preteklih povprečij letnih rasti, pri drugi pa ROE pomnožimo s stopnjo zadržanega dobička b (angl. plowback ratio ali retention ratio), kar lahko ponazorimo z naslednjo enačbo (Neumann, 2017):

$$g = ROE \times b \quad (8)$$

kjer enačba predstavlja prihodnjo vzdržno rast znotraj okvira modela s konstanto rastjo. Stopnjo zadržanega dobička lahko izračunamo tako, da razliko med neto dobičkom in izplačanimi dividendami delimo z neto dobičkom (Neumann, 2017).

2.5 Model prostega denarnega toka podjetja FCFF

FCFF je alternativni pristop DDM modelu in je v svojem bistvu razlika med denarnim tokom iz poslovanja in investicijskimi izdatki (Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2010). Še posebej uporaben je za vrednotenje podjetij, ki ne izplačujejo dividend in za katera bi bilo težko uporabiti DDM model. FCFF model lahko uporabimo za vrednotenje kateregakoli podjetja, saj navsezadnje ponuja globlji vpogled v vrednost podjetja, uporabimo pa ga lahko tudi kot

komplement DDM modelu. Eden izmed načinov uporabe modela je ta, da FCFF diskontiramo z WACC, s čimer pridobimo vrednost podjetja in odštejemo vrednost dolga, da dobimo vrednost lastniškega kapitala. FCFF je po obdavčitvi iz naslova poslovanja podjetja, neto investicij v kapital in neto obratnega kapitala (angl. net working capital – NWC) proizveden denarni tok. Vključuje denarne tokove za imetnike dolga (angl. debtholders) in imetnike kapitala (angl. equity holders). FCFF izračunamo na naslednji način (Bodie, Kane & Marcus, 2018):

$$FCFF = EBIT(1 - t) + D\&A - CAPEX - \Delta NWC \quad (9)$$

kjer je:

- *EBIT* = dobiček pred obrestmi in davkom,
- *t* = davčna stopnja,
- *D&A* = amortizacija,
- *CAPEX* = investicije,
- *NWC* = neto obratni kapital.

$EBIT(1-t_c)$ predstavlja neto dobiček iz poslovanja po obdavčenju (angl. net operating profit after taxes, v nadaljevanju NOPAT) in je ključen za pravilen izračun prostega denarnega toka podjetja. NWC pokaže pozitivne ali negativne vplive na poslovanje in podjetjem omogoča rast prihodkov in dobičkonosnosti, če ta dovolj vlagajo vanj. Večje zaloge lahko na primer zmanjšajo stroške dobave in fluktuacijo cen, prav tako pa lahko podjetje ščitijo pred izgubo posla zaradi pomanjkanja surovin in izdelkov (Banos-Caballero, García-Teruel in Martínez-Solano, 2019, str. 1). Obratni kapital je po definiciji razlika med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Za namen vrednotenja bomo enačbo priredili in pri kratkoročnih sredstvih ne upoštevali denarja, denarnih ustreznikov in kratkoročnih investicij. Pri kratkoročnih obveznostih ne bomo upoštevali kratkoročnega in dolgoročnega dolga, ki se že upošteva pri izračunu stroška kapitala. NWC se enostavno izračuna kot razlika med NWC_t in NWC_{t-1} (Damodaran Online, brez datuma).

Za izračun vrednosti podjetja potrebujemo napovedne vrednosti prostega denarnega toka podjetja, ki ponavadi segajo do pet let v prihodnost. Daljše kot je časovno obdobje v prihodnost, težje je določiti napovedne vrednosti in tudi čas, ko bi podjetje potencialno nehalo poslovati. Vlagatelji lahko te omejitve rešijo na način, da predvidijo konstantno rast denarnih tokov za nedoločen čas oz. za vedno, začevši na neki točki v prihodnosti, ko nimamo več napovednih vrednosti. Vrednost podjetja, ki jo iščemo po napovednih vrednostih, imenujemo končna vrednost (angl. terminal value ali continuing value). Končna vrednost v tem primeru predstavlja vrednost podjetja za nedoločen čas, ki presega obdobje napovednih vrednosti. Je torej pomemben in zajeten del celotne vrednosti podjetja. Jennergren (2013) pravi, da se končna vrednost izračuna s formulo z neskončnim horizontom, saj se predpostavlja, da je podjetje v tem delu vrednotenja v fazi ustaljenosti.

Izračun končne vrednosti je mogoče izpeljati na naslednji način (Behr, Mialcarz & Osiichuk, 2018):

$$TV = \frac{FCFF_t(1+g)}{k-g} \quad (10)$$

kjer je:

- TV = končna vrednost,
- $FCFF_t$ = prosti denarni tok podjetja v letu t ,
- g = stopnja rasti,
- k = diskontna stopnja.

Kot smo omenili, mora stopnja rasti ostati konstantna in biti rezultat (Behr, Mialcarz & Osiichuk, 2018):

$$g = RONIC \times \text{stopnja ponovnega investiranja} \quad (11)$$

kjer je:

- $RONIC$ = nakazana stopnja donosa na novo investiran kapital,
- *Stopnja ponovnega investiranja* pomeni neto investicije kot procent od NOPAT-a.

Avtorji navajajo, da se formula za izračun končne vrednosti zanaša na parametre, za katere se pričakuje, da enakomerno rastejo za nedoločen čas vnaprej, zato je vrednost lahko pravilno določena samo pri podjetjih, ki so že dosegla stabilno fazo rasti, kar pomeni: (1) umirjena linearna rast prihodkov, (2) stabilna profitna marža in (3) stabilna rast dobička in denarnih tokov. Izračun WACC bi moral temeljiti na vzdržni strukturi kapitala in temeljitem premisleku o tveganju poslovanja v panogi, kamor spada vrednoteno podjetje. Ocene NOPAT-a bi morale nakazovati vzdržne vrednosti RONIC-a in profitnih marž, medtem ko bi napovedni prihodki bili enaki povprečju poslovnega cikla podjetja. V večini primerov bi moral RONIC biti nastavljen na enako vrednost kot WACC, saj se pričakuje, da bo konkurenca izničila konkurenčno prednost in presežne ekonomske dobičke podjetja (Behr, Mialcarz & Osiichuk, 2018).

FCFF lahko izračunamo pri vsakem podjetju, vseeno pa v nekaterih primerih njegova uporaba ni smotrna. Nekatera podjetja imajo veliko potrebo po kapitalu in posledično negativne pričakovane proste denarne tokove daleč v prihodnost. Tipičen primer so trgovci na drobno, ki lahko konstantno gradijo nove prodajalne. Čeprav so lahko trenutno zelo dobičkonosni, je lahko prosti denarni tok negativen za nedoločen čas v prihodnost zaradi višine investicijskih izdatkov. V takšnem primeru je najbolje uporabiti drug model vrednotenja (Pinto, Henry, Robinson & Stowe, 2010).

2.6 Model preostalega dobička RE

Eden izmed modelov preostalih dobičkov je RE model, pri katerem potrebujemo napovedno oceno dobičkov, cel model pa sloni na knjigovodski vrednosti na delnico (angl. book value per share, v nadaljevanju BPS) in je uporaben tako za podjetja, ki izplačujejo dividende in tiste, ki jih ne (Almeida, Lima, Lima & Securato, 2012). Cheng (2005) pravi, da RE model zagotavlja okvir, ki povezuje računovodske podatke z vrednostjo podjetja. Za praktično uporabo modela so potrebne naslednje vhodne vrednosti: (1) trenutna knjigovodska vrednost podjetja, ki jo lahko pridobimo iz računovodskih evidenc, (2) pričakovan prihodnji računovodski dobiček, ki ga napovejo analitiki ali pa ga izračunamo sami in je ključen za implementacijo modela, (3) pričakovane dividende – dividendna politika izplačila je relativno stabilna in (4) strošek lastniškega kapitala, ki ga lahko ocenimo z uporabo CAPM modela. RE model torej izrazi vrednost podjetja kot funkcijo knjigovodske vrednosti in pričakovanih prihodnjih preostalih dobičkov (King & Langli, 1998) in se izračuna na naslednji način (Jiang & Lee, 2005):

$$\text{Preostali dobiček (RE)} = \text{Čisti dobiček} - \text{Knjigovodska vrednost}_{t-1} \times k \quad (12)$$

kjer je:

- k = diskontna stopnja.

RE model navaja, da je trenutna vrednost delnice podjetja enaka seštevku trenutne knjigovodske vrednosti in sedanje diskontirane vrednosti pričakovanih prihodnjih preostalih dobičkov, dividende v modelu pa so prepoznane kot razlika med dobičkom in spremembo knjigovodske vrednosti. Velja si zapomniti, da je preostali dobiček večji od nič, če je ROE kazalnik večji od stroška lastniškega kapitala. Zato so v primeru, da je ROE enak strošku lastniškega kapitala, vsi preostali dobički za nedoločen čas vnaprej enaki nič. Model prikazuje pomembnost preostalega dobička kot spremenljivko, ki vpliva na vrednost podjetja. Avtorja ugotavljata, da se bolje obnese pri podjetjih z višjim P/E in P/B razmerjem (Jiang & Lee, 2005). RE model poveže tržno vrednost podjetja s knjigovodsko vrednostjo prihodnjih preostalih dobičkov pod predpostavko čistega presežka (angl. clean surplus relation, v nadaljevanju CSR). Predpostavka je zelo pomembna pri uporabi RE modela in s formulo navaja končno knjigovodsko vrednost (Ho, Lee, Lin & Yu, 2017):

$$\text{Končna knjigovodska vrednost} = \text{začetna knjigovodska vrednost} + \text{čisti dobiček} - \text{dividende} \quad (13)$$

Formula nam pove, da se knjigovodska vrednost podjetja poveča za znesek zadržanega dobička. Če temu ni tako, imamo kršitev CSR. Preostali dobiček potem izračunamo tako, da od čistega dobička na delnico odštejemo produkt med stroškom kapitala oz. diskontno stopnjo in knjigovodsko vrednostjo na delnico iz prejšnjega leta.

ROE je pomemben pokazatelj uspešnosti poslovanja podjetja, saj nam pove, kako dobro upravitelji podjetij izkoriščajo finančna sredstva vlagateljev v podjetje. Na dolgi rok je

vrednost lastniškega kapitala podjetja določena z odnosom med ROE in stroškom lastniškega kapitala, kar pomeni, da bi podjetja, za katera se na dolgi rok pričakuje, da proizvedejo ROE, ki je večji od stroška lastniškega kapitala, morala imeti tržno vrednost večjo od knjigovodske in obratno (Palepu, Healy & Bernard, 1999). Bančna industrija še vedno uporablja ROE kot merilo uspešnosti in kot instrument notranje porazdelitve kapitala. Nekateri celo trdijo, da ciljajo na višji ROE, da bi pokrili donos na kapital (angl. return on capital), ki ga zahtevajo delničarji (Birchler, 2017). Wang (2013) pravi, da je ROE tesno povezan z inovacijami pri dividendni donosnosti in nima napovedne moči pri prihodnji rasti bruto domačega proizvoda. ROE nam pove, koliko centov dobička je prinesel vsak evro kapitala delničarjev (angl. shareholder's equity) v finančnem letu. Je indikator uspešnosti uporabe lastniškega kapitala z vidika upraviteljev podjetja in odkriva stopnjo, po kateri delničarji zaslužijo dobiček glede na vloženi kapital (Sutton, 2004). ROE dobimo tako, da čisti dobiček nekega leta delimo z lastniškim kapitalom prejšnjega leta (Halsey, 2001). Podjetje lahko zviša vrednost ROE na naslednje načine (Sutton, 2004):

- Izboljša poslovanje z vidika višanja marž in/ali višjega koeficienta obračanja (angl. turnover ratio),
- Zmanjša neto stroške izposojanja (angl. net borrowing costs) in
- Poveča neto zadolženost.

2.7 Model presežne rasti dobička AEG

Pri AEG modelu imamo eno (konstantno) diskontno stopnjo in ni upoštevanih davkov. Model se osredotoča na prihodnje dobičke in rast v dobičku pri čemer imajo pomembno vlogo napovedi dobičkov s strani analitikov (Jennergren & Skogsvik, 2011). V primerjavi z RE modelom se tukaj knjigovodska vrednost zamenja s kapitaliziranim dobičkom v naslednjem obdobju in zahteva zgolj rast preostalega dobička za oceno vrednosti podjetja. Ker se zanaša samo na napoved dobička, se AEG model izogne potrebi po predpostavki CSR (Ho, Lee, Lin & Yu, 2017), kar tudi Penman (2005) označuje kot prednost modela. Ostale prednosti modela so naslednje: (1) enostaven za razumevanje, (2) uporablja računovodstvo, ki se vodi na podlagi nastanka poslovnih dogodkov (angl. accrual accounting), (3) analitiki napovejo dobičke in rast v dobičku in (4) napovedni horizont je krajši kot pri analizi diskontiranih denarnih tokov in več vrednosti je pripoznane v bližnji prihodnosti – manj je zanašanja na končno vrednost.

Na drugi strani lahko opozorimo tudi na nekatere slabosti modela: (1) zahteva znanje o računovodstvu, ki se vodi na podlagi nastanka poslovnih dogodkov, (2) zahteva razumevanje konceptov dobička z upoštevanimi dividendami in rasti preostalih dobičkov, (3) ne daje vpogleda na razloge za rast dobička in (4) RE model daje boljši vpogled v analizo ustvarjanja vrednosti in razloge rasti (Penman, 2013). AEG je neto učinek dveh dejavnikov: (1) če prihodnji dobiček vseskozi raste hitreje in ostaja nad stroškom kapitala, potem dobiček ustvarja vrednost, zato mora dobiček rasti vsaj po stopnji stroška kapitala in (2) ko so

dividende izplačane, ustvarjajo premoženjski učinek, ki zmanjšuje prihodnji dobiček. AEG kaže na to, da je potrebno vsako informacijo, ki bi utegnila vplivati na vrednost in dobiček, upoštevati pri presežni rasti. Upoštevati je potrebno, da se AEG meri v denarnih enotah in ne v procentih (Yu & He, 2013). AEG je razlika med dobičkom z upoštevanimi dividendami (angl. with-dividend earnings ali cum-dividend earnings) in normalnim dobičkom (angl. normal earnings), pri čemer je dobiček z upoštevanimi dividendami prepoznan kot dobiček, ki ga dobimo po reinvestiranju dividend iz prejšnjega obdobja, normalen dobiček pa kot dobiček prejšnjega obdobja, ki raste po stopnji stroška kapitala (Thomas & Gup, 2009).

Pri obeh omenjenih modelih vrednotenja je zelo pomembna rast pri podjetju. Kaj sploh je rast in kaj je podjetje, ki je sposobno rasti hitreje od večine (angl. growth firm)? Avtor kot tako definira podjetje, ki je sposobno ustvarjati in dvigovati rast preostalega dobička. Z drugimi besedami, podjetje mora biti sposobno višati dobiček po višji stopnji, kot je zahtevana stopnja donosa. Oba modela z merjenjem preostalega dobička ščitita vlagatelje pred tem, da bi preplačali rast v dobičku, ustvarjeno z investicijami in računovodskimi metodami, ki ne dodajajo vrednosti (Penman, 2013).

2.8 Model preostalega dobička iz poslovanja ReOI

ReOI lahko na drugačen način poimenujemo kot preostali dobiček neto sredstev iz poslovanja (angl. net operating assets, v nadaljevanju NOA), ekonomski dobiček ali ekonomska dodana vrednost (angl. economic value added). NOA je ključen faktor ReOI modela, dobimo pa ga tako, da od vseh sredstev podjetja odštejemo denar, denarne ustreznike, kratkoročne investicije in vse obveznosti ter dodamo kratkoročni in dolgoročni dolg podjetja. ReOI lahko potem ponazorimo na naslednji način (Penman, 2013, str. 439-440):

$$ReOI = \text{dobiček iz poslovanja (po davkih)} - \text{zahtevan dobiček NOA} \quad (14)$$

oz. drugače:

$$ReOI_t = (RNOA - r_F) \times NOA_{t-1} \quad (15)$$

kjer je:

- $RNOA$ = donos na neto sredstva iz poslovanja,
- r_F = zahtevana stopnja donosa,
- NOA_{t-1} = neto sredstva iz poslovanja v letu t-1.

Gonili vrednosti sta donos na neto sredstva iz poslovanja, ki je večji od zahtevane stopnje donosa in količina sredstev v podjetju za doseganje donosa (Gutsche & Rif, 2017).

Naslednji korak je izračun vrednosti iz poslovanja (angl. value of operations) oz. vrednosti podjetja (angl. enterprise value ali value of the firm), ki jo dobimo tako, da seštejemo

knjigovodsko vrednost NOA, sedanjo vrednost vseh prihodnjih napovednih vrednosti ReOI in končno vrednost, ki zajema vrednosti ReOI po napovednem horizontu (Penman, 2013, str. 439-440):

$$V_0^{NOA} = NOA_0 + \frac{ReOI_1}{(1+r_F)} + \frac{ReOI_2}{(1+r_F)^2} + \dots + \frac{ReOI_T}{(1+r_F)^T} + \frac{TV_T}{(1+r_F)^T} \quad (16)$$

Končna vrednost lahko pri izračunu zavzame tri oblike: (1) če pričakujemo, da bo NOA rasel po stopnji stroška kapitala ($RNOA = \text{strošek kapitala}$), bo vrednost ReOI enaka nič, torej bo tudi končna vrednost enaka nič, (2) ReOI je konstanten in (3) ReOI raste po enaki stopnji v neskončnost. Na ta način torej dobimo vrednost iz poslovanja. Naslednji korak je izračun vrednosti lastniškega kapitala, kjer moramo sešteti knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala, sedanjo vrednost vseh prihodnjih napovednih vrednosti ReOI in končno vrednost, ki zajema vrednosti ReOI po napovednem horizontu. Izračun je podoben tistemu iz prejšnjega koraka, le da v tem koraku od NOA odštejemo neto finančne obveznosti (angl. net financial obligations, v nadaljevanju NFO), ki so razlika med finančnimi obveznostmi in finančnimi investicijami (Penman, 2013, 439-440).

2.9 Primerjava modelov

Francis, Olsson in Oswald (2000) na podlagi empirične raziskave ugotavljajo, da AEG model prinese bolj natančne ocenjene vrednosti v primerjavi z ostalimi modeli in razloži več razlike v ceni delnic. Nadalje ugotavljajo tudi, da ni dokazov, da bi ocenjene vrednosti AEG modela bile manj zanesljive za podjetja, ki imajo visoke stroške raziskav in razvoja (angl. research and development, v nadaljevanju R&D) v primerjavi s tistimi, ki imajo nizke. Zaključujejo s trditvijo, da ni dodane vrednosti pri uporabi DDM in FCFF modelov v primerjavi z AEG modelom.

Bodie, Kane in Marcus (2018) navajajo, da je v teoriji FCFF model popolnoma konsistenten z DDM modelom in bi moral prikazati enako oceno vrednost delnice, če uspe ta, ki vrednoti podjetje, pravilno oceniti obdobje, ko podjetje izplačuje konstantno rastoče dividende. V praksi se ocene vrednosti seveda razlikujejo, včasih kar precej. Do tega pride zato, ker so analitiki primorani predpostavljati: (1) obdobje, ko podjetje vstopi v fazo stalne rasti, (2) način amortizacije in (3) oceno ROE in podobno.

Almeida, Lima, Lima in Securato (2012) so s primerjavo RE in AEG modelov pokazali, da je modela pri vrednotenju podjetij smiselno uporabiti skupaj, saj oba modela izvirata iz diskontiranega denarnega toka oz. DDM modela. RE zahteva več podatkov, saj je za implemetacijo nujna uporaba finančnih izkazov, medtem ko se AEG zanaša na napovedane dobičke, ki predstavljajo direkten vhodni podatek za model. Thomas in Gup (2009) argumentirata, da je izbira med uporabo obeh modelov stvar osebne preference, saj naj bi modela pri enakih napovedanih dobičkih in dividendah privedla do iste vrednosti delnice. Ho, Lee, Lin in Yu (2017) navajajo, da so ocene vrednosti, ki jih proizvede AEG model, bolj

zanesljive v primerjavi z DDM in RE modeloma. Trdijo, da je RE model, ki sloni na knjigovodski vrednosti, slabši že v prvi fazi vrednotenja v primerjavi z AEG, ki se začne s kapitaliziranim dobičkom. Knjigovodska vrednost pri RE modelu naj ne bi ustrezno sledila gibanju cene delnice. Avtorji tako niso potrdili ugotovitev Jorgensen, Lee in Yoo (2011), ki pravijo, da RE omogoča bolj natančne ocene vrednosti kot AEG model, opozarjajo pa, da se s podaljšanjem napovednih vrednosti dlje v prihodnost ocene vrednosti AEG modela občutno izboljšajo.

Penman (2005) pove, da se RE model od DDM modelov razlikuje v tem, da namesto dividend za napovedi uporablja dobiček in knjigovodske vrednosti. Jiang in Lee (2005) navajata, da je RE model za razliko od DDM mogoče uporabiti tudi za podjetja, ki ne izplačujejo dividend, prav tako pa opozarjata, da DDM model ne uspe razložiti spremenljivih (angl. volatile) cen delnic. Ugotavljata, da računovodski podatki, kot sta dobiček in tržna vrednost, nudijo uporabnejše informacije o spremembah cen delnic, kot dividende, zato ju ne preseneča, da nekatere zadnje študije za napoved vrednosti uporabljajo RE model. Z njima se strinja tudi Halsey (2001), ki pravi, da je RE model natančnejši pri oceni cene delnice.

3 VREDNOTENJE PODJETIJ

V tem delu bomo najprej na kratko predstavili poslovne modele vrednotenih podjetij glede na panogo, v kateri poslujejo. Kasneje se bomo osredotočili na vrednotenje preko relativnih tehnik vrednotenja, kjer bomo izbrana podjetja primerjali s primerljivimi podjetji v panogah, kjer izbrana podjetja poslujejo in na ta način skušali ugotoviti, ali je njihova trenutna vrednost delnic na trgu podcenjena, pravično ocenjena ali precenjena. Nazadnje bomo vrednost delnic podjetij na trgu poskušali oceniti še z uporabo sodobnih modelov vrednotenja in naposled opisali dobljene rezultate.

3.1 Analiza poslovnih modelov podjetij

Pri vrednotenju in analiziranju potenciala podjetja, da ustvarja dobiček, je prav tako pomembna ocena potenciala celotne panoge za ustvarjanje dobička, saj se dobičkonosnost različnih panog skozi čas sistematično razlikuje. Intenzivnost konkurence podjetju določa potencial za ustvarjanje preostalega dobička v določeni panogi. V vsaki panogi obstajajo trije možni viri konkurence: (1) rivalstvo med obstoječimi podjetji, (2) nevarnost vstopa novih podjetij in (3) nevarnost substitutov (Palepu, Healy & Bernard, 1999). Porter (1980) za uspešno analizo panog svetuje sledenje naslednjim korakom: (1) spis seznama podjetij v panogi, vsaj tistih vodečih oz. največjih, (2) iskanje člankov in študij, ki omogočajo širši pogled v panogo in (3) pregled letnih in kvartalnih poročil podjetij.

3.1.1 Krka d. d.

Obvladujoče podjetje Krka d. d. skupaj z odvisnima podjetjema Terme Krka d.o.o. in Farma GRS d.o.o. ter 30 odvisnimi družbami po svetu sestavlja skupino Krka, ki se ukvarja z razvojem, proizvodnjo, trženjem, prodajo izdelkov za humano uporabo, kot so zdravila na recept in izdelki brez recepta, in prodajo veterinarskih izdelkov. Osnovna dejavnost obvladujočega podjetja, ustanovljenega leta 1954, je proizvodnja farmacevtskih preparatov, svoje izdelke pa prodajajo v več kot 70 državah. Ustvarjeni prihodki v letu 2019 so znašali 1,49 milijarde EUR in so bili za 12 % višji v primerjavi z letom 2018. Konec leta je podjetje zaposlovalo 11.696 uslužbencev oz. za 2,7 % več kot v letu poprej. Delnica podjetja je bila v letu 2019 vrednostni papir z največjim prometom na Ljubljanski borzi, kjer je povprečni dnevni promet znašal 0,5 milijona EUR. Krka je tako v letu 2019 prejela nagrado za najboljšo delnico prve kotacije Ljubljanske borze (Krka d. d., 2020). Tudi letos v mesecu maju je promet delnice Krke bil daleč največji izmed vseh podjetij na Ljubljanski borzi, saj je ta znašal več kot 19 milijonov EUR (Ljubljanska borza, 2020).

Podjetje posluje v farmacevtski panogi, kjer so vsa nova zdravila, ki pridejo na trg, rezultat dolgih, dragih in tveganih raziskav in razvoja. Povprečni čas od zametka izdelka do njegove prodaje na trgu v povprečju mine 12-13 let, samo ena izmed deset tisoč testiranih substanc pa se eventualno razvije v prodajan izdelek (European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations [EFPIA], 2019). Farmacija je v Evropi ključna panoga za rast in konkurenčnost Evrope na svetovnem trgu, zaposluje pa okrog 765 tisoč ljudi. Evropska farmacevtska podjetja letno namenijo več kot 36 milijard EUR za R&D in za 25 % več izvažajo kot uvažajo, pri čemer je izvozna letna vrednost več kot 400 milijard EUR (EFPIA, 2019).

3.1.2 Petrol d. d.

Petrol d. d. je slovenski ponudnik proizvodov iz nafte in ostalih goriv. Dejavnost podjetja zajema prodajo naftnih proizvodov in ostalega blaga, kot so izdelki za vozila, dodatki, tobačni izdelki, loto, hrana in pijača, ipd. Poleg tega podjetje tudi prodaja, skladišči in dobavlja ostale energente, kot so elektrika, ogrevanje in plini, navsezadnje pa nudi tudi ostale storitve, kot so avtopralnica, najem gostinskih objektov, kartica Petrol klub, ipd. Skupno število zaposlenih v podjetju je na zadnji dan v letu 2019 znašalo 5.275, kar je za 8,6 % več v primerjavi z letom poprej. Podjetje je v letu 2019 ustvarilo približno 4,4 milijard evrov prihodkov in jih v primerjavi s prejšnjim letom povečalo za 1,3 % (Petrol d. d., 2020).

Promet z delnico Petrola na Ljubljanski borzi je letos v mesecu maju znašal približno 2,2 mio EUR, kar je Petrolovo delnico uvrstilo na drugo mesto po velikosti prometa, takoj za delnico Krke. Po velikosti je podjetje glede na tržno kapitalizacijo tretje največje podjetje na Ljubljanski borzi (Ljubljanska borza, 2020). Povpraševanje po naftnih produktih globalno gledano še vedno narašča, vendar pa se rast počasi upočasnjuje (International Energy Agency, 2019).

3.1.3 NLB d. d.

NLB d. d. predstavlja največjo bančno in finančno skupino v Sloveniji in pokriva tržišče s populacijo okrog 17 milijonov prebivalcev. Največji delničar podjetja je Republika Slovenija s 25 % deležem, skupno število izdanih delnic podjetja pa znaša 20 milijonov. Zaposlenih v NLB skupini je v letu 2019 bilo 5.878, kar je najmanj v zadnjih letih, manjšanje števila zaposlenih pa je skladno s krčenjem poslovalnic. Podjetje je v letu 2019 doseglo približno 5 % rast prihodkov in jih ustvarilo 607 milijonov EUR (NLB d. d., 2020). Delnica podjetja se je s prometom v velikosti približno 2 milijona EUR na Ljubljanski borzi v mesecu maju letos uvrstila na tretje mesto (Ljubljanska borza, 2020).

Panoga bančništva je v letu 2019 nadaljevala s trendom krčenja števila poslovalnic in posledično števila zaposlenih z namenom dvigniti učinkovitost in dobičkonosnost. Stranke zato z bančnimi ustanovami vse več komunicirajo preko digitalnih kanalov. Na drugi strani se je vrednost depozitov, tako z vidika gospodinjestev kot tudi podjetij, dvignila za približno 4 %. Porast je moč opaziti tudi pri danih posojilih, saj so ta narasla za 2,3 % (European Banking Federation, 2019).

3.1.4 Zavarovalnica Triglav d. d.

Zavarovalnica Triglav d. d. je slovensko podjetje, ki se ukvarja z zavarovalništvom in finančnimi storitvami. Je obvladujoče podjetje Triglav skupine, ki je na vodilnem mestu v Adria regiji in slovenskem zavarovalnem trgu. V letu 2019 je podjetje zaposlovalo 5.281 uslužbencev, kar pomeni približno 2 % zmanjšanje v primerjavi z letom 2018. Promet v letu 2019 je znašal 1,3 milijarde EUR, kar pomeni visoko povišanje v višini 22 % v primerjavi s prejšnjim letom (Zavarovalnica Triglav d. d., 2020). Mesečni promet v višini približno 1,5 milijona EUR je delnico Zavarovalnice triglav na Ljubljanski borzi uvrstil na četrto mesto v mesecu maju v letu 2020 (Ljubljanska borza, 2020).

Zavarovalni trg predstavlja velik izziv vodilnim podjetjem, saj naraščajo njihovi stroški in tveganja, vse težje pa se podjetja tudi ščitijo pred naraščajočimi tveganji (Aon, 2019). V Evropi smo priča počasni rasti panoge zavarovalništva v primerjavi s trgom Združenih držav Amerike in nastajajočimi trgi (angl. emerging markets), šibka rast pa je prisotna tako v segmentu življenjskega zavarovanja kot tudi ne-življenjskega zavarovanja (Ernst & Young, 2019).

3.1.5 Pozavarovalnica Sava d. d.

Pozavarovalnica Sava d. d. oz. Sava Re d. d. opravlja dejavnost zavarovanja in pozavarovanja v več kot 100 državah po vsem svetu in je obvladujoča družba v Zavarovalni skupini Sava. Dejavnost je nadalje razdeljena na štiri segmente: pozavarovalni posli, neživljensko zavarovanje, življensko zavarovanje in ostali poslovni segmenti. V letu 2019

je skupina zaposlovala več kot 2.700 uslužbencev, kar je za približno 13 % več kot v letu 2018. Ustvarjeni prihodki v letu 2019 so se povečali za več kot 20 % in znašali več kot 680 milijonov EUR (Pozavarovalnica Sava d. d., 2020). Delnica podjetja je bila letos ena izmed petih delnic v mesecu maju, ki so po prometu presegle 1 milijon EUR, rast cene delnice podjetja pa je v obdobju 31. 12. 2018 do 31. 12. 2019 znašala 17,6 % (Ljubljanska borza, 2020).

Panoga pozavarovanja je v letih 2017 in 2018 kot celota poročala o katastrofalnih poslovnih letih, kar se kaže tudi v povprečnem kazalniku ROE, ki se je iz več kot 8 % v letu 2015 spustil na manj kot 3 %. Podjetje Pozavarovalnica Sava d. d. je bilo v letu 2019 s strani S&P agencije za določanje bonitetnih ocen ocenjeno z bonitetno oceno A, kar pomeni, da ima zadostne kapacitete za izpolnjevanje finančnih obveznosti in ni preveč podvržena nenadnim ekonomskim spremembam, kot so na primer podjetja, ki imajo slabše bonitetne ocene (Intelligent Insurer, 2019).

3.1.6 Telekom Slovenije d. d.

Telekom Slovenije d. d. je vodilni slovenski ponudnik storitev telekomunikacij, nadalje razdeljeno na fiksni in mobilni del, sistemsko integracijo, storitve v oblaku, izgradnjo in vzdrževanje telekomunikacijskih omrežij, digitalno vsebino in storitve, multimedijske vsebine in digitalno oglaševanje. Podjetje je v letu 2019 ustvarilo 675 milijonov EUR prihodkov, kar je za dobrih 5 % manj kot v letu 2018. Tudi število zaposlenih se je v letu 2019 v primerjavi s prejšnjim letom zmanjšalo in znašalo 3.429 (Telekom Slovenije d. d., 2020). S 718 tisoč EUR se je delnica podjetja Telekom Slovenije d. d. letos maja uvrstila na sedmo mesto glede na promet na Ljubljanski borzi (Ljubljanska borza, 2020).

V panogi telekomunikacij bi se naj prihodki med leti 2018 in 2024 povečevali z letno stopnjo rasti v višini 1,7 %, bistveno pa bi naj k rasti prispevala širitev 4G in 5G omrežji, povečana uporaba mobilnih podatkov in nadgradnje fiksnih širokopasivnih omrežij. V Sloveniji se pričakuje upad uporabe klasičnih mobilnih storitev, kot so klici in SMS sporočila in fiksne telefonije (Telekom Slovenije, d. d., 2020).

3.1.7 Luka Koper d. d.

Luka Koper d. d. predstavlja edino večnamensko pristanišče v Sloveniji in s svojim delovanjem vpliva na razvoj celotne regije, slovenskega gospodarstva in logistike. Osnovna dejavnost zajema skladiščenje, pretovor različnih vrst blaga, razvrščanje, paletiziranje, varovanje, označevanje blaga, zagotavljanje celovitih logističnih rešitev in druge storitve. Preko različnih terminalov podjetje upravlja tako s splošnim tovorom kot tudi z vozili, živalmi, živili, minerali, energijo, ipd. V skupini je poleg Luke Koper d. d., ki je obvladujoča družba, tudi šest odvisnih družb in štiri pridružene družbe. Število zaposlenih v podjetju je v letu 2019 znašalo 1.541 in je bilo v primerjavi z letom 2018 kar za 41 % višje. Prihodki

podjetja so se v letu 2019 zvišali zgolj za 1 % v primerjavi z letom 2018 in znašali približno 229 milijonov EUR (Luka Koper d. d., 2020). Delnica podjetja Luka Koper d. d. je glede na promet v višini 428 tisoč EUR v mesecu maju letos bilo na osmem mestu na Ljubljanski borzi (Ljubljanska borza, 2020).

Podjetje uvrščamo v logistično in pristaniško panogo, kjer je Evropa kot celota poznana po zelo razvitih in naprednih pristaniščih. 74 % blaga se v Evropo uvaža ali izvaža preko morja, zato pristanišča igrajo pomembno vlogo pri podpiranju blagovne menjave in povezovanju države s preostalim svetom (Mordor Intelligence, 2019).

3.1.8 Intereuropa d. d.

Intereuropa d. d. je obvladujoča družba z 12 povezanimi družbami v devetih različnih državah. Njihova temeljna dejavnost je zagotavljanje raznih logističnih storitev v kopenskem, zračnem in pomorskem prometu, pri skladiščenju in distribuciji, prav tako pa tudi pri carinskih in ostalih logističnih storitvah. Izmed vseh izbranih podjetij Intereuropa d. d. ustvarja najmanj prometa na letni ravni, in sicer 160 milijonov EUR v letu 2019, kar v primerjavi s prejšnjim letom pomeni ničelno rast. Zabeleženo število uslužbencev v letu 2019 je bilo 1.293 oz. sedem več kot v letu 2018 (Intereuropa d. d., 2020). Delnica Intereurope se letos v maju ni uvrstila med deset najbolj prometnih delnic na Ljubljanski borzi, je pa deseto mesto po prometu zasedla v mesecu aprilu, ko je ta znašal zgolj 45 tisoč EUR (Ljubljanska borza, 2020).

Intereuropa d. d. je podjetje, ki ga uvrščamo v logistično in transportno panogo. Logistika in transport sta ena izmed glavnih gonil rasti v Evropi. Transportna panoga predstavlja 6 %, logistična pa 10 % evropskega gospodarstva. Evropa je eno izmed največjih trgovinskih in logističnih območij in obsega velik potrošniški trg. Velik potencial se kaže v potencialnem razvoju multimodalne logistike, ki pa zahteva velike investicije v infrastrukturo za njeno uspešno implementacijo (Mordor Intelligence, 2019).

3.2 Metodologija

Za pridobitev vseh potrebnih podatkov, s pomočjo katerih smo lahko vrednotili podjetja, smo se poslužili več različnih dostopnih virov. Kot glavni vir podatkov smo uporabili Bloomberg terminal, kjer smo pridobili vse finančne podatke vrednotenih podjetij, del finančnih podatkov primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami in preteklo vrednost donosnosti slovenske 10-letne obveznice. Iz Damodaranove spletne strani smo pridobili primerljive davčne stopnje podjetij znotraj iste panoge, primerljive vrednosti dolga in lastniškega kapitala, premijo za državno tveganje in pribitek za nelikvidnost, primerljive vrednosti bet zadolženih in nezadolženih podjetij znotraj panoge in pa povprečne vrednosti izbranih multiplikatorjev znotraj posamične panoge. Iz spletne strani Kennetha R. Frencha pa smo pridobili podatke o Fama-French faktorjih za evropski trg. Vse razpoložljive

podatke smo shranili in pretvorili v Excel datoteko. Vsi izračuni in prikazi v tabelah in prilogah so bili izvedeni v programu Excel.

Podatki o cenah delnic vrednotenih podjetij in izbranih multiplikatorjih so bili pridobljeni na dan 5. 5. 2020, zato se tudi vrednotenje nanaša na ta dan.

3.2.1 Napoved prihodnjih vrednosti

Ocene prihodnjih vrednosti ključnih kazalnikov uspešnosti podjetja, kot so prihodki, EBIT, EPS, DPS ipd., lahko napovemo na različne načine. Najpogosteje si pomagamo s preteklimi podatki, na podlagi katerih s povprečnimi vrednostmi ali regresijskimi modeli določimo prihodnje vrednosti. Drug in morda najboljši način je upoštevanje že napovedanih vrednosti analitikov, v kolikor so te na voljo. Pri tem si lahko pomagamo z različnimi orodji, kot sta Bloomberg Terminal ali Eikon. Navsezadnje pa lahko do napovednih vrednosti pridemo sami na način, da pogledamo, koliko podjetje vlaga v nove projekte in kakšna bo donosnost teh projektov (Damodaran, 2002). V našem primeru smo se odločili, da bomo v prvi vrsti uporabili napovedne vrednosti, ki jih podajo analitiki in so že na voljo, sicer pa bomo manjkajoče napovedne vrednosti izračunali.

3.2.2 Omejitve vrednotenja

V prvo kotacijo Ljubljanske borze je uvrščenih devet podjetij, mi pa smo izpustili vrednotenje podjetja Merkator d. d., saj na Bloomberg terminalu ni bilo na voljo finančnih podatkov za leto 2019.

Vrednotenje podjetij, ki ponujajo finančne storitve, predstavlja poseben izziv analitikom, ki poskušajo oceniti njihovo vrednost. V to kategorijo podjetij spadajo banke, zavarovalnice in vsa ostala podjetja, ki na kakršenkoli drug način nudijo finančne storitve. V primerjavi z ostalimi podjetji na trgu se razlikujejo na sledeč način (Damodaran, 2002):

- Poslujejo pod strogimi regulativnimi omejitvami glede poslovanja v celoti in kapitalskih zahtev.
- Računovodska pravila za merjenje čistega dobička in knjigovodske vrednosti so pri finančno-storitvenih podjetjih prilagojena drugače.
- Na dolg se gleda kot »surovino« oz »material« in ne kot vir kapitala.

Dolg je težko definirati in meriti, kar zelo oteži ocenjevanje vrednosti podjetja in stroška kapitala. Prav tako je ocenjevanje denarnih tokov pri finančno-storitvenih podjetjih nepraktično, zato se analitiki največkrat osredotočajo na dividende, ki predstavljajo edini denarni tok, ki ga je moč opazovati.

Omejitve pri vrednotenju podjetij, ki ponujajo finančne storitve, nastanejo tudi pri uporabi relativnih tehnik vrednotenja. Kazalnik EV/EBITDA je težko uporaben, saj nastane problem

pri ocenjevanju vrednosti podjetja in operativnega dobička EBITDA. Najbolj uporabni bodo kazalniki lastniškega kapitala, kot sta P/E in P/B. Tudi uporaba P/S kazalnika je lahko vprašljiva, saj so prihodki za finančno-storitvena podjetja težko merljivi (Damodaran, 2002).

V našem izboru podjetij se pojavljajo tri podjetja, ki ponujajo finančne storitve, in sicer NLB d. d., Zavarovalnica Triglav d. d. in Pozavarovalnica Sava d. d. Pri vseh omenjenih podjetjih posledično nismo izračunali vrednosti podjetij na podlagi kazalnika EV/EBITDA in za vrednotenje nismo uporabili FCFF modela.

3.3 Vrednotenje na podlagi relativnih tehnik

Pri vrednotenju izbranih podjetij na podlagi relativnih tehnik smo se odločili za izbiro štirih kazalnikov, ki se med vlagatelji pogosto pojavljajo kot pomembne in zaželene tehnike pri odločanju za nakup delnic podjetij. Izbrali smo sledeče kazalnike:

- P/E kazalnik, kjer bomo izbrana podjetja primerjali s primerljivimi podjetji znotraj istih panog, in sicer na podlagi cene delnic in čistih dobičkov na delnico.
- P/S kazalnik, oz. multiplikator prihodkov, s pomočjo katerega bomo primerjali podjetja na podlagi cen delnic in števila izdanih delnic ter letnega prihodka.
- P/B kazalnik, ki nam bo razkril primerjavo vrednosti podjetij na podlagi cene delnic in knjigovodske vrednosti na delnico.
- EV/EBITDA, kjer bomo podjetja primerjali na podlagi celotne vrednosti podjetij in operativnega dobička EBITDA.

Kot primerjalne podatke ostalih podjetij znotraj iste panoge smo uporabili tako podatke pridobljene iz Bloomberg terminala kot tudi podatke iz Damodaranove spletne strani ter naredili primerjavo rezultatov. Pri tem moramo opozoriti, da so vrednosti na Damodaranovi spletni strani bile objavljene 5. 1. 2020. Bloomberg terminal omogoča pridobitev podatkov posamičnih podjetij znotraj iste panoge, zato smo izračunali povprečne vrednosti in mediane kazalcev, medtem ko Damodaranova spletna stran nudi že podane povprečne vrednosti kazalnikov podjetij iz iste panoge. Pri primerjavi izbranih podjetij s primerljivimi podjetji iz iste panoge smo ob upoštevanju podatkov iz Bloomberg terminala uporabili mediano, ki omogoča izločanje nadpovprečno visokih in nizkih vrednosti in je posledično bolj uporabno merilo. Navsezadnje zaradi možnosti izračuna mediane in podatkov, ki se nanašajo na izbran datum vrednotenja, dajemo večjo težo dobljenim rezultatom z uporabo podatkov iz Bloomberg terminala v primerjavi s podatki, ki so bili pridobljeni iz Damodaranove spletne strani.

Ocenjeno vrednost delnice smo dobili tako, da smo najprej izračunali procentualno razliko med vrednostjo multiplikatorja izbranega podjetja in mediano vrednosti primerljivih podjetij znotraj iste panoge. Za dobljeno procentualno rast oz. padec smo kasneje zvišali oz. znižali trenutno ceno delnice izbranega podjetja in na ta način poizkusili določiti pošteno vrednost delnice.

Krka d. d.

Pri ocenjevanju vrednosti delnice podjetja Krka d. d. z relativnimi tehnikami smo na podlagi izračunov in uporabi vseh multiplikatorjev ugotovili podcenjenost podjetja v primerjavi z ostalimi podjetji v farmacevtski panogi. Primerljivih podjetij, na katera se nanašajo rezultati, je po pridobljenih podatkih iz Bloomberg terminala bilo 14, po podatkih iz Damodaranove spletne strani pa 116. V prilogi 1 prikazujemo uporabljene podatke vseh 14 podjetij znotraj panoge.

P/E kazalnik izbranega podjetja je na datum vrednotenja znašal 8,94, medtem ko je mediana P/E kazalnika primerljivih podjetij znašala 21,43. Po izračunu je ocenjena poštena vrednost delnice na podlagi P/E kazalnika znašala 180,33 EUR, cena delnice na trgu pa je na dan vrednotenja bila 75,20 EUR. Trenutna cena delnice bi torej morala narasti za 139,80 %, da bi dosegla ocenjeno pošteno vrednost.

Multiplikator prihodkov oz. P/S kazalnik podjetja je na datum vrednotenja znašal 1,49, mediana P/S kazalnika primerljivih podjetij pa je bila višja in je znašala 3,06. Ocenjena poštena vrednost delnice na podlagi P/S kazalnika je znašala 154,01 EUR, kar je za 104,80 % višje od dejanske cene delnice na dan vrednotenja.

P/B kazalnik ocenjevanega podjetja v višini 1,38 je v primerjavi z mediano kazalnika primerljivih podjetij rezultiral v ocenjeni pošteni vrednosti delnice, ki je znašala 168,86 EUR, se pravi za 124,55 % višje od cene delnice na datum vrednotenja.

Najbolj izmed vseh kazalnikov je od trenutne cene delnice po izračunu odstopal EV/EBITDA kazalnik. Vrednost kazalnika ocenjevanega podjetja je znašala 4,93, mediana vrednosti primerljivih podjetij pa 17,70, kar nakazuje na 258,98 % višjo ocenjeno vrednost delnice od tiste na dan vrednotenja, in sicer v višini 269,96 EUR.

Ocenjena vrednost delnice podjetja Krka d. d. na podlagi relativnih tehnik vrednotenja znaša torej med 154,01 EUR in 269,96 EUR, kar je v povprečju za 157,03 % višje od cene delnice na datum vrednotenja. V tabeli 1 je razvidna primerjava dobljenih vrednosti iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletne strani.

Tabela 1: Ocenjena vrednost podjetja Krka d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Krka	8,94	1,49	1,38	4,93
Mediana primerljivih podjetij	21,43	3,06	3,11	17,70
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	180,33	154,01	168,86	269,96
Cena delnice (v EUR)	75,20	75,20	75,20	75,20
Napovedna napaka v %	139,80	104,80	124,55	258,98
Povprečna napovedna napaka	157,03			
Multiplikator	Damodaran (2020)			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Krka	8,94	1,49	1,38	4,93
Primerljiva podjetja	30,93	3,54	3,54	13,88
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	260,32	178,56	192,46	211,74
Cena delnice (v EUR)	75,20	75,20	75,20	75,20
Napovedna napaka v %	246,18	137,45	155,93	181,57
Povprečna napovedna napaka	180,28			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

Petrol d. d.

Ocenjevanje poštene vrednosti delnice podjetja Petrol d. d. je na podlagi relativnih tehnik vrednotenja pokazalo, da je delnica Petrola podcenjena v primerjavi s primerljivimi podjetji. S pomočjo Bloomberg terminala smo pridobili podatke 11 primerljivih podjetij, na Damodaranovi spletni strani pa je pri podanih vrednostih upoštevanih 27 primerljivih podjetij. V prilogi 2 lahko vidimo ključne podatke primerljivih podjetij znotraj panoge, ki so bili uporabljeni za izračune mediane vrednosti kazalcev.

P/E kazalnik podjetja je na dan vrednotenja znašal 5,73, mediana vrednosti P/E kazalnikov primerljivih podjetij pa je bila 9,36. Ocenjena poštena vrednost delnice je znašala 479,95 EUR, kar je za 63,25 % višje od cene delnice na datum vrednotenja, ko jo je bilo možno kupiti za 294 EUR.

P/S kazalnik je pri ocenjevanju poštene vrednosti delnice podjetja pomembno odstopal od ostalih treh multiplikatorjev, saj je nakazal pošteno vrednost delnice podjetja v višini 1497,17 EUR, kar je za 409,24 % višja vrednost od cene delnice na dan vrednotenja. Vrednost kazalnika izbranega podjetja je na dan vrednotenja znašal zgolj 0,15, medtem ko je mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij bila 0,78.

Vrednost P/B kazalnika izbranega podjetja je bila 0,77, mediana kazalnikov primerljivih podjetij pa 1,15, pri čemer smo dobili ocenjeno pošteno vrednost delnice 436,72 TEUR, oz. za 48,54 % višjo kot je bila cena delnice podjetja na dan vrednotenja.

EV/EBITDA kazalnik je pri izbranem podjetju znašal 4,75, mediana kazalnikov primerljivih podjetij pa 5,85. Iz izračuna izhaja, da je poštena ocenjena vrednost podjetja 362,33 EUR oz. 23,23 % višja, kot je bila cena delnice na dan vrednotenja.

Ocenjena vrednost delnice podjetja Petrol d. d., ki smo jo dobili z izračuni na podlagi štirih različnih kazalnikov, znaša med 362,33 EUR in 1497,17 EUR, kar je povprečno gledano za 136,07 % višja ocena, kot je znašala cena delnice podjetja na datum vrednotenja. V tabeli 2 vidimo primerjavo ocen vrednosti podjetja s podatki pridobljenimi iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletne strani.

Tabela 2: Ocenjena vrednost podjetja Petrol d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Petrol	5,74	0,15	0,77	4,75
Mediana primerljivih podjetij	9,36	0,78	1,15	5,85
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	479,95	1497,17	436,72	362,33
Cena delnice (v EUR)	294,00	294,00	294,00	294,00
Napovedna napaka v %	63,25	409,24	48,54	23,24
Povprečna napovedna napaka	136,07			
	Damodaran (2020)			
Petrol	5,74	0,15	0,77	4,75
Primerljiva podjetja	12,65	2,28	1,38	12,59
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	648,40	4359,84	525,64	780,01
Cena delnice (v EUR)	294,00	294,00	294,00	294,00
Napovedna napaka v %	120,54	1382,94	78,79	165,31
Povprečna napovedna napaka	436,90			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

NLB d. d.

Delnica podjetja NLB d. d. se je pri vrednotenju z relativnimi tehnikami izkazala kot podcenjena v primerjavi s primerljivimi podjetji. Iz Bloomberg terminala smo pridobili podatke 11 primerljivih podjetij, na Damodaranovi spletni strani pa so bile podane vrednosti, ki so upoštevale 69 podjetij znotraj bančne panoge. V prilogi 3 so prikazani uporabljeni podatki vseh 11 primerljivih podjetij, ki smo jih pridobili iz Bloomberg terminala. Izbrano podjetje smo ovrednotili s tremi izbranimi multiplikatorji, izpustili pa smo EV/EBITDA, saj ni primeren za uporabo pri finančno-storitvenih podjetjih.

Vrednost P/E kazalnika za podjetje NLB d. d. je na datum vrednotenja znašala 4,80, mediana vrednosti primerljivih podjetij pa 8,57, kar pomeni, da je ocenjena poštena vrednost delnice za 78,38 % višja v primerjavi s ceno delnice na datum vrednotenja, saj je ta znašala 66 EUR, cena delnice na dan vrednotenja pa 37 EUR.

P/S kazalnik je v primeru vrednotenja izbranega podjetja nakazal, da je cena delnice podjetja na dan vrednotenja pošteno ocenjena, saj je njegova vrednost pri izbranem podjetju bila enaka mediani vrednosti primerljivih podjetij.

S kazalnikom P/B smo izračunali ocenjeno vrednost delnice v višini 49,30 EUR, kar je za 33,25 % višje od cene delnice na datum vrednotenja. Vrednost kazalnika za izbrano podjetje je znašala 0,44, medtem ko je mediana vrednosti primerljivih podjetij bila 0,59.

Ocenjena vrednost delnice podjetja NLB d. d. na podlagi treh kazalnikov je bila med 37,00 EUR in 66,00 EUR, torej povprečno 37,21 % višja od cene delnice na dan vrednotenja. V tabeli 3 je razvidna primerjava ocen vrednosti delnic s podatki pridobljeni iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletni strani.

Tabela 3: Ocenjena vrednost podjetja NLB d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
NLB	4,80	1,14	0,44	/
Mediana primerljivih podjetij	8,57	1,14	0,59	/
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	66,00	37,00	49,30	/
Cena delnice (v EUR)	37,00	37,00	37,00	/
Napovedna napaka v %	78,38	0,00	33,25	/
Povprečna napovedna napaka	37,21			
	Damodaran (2020)			
NLB	4,80	1,14	0,44	/
Primerljiva podjetja	9,46	3,31	0,63	/
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	72,88	107,01	52,88	/
Cena delnice (v EUR)	37,00	37,00	37,00	/
Napovedna napaka v %	96,98	189,21	42,93	/
Povprečna napovedna napaka	109,70			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

Zavarovalnica Triglav d. d.

Cena delnice podjetja Zavarovalnica Triglav d. d. se je na dan vrednotenja z uporabo relativnih tehnik vrednotenja izkazala za podcenjeno. Bloomberg terminal nam je omogočil prenos podatkov za 21 primerljivih podjetij, na Damodaranovi spletni strani pa je bilo v panogi Zavarovalništva primerjanih 45 podjetij. V prilogi 4 lahko vidimo ključne podatke vseh 21 primerljivih podjetij, uporabljenih za izračun mediane vrednosti vseh kazalnikov. Tudi pri vrednotenju podjetja Zavarovalnica Triglav d. d. smo izpustili EV/EBITDA kazalnik, saj podjetje ponuja finančne storitve.

S pomočjo P/E kazalnika smo izračunali ocenjeno pošteno vrednost delnice, ki je na dan vrednotenja znašala 38,06 EUR, torej za 34,95 % višje, kot je bila dejanska cena delnice na

datum vrednotenja v višini 28,20 EUR. Vrednost kazalnika izbranega podjetja je na datum vrednotenja bila 7,94, medtem ko je bila mediana vrednosti primerljivih podjetij 10,71.

P/S kazalnik je za izbrano podjetje na datum vrednotenja znašal 0,56, mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij pa 0,63. Posledično je ocenjena pravična cena delnice znašala 31,80 EUR, kar je za 12,76 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja.

S P/B kazalnikom smo pri izračunu dobili ocenjeno pravično ceno delnice izbranega podjetja v višini 42,47 EUR, torej 50,59 % višjo, kot je bila cena delnice na dan vrednotenja. Vrednost P/B kazalnika izbranega podjetja je znašala 0,83, mediana vrednosti P/S kazalnikov primerljivih podjetij pa 1,24.

Vrednost cene delnice za podjetje Zavarovalnic Triglav d. d je bila ocenjena med 31,80 EUR in 42,47 EUR, kar je v povprečju za 32,77 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. V tabeli 4 je predstavljena razlika pri dobljenih ocenjenih vrednosti z uporabo podatkov iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletne strani.

Tabela 4: Ocenjena vrednost podjetja Zavarovalnica Triglav d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Zavarovalnica Triglav	7,94	0,56	0,83	/
Mediana primerljivih podjetij	10,71	0,63	1,24	/
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	38,06	31,80	42,47	/
Cena delnice (v EUR)	28,20	28,20	28,20	/
Napovedna napaka v %	34,95	12,76	50,59	/
Povprečna napovedna napaka	32,77			
	Damodaran (2020)			
Zavarovalnica Triglav	7,94	0,56	0,83	/
Primerljiva podjetja	20,46	0,72	1,20	/
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	72,69	36,26	41,01	/
Cena delnice (v EUR)	28,20	28,20	28,20	/
Napovedna napaka v %	157,77	28,56	45,42	/
Povprečna napovedna napaka	77,25			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

Pozavarovalnica Sava d. d.

Cena delnice podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. se je glede na uporabo relativnih tehnik vrednotenja izkazala za podcenjeno. Za primerjavo podjetij znotraj panoge pozavarovanja je bilo na Bloomberg terminalu pridobljenih 21 podjetij, medtem ko so na Damodaranovi spletni strani bila primerjana štiri podjetja. V prilogi 5 so prikazani uporabljeni podatki vseh 21 primerljivih podjetij iz Bloomberg terminala. Pozavarovalnica Sava d. d. je eno izmed

treh podjetij pri katerih ni bilo možno uporabiti kazalnika kazalnika zaradi finančno-storitvene dejavnosti.

Na podlagi vrednotenja s P/E kazalnikom smo izračunali ocenjeno pravično ceno delnice izbranega podjetja v višini 34,08 EUR, ki je za 118,44 % višja od dejanske cene delnice na datum vrednotenja v višini 15,60 EUR. Vrednost P/E kazalnika izbranega podjetja je znašala 4,90, mediana vrednosti P/E kazalnikov izbranih podjetij pa 10,71.

P/S kazalnik podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. je znašal 0,36, mediana vrednosti kazalnikov izbranih podjetij pa 0,63, kar je rezultiralo v ocenjeni pošteni vrednosti delnice v višini 27,53 EUR. Ocenjena vrednost delnice je bila za 76,45 % višja od dejanske cene delnice na datum vrednotenja.

Tudi s P/B kazalnikom smo dobili višjo vrednost od dejanske cene delnice na datum vrednotenja, in sicer v višini 30,22 EUR, kar nakazuje na 93,74 % višjo vrednost. Pridobljena vrednost kazalnika izbranega podjetja je bila 0,64, mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij pa 1,24.

Ocenjena vrednost delnice podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. na datum vrednotenja je z uporabo treh kazalnikov znašala med 27,53 EUR in 34,08 EUR, kar v povprečju nakazuje na 96,21 % višjo vrednost, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. V tabeli 5 predstavljamo primerjavo med izračunanimi vrednostmi cene delnice na podlagi pridobljenih podatkov iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletne strani.

Tabela 5: Ocenjena vrednost podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Pozavarovalnica Sava	4,90	0,36	0,64	/
Mediana primerljivih podjetij	10,71	0,63	1,24	/
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	34,08	27,53	30,22	/
Cena delnice (v EUR)	15,60	15,60	15,60	/
Napovedna napaka v %	118,44	76,45	93,74	/
Povprečna napovedna napaka	96,21			
	Damodaran (2020)			
Pozavarovalnica Sava	4,90	0,36	0,64	/
Primerljiva podjetja	31,60	0,73	1,23	/
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	100,53	31,82	29,92	/
Cena delnice (v EUR)	15,60	15,60	15,60	/
Napovedna napaka v %	544,41	103,98	91,77	/
Povprečna napovedna napaka	246,72			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

Telekom Slovenije d. d.

Delnica podjetja Telekom Slovenije d. d. je bila na datum vrednotenja na podlagi relativnih tehnik vrednotenja ocenjena kot podcenjena glede na dejansko ceno delnice. Primerljivih podjetij, vrednosti katerih smo pridobili iz Bloomberg, je bilo 26, na Damodaranovi spletni strani pa 116. Ključni podatki vseh 26 primerljivih podjetij, ki smo jih pridobili iz Bloomberg terminala, so razvidni v prilogi 6.

Vrednost P/E kazalnika izbranega podjetja je znašala visokih 132,92, v primerjavi z mediano vrednosti kazalnika primerljivih podjetij znotraj panoge telekomunikacij v višini 15,29, kar je posledica nenavadno nizkega ustvarjenega dobička. Izračunana ocenjena cena delnice je znašala 5,06 EUR, kar je za 88,50 % nižje od dejanske cene delnice v višini 44,00 EUR.

P/S kazalnik izbranega podjetja je znašal 0,43, mediana vrednosti kazalnika primerljivih podjetij pa 1,03, kar je rezultiralo v višji ocenjeni pošteni ceni delnice v primerjavi z dejansko ceno delnice na datum vrednotenja. Ocenjena vrednost delnice v višini 106,46 EUR je bila na datum vrednotenja za 141,95 % višja, kot je bila dejanska cena delnice.

Še bolj je od dejanske cene delnice na datum vrednotenja odstopala ocenjena vrednost delnice na podlagi P/B kazalnika, ki je znašala 152,77 EUR in je bila za 247,20 % višja od dejanske cene delnice na trgu. Mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij v višini 1,65 je bila precej višja od vrednostni kazalnika izbranega podjetja, saj je ta znašal 0,48.

EV/EBITDA kazalnik je za izbrano podjetje znašal 3,34, mediana vrednosti kazalnikov spremenljivih podjetij pa 5,27. Ocenjena poštena vrednost delnice podjetja je na podlagi pridobljenih kazalnikov bila za 57,86 % višja od dejanske in je znašala 69,46 EUR.

Ocenjena vrednost podjetja Telekom Slovenije d. d. je na datum vrednotenja na podlagi štirih relativnih tehnik vrednotenja znašala med 5,06 EUR in 152,77 EUR, kar nakazuje na veliko razliko pri učinkovitosti posamičnih kazalnikov. V povprečju je bila ocenjena vrednost za 89,63 % višja od dejanske cene delnice na dan vrednotenja. V tabeli 6 prikazujemo primerjavo med ocenjenimi vrednostmi cene delnice z uporabo podatkov iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletne strani.

Tabela 6: Ocenjena vrednost podjetja Telekom Slovenije d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Telekom Slovenije	132,92	0,43	0,48	3,34
Mediana primerljivih podjetij	15,29	1,03	1,65	5,27
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	5,06	106,46	152,77	69,46
Cena delnice (v EUR)	44,00	44,00	44,00	44,00
Napovedna napaka v %	-88,50	141,95	247,20	57,86
Povprečna napovedna napaka	89,63			
	Damodaran (2020)			
Telekom Slovenije	132,92	0,43	0,48	3,34
Primerljiva podjetja	58,74	1,12	1,79	6,91
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	19,44	115,71	165,59	91,08
Cena delnice (v EUR)	44,00	44,00	44,00	44,00
Napovedna napaka v %	-55,81	162,97	276,34	106,99
Povprečna napovedna napaka	122,62			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

Luka Koper d. d.

Cena delnice podjetja Luka Koper d. d. je bila na datum vrednotenja z uporabo relativnih tehnik vrednotenja ocenjena kot podcenjena glede na dejansko ceno delnice na ta dan. S pomočjo Bloomberg terminala smo za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami pridobili podatke za 11 primerljivih podjetij, z Damodaranove spletne strani pa smo pridobili vrednosti na podlagi 37 primerljivih podjetij. Ključne podatke o 11 primerljivih podjetjih lahko najdemo v prilogi 7.

P/E kazalnik izbranega podjetja je na datum vrednotenja znašal 8,12, mediana vrednosti P/E kazalnikov primerljivih podjetij znotraj panoge pa 11,88. S pridobljenimi kazalniki smo na datum vrednotenja ugotovili, da je delnica izbranega podjetja podcenjena, saj je njena ocenjena poštna vrednost znašala 28,36 EUR, medtem ko je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja 19,40 EUR, kar nakazuje na razliko 46,20 %.

Z uporabo P/S kazalnika smo ugotovili ocenjeno poštno vrednost delnice izbranega podjetja v višini 42,56 EUR, oz. za 119,37 % višjo, kot je bila dejanska vrednost delnice na datum vrednotenja. P/S kazalnik izbranega podjetja je znašal 1,22, mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij pa 2,67.

Mnogokratnik knjigovodske vrednosti oz. P/B kazalnik je pri izbranem podjetju na datum vrednotenja znašal 0,64, mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij pa 1,27, kar je rezultiralo v ugotovitvi, da je ocenjena poštna vrednost delnice na datum vrednotenja v višini 38,34 EUR za 97,63 % višja kot je bila dejanska cena delnice na ta dan.

Najbližje se je dejanski ceni delnice izbranega podjetja na datum vrednotenja približalo vrednotenje z uporabo kazalnika EV/EBITDA, saj je ocenjena vrednost znašala 21,82 EUR in je bila za 12,49 % višja od dejanske cene delnice na ta dan. Izračun vrednosti je bil narejen z uporabo mediane vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij v višini 5,12, medtem ko je vrednost kazalnika izbranega podjetja na datum vrednotenja bila 4,56.

Če povzamemo, je bila ocenjena vrednost podjetja Luka Koper d. d. na datum vrednotenja med 21,82 EUR in 42,56 EUR oz povprečno gledano za 68,92 % višja od dejanske cene delnice na dan vrednotenja. V tabeli 7 prikazujemo primerjavo izračunanih ocen vrednosti delnice izbranega podjetja z uporabo podatkov o primerljivih podjetjih pridobljenih iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletne strani.

Tabela 7: Ocenjena vrednost podjetja Luka Koper d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Luka Koper	8,12	1,22	0,64	4,56
Mediana primerljivih podjetij	11,88	2,67	1,27	5,12
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	28,36	42,56	38,34	21,82
Cena delnice (v EUR)	19,40	19,40	19,40	19,40
Napovedna napaka v %	46,20	119,37	97,63	12,49
Povprečna napovedna napaka	68,92			
	Damodaran (2020)			
Luka Koper	8,12	1,22	0,64	4,56
Primerljiva podjetja	23,11	0,71	1,24	9,05
Ocenjena vrednost delnice (v EUR)	55,18	11,30	37,43	38,52
Cena delnice (v EUR)	19,40	19,40	19,40	19,40
Napovedna napaka v %	184,42	-41,73	92,96	98,57
Povprečna napovedna napaka	83,56			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

Intereuropa d. d.

Cena delnice podjetja Intereuropa d. d. je bila na datum vrednotenja z uporabo relativnih tehnik ovrednotena kot podcenjena glede na dejansko ceno delnice na ta dan. Primerljivih podjetij, za katere smo pridobili podatke s pomočjo Bloomberg terminala, je bilo 10, preko Damodaranove spletne strani pa smo pridobili vrednosti, ki so temeljile na 37 primerljivih podjetjih. V prilogi 8 lahko vidimo ključne podatke vseh 10 primerljivih podjetij, pridobljenih iz Bloomberg terminala.

S pomočjo P/E kazalnika, ki je za izbrano podjetje znašal 6,54, mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij pa 13,00, smo ocenili pošteno ceno delnice podjetja v višini 2,79 EUR, kar je za 98,95 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja.

P/S kazalnik je za izbrano podjetje znašal 0,15, mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij pa 0,65. S pomočjo P/S kazalnika smo na datum vrednotenja ocenili vrednost delnice izbranega podjetja v višini 6,16 EUR, oz. za 339,96 % višje kot je bila dejanska cena delnice na ta dan.

P/B kazalnik je nakazal še večjo razliko med ocenjeno vrednostjo delnice in dejansko ceno na datum vrednotenja, saj je prva znašala 8,21 EUR in je bila za 486,37 % višja od slednje. Vrednost P/B kazalnika za izbrano podjetje je znašala 0,21, mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij pa 1,21.

Najbolj smo se z oceno vrednosti delnice približali z uporabo EV/EBITDA kazalnika, saj je ta znašala 1,71 EUR, kar je samo za 21,79 % višje kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Kazalnik za izbrano podjetje je znašal 5,41, medtem ko je mediana vrednosti kazalnikov primerljivih podjetij znašala 6,59.

Cena delnice podjetja Intereuropa d. d. je bila torej ovrednotena med 1,71 EUR in 8,21 EUR, kar je v povprečju za 236,77 % višja cena, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. V tabeli 8 lahko primerjamo pridobljene ocene vrednosti delnice z uporabo podatkov primerljivih podjetij iz Bloomberg terminala in Damodaranove spletne strani.

Tabela 8: Ocenjena vrednost podjetja Intereuropa d. d. na podlagi multiplikatorjev

Multiplikator	Bloomberg terminal			
	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
Intereuropa	6,54	0,15	0,21	5,41
Mediana primerljivih podjetij	13,00	0,65	1,21	6,59
Ocenjena vrednost delnice	2,79	6,16	8,21	1,71
Cena delnice	1,40	1,40	1,40	1,40
Napovedna napaka v %	98,95	339,96	486,37	21,79
Povprečna napovedna napaka	236,77			
	Damodaran (2020)			
Intereuropa	6,54	0,15	0,21	5,41
Primerljiva podjetja	23,11	0,71	1,24	9,05
Ocenjena vrednost delnice	4,95	6,71	8,41	2,34
Cena delnice	1,40	1,40	1,40	1,40
Napovedna napaka v %	253,56	379,09	501,06	67,18
Povprečna napovedna napaka	300,22			

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); lastno delo (2020).

3.4 Vrednotenje na podlagi sodobnih modelov

Izbrana podjetja smo ovrednotili tudi z uporabo sodobnih modelov, izbrali pa smo naslednjih pet modelov:

- DDM model, pri katerem je ključen vhodni podatek za uspešno izvedbo modela vrednost DPS.
- FCFF model, ki zahteva globlji pogled v bilanco stanja in izkaz poslovnega izida, saj potrebujemo podatke o prihodkih, operativnem dobičku, obratnem kapitalu, investicijah in amortizaciji.
- RE model, pri katerem potrebujemo vhodne podatke EPS, DPS in BPS.
- AEG model, ki je podoben RE modelu, potrebujemo pa vhodne podatke EPS in DPS.
- ReOI model, kjer je ključnega pomena izračun NOA in posledično pridobitev podatkov iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida.

Izračun diskontne stopnje WACC

Prvi korak pri vrednotenju podjetij s pomočjo sodobnih modelov je bil izračun stroška lastniškega kapitala, s pomočjo katerega smo potem nadalje izračunali WACC. Za izračun stroška lastniškega kapitala smo najprej uporabili mesečne pretekle podatke cen delnic za izbrana podjetja in 10-letno slovensko obveznico kot netvegano stopnjo donosa, kar smo pridobili iz Bloomberg terminala. Pridobili smo tudi Fama-French mesečne faktorje za evropski trg, ki so na voljo na spletni strani Kennetha R. Frencha.

Na podlagi mesečnih podatkov preteklih cen in netvegane stopnje donosa smo izračunali presežni mesečni donos izbranega podjetja. Presežni mesečni donos je razlika med mesečnim donosom in netvegano stopnjo donosa. Podatke smo vzeli od tretjega meseca v letu 2011 do tretjega meseca v letu 2020, saj so v tem obdobju bili na voljo tudi pretekli podatki o 10-letni slovenski obveznici, ki smo jo uporabili za netvegano stopnjo donosa. Nato smo v programu Excel izvedli multiplo regresijsko analizo, kjer smo regresirali presežne donose na tri, štiri in pet Fama-French faktorjev in pri vsakem izmed izbranih podjetij ugotovili, da pri nobenem izmed Fama-French modelov niso bili vsi izmed dobljenih koeficientov statistično značilni. Posledično smo se odločili, da bomo za izračun stroška kapitala uporabili model CAPM. V prilogi 9 in 10 smo prikazali poizkus izračuna stroška lastniškega kapitala na primeru podjetja Krka d. d., kjer so v primeru uporabe 5-faktorskega Fama-French modela štirje koeficienti statistično neznačilni.

Pri izračunu diskontne stopnje WACC smo se odločili za tradicionalen pristop in pri določanju bete uporabili Hamada enačbo, kjer smo razdolžili beto z zadolženostjo primerljivih podjetij glede na kapitalsko strukturo primerljivih podjetij in jo nato prilagodili glede na kapitalsko strukturo posameznega izbranega podjetja. Prilagojeno beto smo potem uporabili za izračun stroška lastniškega kapitala po modelu CAPM, kot smo opisali v poglavju 2.3.1.

Klasičnemu CAPM modelu smo pri podjetju Krka d. d. dodali še premijo za državno tveganje, ki smo jo pridobili iz Damodaranove spletne strani (Damodaran Online, 2020b) za slovenski trg (posodobljeno aprila 2020), medtem ko smo pri vseh ostalih podjetjih poleg premije državnega tveganja dodali še pribitek za nelikvidnost. Za to smo se odločili, ker je

kumulativno gledano mesečni promet vseh izbranih podjetij skupaj nižji, kot pri podjetju Krka d. d. Damodaran (2005) navaja, da se za nelikvidna sredstva največkrat uporablja konstanten pribitek 3-4 %, zato smo se v našem primeru odločili za uporabo konstantnega pribitka za nelikvidnost v višini 4 %.

Finančne podatke izbranih podjetij za izračun kapitalske strukture in stroška dolga smo pridobili iz Bloomberg terminala, primerljive podatke pa iz Damodaranove spletne strani. Za izračun netvegane stopnje donosa smo vzeli povprečno vrednost letnih podatkov o netvegani stopnji donosa s spletne strani Kennetha R. Frencha za evropski trg med leti 2011 in 2019, ki je znašala 0,56 %, in zadnji podatek donosnosti 10-letne slovenske obveznice v mesecu aprilu 2020, v višini 0,68 %, ki smo ga pridobili iz Bloomberg terminala. Obema vrednostima smo dali 50 % utež in dobili netvegano stopnjo donosa v višini 0,62 %. Premijo za tržno tveganje smo določili kot povprečje vrednosti letnih podatkov med leti 2011 in 2019, pridobljenih s strani Kennetha R. Frencha, in dobili 6,97 %.

Postopek vrednotenja na podlagi DDM modela

Za uspešno vrednotenje z DDM modelom potrebujemo napovedne vrednosti EPS in DPS, ki so jih ocenili analitiki in so že podane ali pa jih izračunamo sami. Mi smo se odločili, da bomo pridobili že podane napovedne vrednosti, v kolikor bodo te na voljo, ali pa jih bomo sami izračunali za 5 let v prihodnost, se pravi do vključno z letom 2024. Na Bloomberg terminalu smo uspeli pridobiti delne napovedne vrednosti EPS in DPS zgolj za podjetji Krka d. d., kjer so bili na voljo do leta 2023, in NLB d. d., kjer je EPS bil na voljo do leta 2022, DPS pa do leta 2023. Pri obeh podjetjih smo manjkajoč del napovednih vrednosti izračunali do leta 2024.

Najprej smo izračunali stopnjo izplačila dobička na način, da smo DPS v vsakem letu delili z EPS istega leta in vzeli povprečno stopnjo izplačila zadnjih 5 let (2015-2019). Za napoved vrednosti EPS smo izračunali stopnjo rasti, tako da smo pomnožili povprečno stopnjo zadržanega dobička z ROE v letu 2019, ki smo ga pridobili iz Bloomberg terminala. Dobljeno stopnjo rasti smo potem uporabili kot stopnjo rasti EPS do leta 2024, medtem ko smo napovedne vrednosti DPS izračunali tako, da smo EPS pomnožili s povprečno stopnjo izplačila dobička v obliki dividend.

Za ocenitev vrednosti delnice smo najprej izračunali in sešteli sedanje vrednosti vseh prihodnjih DPS vrednosti, tako da smo uporabili diskontno stopnjo WACC. Nato smo izračunali končno vrednost s formulo z neskončnim horizontom, na način, opisan v poglavju 2.5. Dobljeno končno vrednost smo diskontirali na sedanjo vrednost in slednjo sešteli s seštevkom vseh sedanjih vrednosti prihodnjih DPS vrednosti in tako dobili ocenjeno vrednost delnice.

Postopek vrednotenja na podlagi FCFF modela

Pri vrednotenju podjetij z uporabo FCFF modela ponovno potrebujemo napovedne vrednosti do leta 2024, in sicer napoved prihodkov, dobička iz poslovanja (EBIT), CAPEX, amortizacije in celotnega obratnega kapitala, kamor smo uvrstili terjatve do kupcev, obveznosti do dobaviteljev, zaloge in ostale ne-denarne kratkoročne obveznosti ter sredstva. Na Bloomberg terminalu smo uspeli pridobiti delne napovedne vrednosti prihodkov in EBIT za tri izmed izbranih podjetij. Pri podjetju Krka d. d. so bili prihodki na voljo do leta 2023, EBIT pa do leta 2021. Analitiki so za podjetje NLB d. d. napovedali prihodke in EBIT do leta 2022. Kot tretje in zadnje podjetje, ki je imelo na voljo podane napovedne vrednosti prihodkov in EBIT, pa je Petrol d. d., in sicer do leta 2021. Pri vseh treh podjetjih smo preostali del napovednih vrednosti do leta 2024 izračunali sami. Prihodke smo izračunali tako, da smo jih v vsakem letu povečali za povprečno rast prihodkov v letih 2015-2019. Za izračun napovednih vrednosti EBIT smo vzeli povprečno razmerje med EBIT in prihodki v letih 2015-2019 in dobljeno procentno vrednost pomnožili z napovednimi vrednostmi prihodkov. Po enakem postopku smo izračunali tudi napovedne vrednosti vseh postavk obratnega kapitala. Pri napovedovanju CAPEX-a za naslednjih pet let smo vzeli povprečno višino letnih investicij v letih 2015-2019, amortizacijo pa smo povečevali po povprečni stopnji rasti med leti 2015-2019, v kolikor so bili podatki na voljo za zadnjih 5 let.

Za izračun FCFF smo morali pridobiti naslednje postavke:

- NOPAT, ki smo ga izračunali kot $EBIT \cdot (1 - \text{davčna stopnja})$.
- ΔNWC , kjer smo najprej izračunali NWC na način, da smo sešteli terjatve do kupcev, zaloge in ostala kratkoročna ne-denarna sredstva in od dobljenega odšteli obveznosti do dobaviteljev ter ostale ne-denarne kratkoročne obveznosti. ΔNWC smo naposled izračunali kot $NWC_t - NWC_{t-1}$.
- CAPEX.
- Amortizacijo.

FCFF smo po pridobitvi in izračunu vseh potrebnih podatkov dobili tako, da smo sešteli NOPAT in amortizacijo ter odšteli ΔNWC in investicije. Naslednji korak je bil izračun sedanje vrednosti FCFF in sedanje vrednosti končne vrednosti, se pravi vrednosti iznad napovednega horizonta, kjer smo kot diskontno stopnjo uporabili WACC. Da bi dobili vrednost lastniškega kapitala, smo sešteli sedanje vrednosti FCFF in sedanjo vrednost končne vrednosti, temu prišteli še denar in kratkoročne investicije v letu 2019 in odšteli celotno zadolženost. Ocenjena vrednost delnice na datum vrednotenja je končno bila pridobljena na način, da smo izračunano vrednost lastniškega kapitala delili s številom izdanih delnic podjetja.

Postopek vrednotenja na podlagi RE modela

Za učinkovito implementacijo modela smo potrebovali napovedne vrednosti EPS in DPS, ki smo jih že pridobili pri vrednotenju z DDM modelom. Izjema je podjetje Intereuropa d. d., ki ne izplačuje dobička v obliki dividend, zato bomo izračun vrednosti predstavili v poglavju 3.4.8. Iz Bloomberg terminala smo pridobili še BPS vrednost iz leta 2019, napovedne vrednosti BPS pa smo izračunali tako, da smo sešteli BPS_{t-1} in EPS_t , ter odšteli DPS_t . Za izračun RE smo potrebovali še napovedne vrednosti ROE, te pa smo dobili na način, da smo EPS_t delili z BPS_{t-1} . Nato smo izračunali napovedne vrednosti RE, kjer smo zmnožili WACC in BPS_{t-1} ter dobljeni produkt odšteli od EPS_t . Naslednji korak je bil izračun in seštevek sedanjih vrednosti vseh napovednih vrednosti RE, sedanje vrednosti končne vrednosti iznad napovednega horizonta in BPS vrednosti iz leta 2019, s čimer smo izračunali vrednost delnice.

Postopek vrednotenja na podlagi AEG modela

Tudi pri vrednotenju z uporabo AEG modela smo potrebovali napovedni vrednosti EPS in DPS, prav tako pa smo za diskontiranje ponovno uporabili WACC. Prvi korak je bil izračun napovednih vrednosti reinvestiranih dividend, ki smo jih dobili tako, da smo pomnožili WACC in DPS_{t-1} . Dobljenim vrednostim smo potem prišteli EPS_t in na ta način izračunali napovedne vrednosti dobička z upoštevanjem dividend. Da smo dobili normalni dobiček, smo EPS_{t-1} povečali za diskontno stopnjo WACC. Na tej točki smo napovedne vrednosti AEG izračunali tako, da smo od dobička z upoštevanjem dividend odšteli normalni dobiček.

Naslednji korak smo ponovili podobno kot pri ostalih modelih in izračunali ter sešteli sedanje vrednosti vseh napovednih vrednosti AEG in izračunali končno vrednost iznad napovednega horizonta ter jo diskontirali na sedanjo vrednost. Naposled smo za izračun ocene vrednosti delnice sešteli EPS vrednost iz leta 2019, seštevek vseh sedanjih vrednosti AEG in sedanjo vrednost končne vrednosti ter skupni seštevek delili z WACC.

Postopek vrednotenja na podlagi ReOI modela

Ključne postavke za izračun vrednosti delnice po ReOI modelu so napovedne vrednosti prihodkov, dobička iz poslovanja (EBIT) in neto sredstev iz poslovanja NOA. Napovedne vrednosti prihodkov in EBIT smo že pridobili pri implementaciji FCFF modela, NOA pa smo morali izračunati. Izjema so podjetje NLB d. d., Zavarovalnica Triglav d. d. in Pozavarovalnica Sava d. d., ki kot finančno-storitvena podjetja ne dopuščajo vrednotenja na podlagi FCFF modela, zato smo napovedne vrednosti izračunali pri implementaciji ReOI modela. Če nadaljujemo, NOA izračunamo tako, da od celotnih sredstev odštejemo denar, kratkoročne investicije in celotne obveznosti ter prištejemo kratkoročni in dolgoročni dolg. Napovedne vrednosti NOA smo določili na način, da smo vzeli povprečno razmerje med NOA in prihodki v letih 2015-2019 in ga pomnožili s prihodki v vseh letih napovednega horizonta.

Naslednji korak je bil izračun napovednih vrednosti RNOA, ki je bil opravljen tako, da smo $EBIT_t$ delili z NOA_{t-1} . Za izračun napovednih vrednosti ReOI smo od $RNOA_t$ odšteli WACC in razliko pomnožili z NOA_{t-1} . Sledil je izračun in seštevek sedanjih vrednosti vseh napovednih vrednosti ReOI, kjer smo ponovno uporabili diskontno stopnjo WACC, in izračun sedanje vrednosti končne vrednosti iznad napovednega horizonta. Vrednost iz poslovanja smo dobili tako, da smo sešteli NOA iz leta 2019, sedanje vrednosti vseh napovednih vrednosti ReOI in sedanjo vrednost končne vrednosti. Ko od vrednosti iz poslovanja odštejemo NFO, dobimo vrednost lastniškega kapitala, ki jo nato delimo s številom izdanih delnic, da pridemo do ocenjene vrednosti delnice na datum vrednotenja.

3.4.1 Ocena vrednosti delnice podjetja Krka d. d.

Kot smo omenili, smo za podjetje Krka d. d. uspeli pridobiti največ podanih napovednih vrednosti, kar je razumljivo, saj je delnica podjetja tudi daleč najbolj trgovana na Ljubljanski borzi. Na način, opisan v poglavju 3.4.1, smo izračunali diskontno stopnjo WACC, ki bo uporabljena za izračun sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov pri vseh uporabljenih sodobnih modelih vrednotenja, in dobili 10,24 %. Prikazan izračun diskontne stopnje lahko vidimo v prilogi 11.

DDM model

Pri podjetju Krka d. d. smo uspeli pridobiti napovedne vrednosti EPS in DPS do leta 2023, zato smo izračunali samo še napovedne vrednosti za 2024. Za rast EPS smo uporabili stopnjo rasti, v višini 5,83 %, za izračun DPS pa smo pomnožili povprečno izplačilo dobička v obliki dividend (61,98 %) z EPS v istem letu. Predvidena rast DPS v neskončnost je bila nastavljena v višini 1 %, ker je podjetje že precej razvito, vseeno pa je izmed vseh izbranih podjetij najbolj perspektivno in ima kot podjetje v farmacevtski panogi še potencial za rast. Ista stopnja rasti v neskončnost je bila v nadaljevanju uporabljena pri vseh sodobnih modelih vrednotenja.

Ocenjena vrednost delnice podjetja je nanese na 52,94 EUR in bila za -29,60 % nižja od dejanske cene delnice, ki je na datum vrednotenja znašala 75,20 EUR. Celoten izračun in analizo občutljivosti ocenjene vrednosti delnice na kombinacijo različnih vrednosti stopnje rasti DPS v neskončnost in diskontne stopnje WACC predstavljamo v prilogi 12.

FCFF model

Napovedne vrednosti prihodkov podjetja so na Bloomberg terminalu bile na voljo do leta 2023, medtem ko so napovedne vrednosti EBIT bile na voljo do leta 2021. Manjkajoč del prihodkov smo izračunali, tako da smo prihodke povečali po stopnji rasti 4,74 %, EBIT pa izračunali tako, da smo vzeli povprečno razmerje med EBIT in prihodki, v višini 15,74 %.

Ocenjena vrednost delnice podjetja Krka d. d. z uporabo FCFF modela je bila na datum vrednotenja 82,03 EUR oz. 9,09 % višja, kot je bila dejanska cena delnice na ta dan. Celoten postopek izračuna vrednosti delnice je zaradi večjega števila podatkov razviden v dveh prilogah, in sicer v prilogah 13 in 14. V prilogi 14 prikazujemo še analizo občutljivosti cene delnice na spremembo rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

RE model

Z uporabo RE modela smo za podjetje Krka d. d. dobili ocenjeno vrednost delnice na datum vrednotenja v višini 72,20 EUR, kar je za -3,99 % nižje, kot je bila dejanska cena delnice na ta dan. V prilogi 15 predstavljamo postopek izračuna vrednosti delnice z uporabo RE modela in analizo občutljivosti vrednosti delnice glede na spremembe stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC. Pri izračunu lahko vidimo, da je 73 % vrednosti delnice podjetja pojasnjene s trenutno vrednostjo BPS, preostali del pa se nanaša na prihodnja leta.

AEG model

Ocenjena vrednost delnice na datum vrednotenja je z implementacijo AEG modela znašala 77,58 EUR, kar je za 3,17 % višja vrednost, kot je bila dejanska vrednost delnice na ta dan. V prilogi 16 lahko vidimo celoten izračun vrednosti delnice po AEG modelu in analizo občutljivosti vrednosti delnice pri spremembi stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

ReOI model

Pri uporabi ReOI modela smo vrednost delnice podjetja ocenili na 80,05 EUR, torej 6,45 % višje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. V prilogi 17 predstavljamo celoten izračun vrednosti po ReOI modelu in dodajamo še analizo občutljivosti vrednosti delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

Povzetek

Podjetje Krka d. d. smo ovrednotili z uporabo petih različnih modelov in dobili ocenjene vrednosti delnice med 52,94 EUR in 82,03 EUR. Povprečna ocena vrednosti je znašala 72,96 EUR, kar je za -2,98 % nižje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. V tabeli 9 prikazujemo ocenjene vrednosti delnic z uporabo sodobnih modelov in napovedne napake v primerjavi z dejansko ceno delnice.

Tabela 9: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Krka d. d. z uporabo sodobnih modelov

	Krka d. d.		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM	75,20	52,94	-29,60
FCFF	75,20	82,03	9,09
RE	75,20	72,20	-3,99
AEG	75,20	77,58	3,17
ReOI	75,20	80,05	6,45
Povprečje	75,20	72,96	-2,98

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

3.4.2 Ocena vrednosti delnice podjetja Petrol d. d.

Za podjetje Petrol d. d. smo izračunali diskontno stopnjo WACC v višini 10,23 %, kar prikazujemo v prilogi 18. Na Bloomberg terminalu smo za izbrano podjetje uspeli pridobiti napovedne vrednosti samo za prihodke in EBIT, in sicer do leta 2021, preostanek napovednih vrednosti prihodkov in EBIT ter napovedne vrednosti EPS in DPS pa smo do leta 2024 izračunali.

DDM model

Napovedne vrednosti EPS smo izračunali po stopnji rasti 8,36 %, za izračun napovednih vrednosti DPS pa smo pomnožili povprečno izplačilo dobička v obliki dividend (39,15 %) z EPS v istem letu. Rast DPS v neskončnost za podjetje ni bila predvidena, zato smo jo nastavili na 0 %. Stopnja rasti v neskončnost je bila nastavljena na 0 % pri vseh modelih v nadaljevanju.

Ocenjena vrednost delnice preko DDM modela je znašala 279,27 EUR in je bila -5,01 % nižja od dejanske cene delnice na datum vrednotenja, v višini 294 EUR. Celoten izračun vrednosti delnice in analizo občutljivosti glede na spremembno stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC lahko vidimo v prilogi 19.

FCFF model

Napovedne vrednosti prihodkov in EBIT, kot sestavnih delov FCFF modela, smo iz Bloomberg terminala za izbrano podjetje uspeli pridobiti do leta 2021, preostanek do leta 2024 pa smo izračunali sami, tako da smo prihodke povečevali po 2,02 % stopnji rasti, EBIT pa izračunali kot razmerje s prihodki v višini 2,72 %.

Na datum vrednotenja smo z uporabo FCFF modela ocenili vrednost delnice podjetja, v višini 455,91 EUR, medtem ko je dejanska cena delnice na ta dan bila 294 EUR, kar nazakuje na 55,07 % višjo ocenjeno vrednost delnice. Celoten postopek izračuna zaradi lažje

preglednosti prikazujemo v prilogi 20 in 21. V prilogi 21 je razvidna še analiza občutljivosti ocenjene vrednosti glede na stopnjo rasti v neskončnost in diskontno stopnjo WACC.

RE model

Pri uporabi RE modela smo za podjetje Petrol d. d. dobili ocenjeno vrednost delnice v višini 592,09 EUR, kar je za 101,39 % višje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. 63 % vrednosti delnice podjetja se nanaša na trenutno BPS vrednost, preostali del pa na prihodnja leta. V prilogi 22 predstavljamo celoten postopek izračuna vrednosti delnice in analizo občutljivosti, ki nam pokaže gibanje cene delnice glede na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

AEG model

S pomočjo AEG modela smo ocenili vrednost delnice izbranega podjetja v višini 646,95 EUR, torej 120,05 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. V prilogi 23 je razviden postopek za izračun vrednosti delnice in analiza občutljivosti cene delnice ob spremembi stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

ReOI model

Zadnji model za vrednotenje podjetja Petrol d. d. nam je pomagal priti do ocenjene vrednosti delnice podjetja v višini 431,82 EUR oz. 46,88 % višje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Celoten izračun vrednosti delnice in analizo občutljivosti cene delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC predstavljamo v prilogi 24.

Povzetek

Podjetje Petrol d. d. smo ovrednotili z uporabo vseh petih izbranih sodobnih modelov vrednotenja in dobili ocenjene vrednosti delnice med 279,27 EUR in 646,95 EUR. Povprečna ocena vrednosti delnice na datum vrednotenja je torej bila 481,21 EUR, kar je za 64,68 % višje, kot je bila dejanska cena delnice na ta dan. V tabeli 10 so razvidne ocenjene vrednosti delnic na podlagi različnih modelov in napovedne napake glede na dejansko ceno delnice.

Tabela 10: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Petrol d. d. z uporabo sodobnih modelov

	Petrol d. d.		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM model	294,00	279,27	-5,01
FCFF model	294,00	455,91	55,07
RE model	294,00	592,09	101,39
AEG model	294,00	646,95	120,05
ReOI model	294,00	431,82	46,88
Povprečje	294,00	481,21	63,68

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

3.4.3 Ocena vrednosti delnice podjetja NLB d. d.

Prikaz izračuna diskontne stopnje WACC v višini 8,55 % za podjetje NLB d. d. predstavljamo v prilogi 25. Napovedne vrednosti, ki so bile na voljo na Bloomberg terminalu, so napovedne vrednosti EPS prihodkov in EBIT do leta 2022 in napovedne vrednosti DPS do leta 2023. Preostanek napovednih vrednosti do leta 2024 smo izračunali sami. Ocena vrednosti delnice je bila izvedena s štirimi sodobnimi modeli vrednotenja, nismo pa uporabili FCFF modela, saj ta ni izvedljiv pri finančno-storitvenih podjetjih.

DDM model

Napovedne vrednosti EPS smo izračunali tako, da smo podane vrednosti povečevali s stopnjo rasti 3,95 %, medtem ko smo za izračun DPS vzeli povprečno stopnjo izplačila dobička v letih 2016-2019 in jo pomnožili z EPS v istem letu. Leto 2015 pri izračunu povprečne stopnje izplačila dobička ni bilo vključeno, saj takrat podjetje ni izplačalo dividend. Rast DPS v neskončnost za podjetje ni bila predvidena, zato je bila nastavljena na 0 %. Stopnja rasti v neskončnost je pri vseh modelih v nadaljevanju bila nastavljena na 0 %.

Ocenjena vrednost delnice, z uporabo DDM modela za izbrano podjetje, je bila 62,12 EUR, kar je 67,88 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja, ko je ta znašala 37 EUR. Celoten postopek izračuna z analizo občutljivosti cene delnice na spremembno stopnjo rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC predstavljamo v prilogi 26.

RE model

S pomočjo RE modela smo ocenili vrednost delnice podjetja NLB d. d. v višini 84,43 EUR, kar je za 128,19 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. Celoten izračun vrednosti delnice podjetja, vključno z analizo občutljivosti cene delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC, predstavljamo v prilogi 27. V napovednih letih 2022-2024 vidimo negativen izračunan preostali dobiček RE, kar pomeni,

da vsa tržna vrednost podjetja prihaja iz kratkoročnih virov. Končna vrednost je posledično negativna, ocenjena vrednost podjetja pa je še vedno previsoka.

AEG model

Z uporabo AEG modela smo prišli do podobne ugotovitve, kot pri RE modelu, saj je nakazal ocenjeno vrednost delnice podjetja v višini 95 EUR oz. za 156,77 % višjo, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Celoten izračun vrednosti delnice podjetja in analizo občutljivosti cene delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC lahko vidimo v prilogi 28.

ReOI model

Prihodke, kot sestavni del ReOI modela, smo izračunali tako, da smo jih letno povečevali za 0,60 % stopnjo rasti, medtem ko smo EBIT izračunali na način, da smo vzeli 5-letno povprečno preteklo razmerje med EBIT in prihodki (31,77 %) ter z njim pomnožili prihodke istega leta. Najbolj smo se od dejanske cene delnice na datum vrednotenja oddaljili prav z uporabo ReOI modela, saj je ta nakazal vrednost delnice v višini 153,14 EUR, kar je za 313,90 % višje od dejanske cene delnice. Predstavitev modela in izračun vrednosti delnice, v kombinaciji z analizo občutljivosti cene delnice, predstavljamo v prilogi 29.

Povzetek

Z vrednotenjem podjetja NLB d. d. s štirimi sodobnimi modeli vrednotenja smo dobili ocenjene vrednosti delnice podjetja med 62,12 EUR in 153,14 EUR. Povprečna ocenjena vrednost je torej znašala 98,67 EUR, kar je za 166,69 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. Če izločimo oceno vrednosti na podlagi ReOI modela, ki najbolj odstopa, dobimo ocenjeno povprečno vrednost delnice v višini 80,52 EUR oz. za 117,6 % višjo od dejanske cene delnice. V tabeli 11 prikazujemo ocenjene vrednosti delnice podjetja, skupaj z napovednimi napakami glede na dejansko ceno delnice na datum vrednotenja.

Tabela 11: Ocenjene vrednosti delnice podjetja NLB d. d. z uporabo sodobnih modelov

	NLB		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM	37,00	62,12	67,88
FCFF	/	/	/
RE	37,00	84,43	128,19
AEG	37,00	95,00	156,77
ReOI	37,00	153,14	313,90
Povprečje	37,00	98,67	166,69

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

3.4.4 Ocena vrednosti delnice podjetja Zavarovalnica Triglav d. d.

Za podjetje Zavarovalnica Triglav d. d. smo izračunali diskontno stopnjo WACC v višini 11,68 %, kar predstavljamo v prilogi 30. Podanih napovednih vrednosti analitikov na Bloomberg terminalu za podjetje ni bilo na voljo, zato smo jih do leta 2024 izračunali sami. Ker je tudi Zavarovalnica Triglav d. d. finančno-storitveno podjetje, uporaba FCFF modela ponovno ni bila možna, zato smo uporabili preostale štiri sodobne modele vrednotenja.

DDM model

Za izračun napovedne vrednosti EPS smo uporabili stopnjo rasti 2,95 %, medtem ko smo za napoved DPS vzeli povprečno stopnjo izplačila dobička med leti 2015-2018. Leta 2019 pri izračunu povprečja nismo upoštevali, saj v tem letu ni bilo izplačila dobička v obliki dividend. Povprečno stopnjo izplačila dobička smo nato pomnožili z EPS istega leta glede na vrednost DPS. Rasti podjetja v neskončnost po napovednem horizontu nismo predvideli, zato smo stopnjo rasti v neskončnost nastavili na 0 %. Stopnja rasti v neskončnost je bila predvidena 0 % tudi pri vrednotenju s preostalimi sodobnimi modeli.

Ocenjena vrednost delnice podjetja z uporabo DDM modela je bila 21,41 EUR, kar je za -24,09 % nižje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja, v višini 28,20 EUR. Celoten izračun na podlagi DDM modela, vključno z analizo občutljivosti cene delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC, predstavljamo v prilogi 31.

RE model

Ocenjena vrednost delnice na podlagi RE modela je bila 31,37 EUR oz. 11,25 % višje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Celoten izračun vrednosti delnice podjetja in analizo občutljivosti cene delnice predstavljamo v prilogi 32. Vse napovedne vrednosti preostalega dobička RE so pri izračunu negativne, saj je diskontna stopnja WACC višja od ROE. Bolj kot gledamo v prihodnost, bolj se ROE ob isti stopnji WACC niža, kar pomeni, da se tudi vrednost podjetja v prihodnosti niža. Vsa vrednost podjetja torej izvira iz kratkoročnih virov.

AEG model

Ocenjena vrednost z uporabo AEG modela je bila 24,99 EUR, torej za -11,37 % nižje kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Prikaz celotnega izračuna vrednosti delnice na podlagi AEG modela in analizo občutljivosti cene delnice smo predstavili v prilogi 33. Podobno kot pri RE modelu tudi pri AEG modela ugotavljamo izgubo vrednosti, če pogledamo v prihodnost. Razlog je lahko v prenizkih napovednih vrednostih EPS ali pa previsoki izračunani diskontni stopnji.

ReOI model

Prihodke smo izračunali tako, da smo vrednost iz leta 2019 povečevali za preteklo povprečno stopnjo rasti, v višini 3,47 %, EBIT pa smo izračunali kot povprečno preteklo razmerje med EBIT in prihodki (8,93 %). Najbolj se je od dejanske cene delnice na datum vrednotenja razlikovala ocenjena vrednost delnice prav na podlagi ReOI modela, saj je ta bila 43,08 EUR, se pravi za 52,75 % višja od dejanske cene delnice. V prilogi 34 je predstavljen celoten izračun delnice, vključno z analizo občutljivosti cene delnice.

Povzetek

Podjetje Zavarovalnica Triglav d. d. smo ovrednotili z uporabo štirih sodobnih modelov in dobili ocenjene vrednosti delnice med 21,41 EUR in 43,08 EUR. Povprečna cena na podlagi vseh štirih modelov je bila 30,21 EUR, kar je za 7,14 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. V tabeli 12 predstavljamo primerjavo izračunanih vrednosti delnic podjetja z uporabo različnih modelov in napovedne napake glede na dejansko ceno delnice.

Tabela 12: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Zavarovalnice Triglav d. d. z uporabo sodobnih modelov

	Zavarovalnica Triglav d. d.		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM	28,20	21,41	-24,09
FCFF	/	/	/
RE	28,20	31,37	11,25
AEG	28,20	24,99	-11,37
ReOI	28,20	43,08	52,76
Povprečje	28,20	30,21	7,14

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

3.4.5 Ocena vrednosti delnice podjetja Pozavarovalnica Sava d. d.

Izračunana diskontna stopnja WACC za podjetje Pozavarovalnica Sava d. d. je znašala 11,41 %, njen izračun pa predstavljamo v prilogi 35. Napovednih vrednosti za nobeno izmed uporabljenih postavk ni bilo na voljo na Bloomberg terminalu, zato smo jih do leta 2024 izračunali sami. Pozavarovalnica Sava d. d. je eno izmed treh vrednotenih finančno-storitvenih podjetij, ki ne omogočajo vrednotenja na podlagi FCFF modela, zato smo uporabili samo preostale štiri izbrane sodobne modele vrednotenja.

DDM model

Napovedne vrednosti EPS, kot ključnega elementa za izračun vrednosti delnice preko DDM modela, smo izračunali tako, da smo vrednost EPS iz leta 2019 povečevali po stopnji rasti 9,05 %. Napovedne vrednosti DPS pa smo izračunali na način, da smo vzeli preteklo 5-letno

povprečje izplačila dobička (34,49 %) in ga pomnožili z EPS. Rasti DPS v neskončnost nismo predvideli, zato smo stopnjo rasti nastavili na 0 %. Enako stopnjo rasti v neskončnost smo nastavili tudi pri ostalih modelih vrednotenja.

Ocenjena vrednost delnice na podlagi DDM modela je bila izračunana v višini 13,96 EUR oz. -10,52 % nižje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja, v višini 15,60 EUR. Celoten postopek izračuna vrednosti delnice in analizo občutljivosti cene delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC predstavljamo v prilogi 36.

RE model

Ocenjena vrednost delnice na podlagi RE modela na datum vrednotenja je bila 32,47 EUR, kar je za 108,15 % višje od dejanske cene delnice na ta dan. Celoten izračun in analizo občutljivosti cene delnice prikazujemo v prilogi 37, kjer lahko vidimo, da je 76 % vrednosti delnice pojasnjeno s trenutno vrednostjo BPS, samo 24 % vrednosti pa izhaja iz prihodnjih let.

AEG model

Vrednotenje na podlagi AEG modela je dalo podoben rezultat, kot pri RE modelu, saj je ocenjena vrednost delnice znašala 33,30 EUR oz. 113,46 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. Izračun in analizo cene delnice na podlagi AEG modela prikazujemo v prilogi 38.

ReOI

Napovedne vrednosti prihodkov smo pri uporabi ReOI modela izračunali tako, da smo prihodke iz leta 2019 povečevali po stopnji rasti, v višini 6,88 %. Napovedne vrednosti EBIT pa smo izračunali na način, da smo vzeli povprečno preteklo razmerje med EBIT in prihodki (8,59 %). Ocenjena vrednost delnice je v tem primeru bila 35,02 EUR, se pravi za 124,48 % višja od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. V prilogi 39 sta predstavljena izračun in analiza občutljivosti cene delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

Povzetek

Vrednotenje podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. s štirimi različnimi sodobnimi modeli vrednotenja je generiralo vrednosti delnice med 13,96 EUR in 35,02 EUR. Povprečna vrednost je bila 28,69 EUR, kar je za 83,89 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. V tabeli 13 predstavljamo primerjavo vseh ocenjenih vrednosti delnice podjetja in napovedne napake glede na dejansko ceno delnice.

Tabela 13: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. z uporabo sodobnih modelov

	Pozavarovalnica Sava d. d.		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM	15,60	13,96	-10,52
FCFF	/	/	/
RE	15,60	32,47	108,15
AEG	15,60	33,30	113,46
ReOI	15,60	35,02	124,48
Povprečje	15,60	28,69	83,89

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

3.4.6 Ocena vrednosti delnice podjetja Telekom Slovenije d. d.

Izračunana diskontna stopnja WACC za podjetje Telekom Slovenije d. d. je znašala 7,11 %, njen izračun pa predstavljamo v prilogi 40. Napovednih vrednosti ključnih postavk na Bloomberg terminalu ni bilo na voljo, zato smo jih glede na pretekle podatke izračunali sami, in sicer do leta 2024.

DDM model

Napovednih vrednosti EPS pri podjetju Telekom Slovenije d. d. nismo izračunali na način kot pri ostalih dosedaj predstavljenih podjetjih, zato bomo izračun predstavili pri razlagi vrednotenja podjetja z RE modelom. DPS je bil izračunan na način, kot smo ga bili vajeni do sedaj, s tem da so pri izračunu povprečne stopnje izplačila dobička bili upoštevani podatki iz let 2015-2018, saj v letu 2019 ni bilo izplačila dobička v obliki dividend. Povprečna stopnja je nato podobno bila pomnožena z EPS za izračun DPS. Ker rasti podjetja v neskončnost iznad napovednega horizonta nismo predvideli, smo stopnjo rasti nastavili na 0 %. Podobno je bila stopnja rasti v neskončnost nastavljen na 0 % tudi pri preostalih sodobnih modelih vrednotenja.

Ocenjena vrednost delnice na datum vrednotenja je bila 65,11 EUR, kar je za 47,99 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja, v višini 44 EUR. V prilogi 41 je predstavljen izračun vrednosti delnice in analiza občutljivosti cene delnice glede na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

FCFF model

Napovedne vrednosti prihodkov smo izračunali tako, da smo vzeli povprečno preteklo stopnjo rasti -2,20 % in v primeru podjetja Telekom Slovenije d. d. prihodke iz leta 2019 na letni ravni manjšali za -2,20 %. Za izračun napovednih vrednosti EBIT smo vzeli povprečno preteklo razmerje med EBIT in prihodki (5,07 %).

Ocenjena vrednost delnice podjetja je bila visoka, saj je znašala 143,33 EUR, kar je za 225,76 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. Celoten izračun vrednosti delnice, zaradi boljše preglednosti, predstavljamo v prilogah 42 in 43. V prilogi 43 je razvidna še analiza občutljivosti cene delnice na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

RE model

Napovedne vrednosti EPS smo v primeru Telekoma, zaradi nestabilnosti preteklih EPS vrednosti, izračunali s pomočjo RE modela, in sicer tako, da smo vzeli 5-letno povprečje preteklih vrednosti ROE in ga pomnožili z BPS_{t-1} , da smo dobili EPS_t .

Ocenjena vrednost delnice na datum vrednotenja je znašala 67,95 EUR in je bila za 54,44 % višja od dejanske cene delnice na ta dan. V prilogi 44 predstavljamo celoten izračun in analizo občutljivosti cene delnice. Preostali dobiček RE je v vseh napovednih letih negativen, kar pomeni, da vsa vrednost delnice podjetja izhaja iz kratkoročnih virov, v prihodnjih letih pa se vrednost izgublja.

AEG model

Z uporabo AEG modela smo izračunali vrednost delnice podjetja v višini 62,26 EUR, kar je za 41,50 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. Celoten izračun in analiza občutljivosti cene delnice sta prikazana v prilogi 45. Podobno kot pri RE modelu, tudi v tem primeru vsa vrednost podjetja izhaja iz kratkoročnih virov.

ReOI model

Na podlagi ReOI modela smo dobili ocenjeno vrednost delnice v višini 20,06 EUR, torej - 54,41 % nižje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA) je v primeru podjetja Telekom Slovenije d. d. precej nižji, kot je diskontna stopnja WACC, zato je ReOI negativen, kar je vplivalo na precej nižjo ocenjeno vrednost delnice. V prihodnjih letih je skoraj polovica vrednosti podjetja iz poslovanja uničena. Celoten postopek izračuna in analizo občutljivosti cene delnice prikazujemo v prilogi 46.

Povzetek

Z uporabo petih modelov vrednotenja smo pri podjetju Telekom Slovenije d. d. dobili ocenjene vrednosti med 20,06 EUR in 143,33 EUR. Povprečje vrednosti znaša 71,74 EUR, kar je za 63,06 % višje od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. Če odstranimo dve ocenjeni vrednosti, ki precej odstopata, se pravi vrednotenje na podlagi FCF modela in ReOI modela, dobimo povprečno vrednost 65,11 EUR oz. za 47,98 % višjo vrednost od dejanske cene delnice na datum vrednotenja. V tabeli 14 predstavljamo primerjavo

izračunanih vrednosti delnice z uporabo različnih modelov vrednotenja in napovedne napake glede na dejansko ceno delnice.

Tabela 14: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Telekom Slovenije d. d. z uporabo sodobnih modelov

	TELEKOM SLOVENIJE		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM	44,00	65,11	47,99
FCFF	44,00	143,33	225,76
RE	44,00	67,95	54,44
AEG	44,00	62,26	41,50
ReOI	44,00	20,06	-54,41
Povprečje	44,00	71,74	63,06

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

3.4.7 Ocena vrednosti delnice podjetja Luka Koper d. d.

Izračunana diskontna stopnja WACC je v primeru podjetja Luka Koper d. d. znašala 9,66 %, postopek izračuna pa je razviden v prilogi 47. Tudi za to podjetje ni bilo na voljo na Bloomberg terminalu napovednih vrednosti za potrebne postavke, zato smo jih do leta 2024 izračunali sami.

DDM model

Napovedne vrednosti EPS smo izračunali tako, da smo EPS iz leta 2019 povečevali s stopnjo rasti 6,88 %, za izračun napovednih vrednosti DPS pa smo izračunali povprečno vrednost izplačila dobička med leti 2015-2018, saj za leto 2019 izplačila dobička ni bilo. Rasti DPS iznad napovednih vrednosti v neskončnost nismo predvideli, zato smo stopnjo rasti nastavili na 0 %, enako pa smo storili tudi za stopnje rasti v neskončnost pri ostalih sodobnih modelih vrednotenja.

Ocenjena vrednost delnice podjetja na podlagi DDM modela je bila 11,88 EUR, kar je za -38,75 % nižje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja, v višini 19,40 EUR. Celoten postopek izračuna in analizo občutljivosti cene delnice, glede na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC, predstavljamo v prilogi 48.

FCFF model

Napovedne vrednosti prihodkov so bile izračunane tako, da smo prihodke iz leta 2019 povečevali s stopnjo rasti 6,99 %, EBIT pa smo napovedali na način, da smo izračunali in uporabili povprečno preteklo 5-letno povprečje razmerja med EBIT in prihodki (24,22 %).

Ocenjena vrednost delnice na podlagi FCFF modela je bila na datum vrednotenja 35,03 EUR, kar je za 80,57 % višje od dejanske cene delnice na ta dan. Celoten postopek izračuna ocenjene vrednosti delnice zaradi lažje sledljivosti predstavljamo v dveh prilogah, in sicer v prilogah 49 in 50. V prilogi 50 je predstavljena še analiza občutljivosti cene delnice glede na kombinacijo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

RE model

S pomočjo RE modela smo izračunali vrednost delnice v višini 31,24 EUR, torej za 61,03 % višje, kot je na datum vrednotenja znašala dejanska cena delnice. Postopek izračuna, vključno z analizo občutljivosti cene delnice, prilagamo v prilogi 51, kjer lahko vidimo, da kar 96 % vrednosti oz. cene delnice prihaja iz trenutne vrednosti BPS.

AEG model

Z uporabo AEG modela smo dobili ocenjeno vrednost delnice v višini 28,98 EUR oz. za 49,36 % višjo, kot je bila dejanska cena delnice podjetja na datum vrednotenja. Cel postopek izvedbe modela, vključno z analizo občutljivosti cene delnice, je predstavljen v prilogi 52.

ReOI model

Najmanj smo se dejanski ceni delnice približali z uporabo ReOI modela, saj smo tu ocenili za 123,50 % višjo vrednost od dejanske cene delnice, in sicer 43,36 EUR. V prilogi 53 predstavljamo izračun in analizo občutljivosti cene delnice.

Povzetek

Podjetje Luka Koper d. d. smo ovrednotili s petimi različnimi modeli, s katerimi smo dobili ocenjene vrednosti delnice med 11,88 EUR in 43,36 EUR. Povprečna ocenjena vrednost delnice je bila 30,10 EUR, kar je za 55,14 % višje od dejanske cene delnice na trgu na datum vrednotenja. V tabeli 15 lahko vidimo primerjavo ocenjenih vrednosti delnic z različnimi modeli in napovedne napake glede na dejansko ceno delnice.

Tabela 15: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Luka Koper d. d. z uporabo sodobnih modelov

	LUKA KOPER		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM	19,40	11,88	-38,75
FCFF	19,40	35,03	80,57
RE	19,40	31,24	61,03
AEG	19,40	28,98	49,36
ReOI	19,40	43,36	123,50
Povprečje	19,40	30,10	55,14

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

3.4.8 Ocena vrednosti delnice podjetja Intereuropa d. d.

Za podjetje smo izračunali diskontno stopnjo WACC v višini 6,76 %, celoten izračun pa predstavili v prilogi 54. Podjetje smo ocenili s štirimi sodobnimi modeli vrednotenja in izpustili DDM model, saj podjetje ne izplačuje dobička v obliki dividend. Napovedne vrednosti za podjetje iz Bloomberg terminala nismo uspeli dobiti, saj te niso bile na voljo. To vsekakor ni bilo presenetljivo glede na to, da je delnica podjetja ena izmed manj trgovanih na Ljubljanski borzi. Napovedne vrednosti potrebnih postavk smo posledično do leta 2024 izračunali sami. Stopnja rasti v neskončnost je pri vseh modelih bila nastavljena na 0 %, saj za podjetje nismo predvideli rast v neskončnost iznad napovednega horizonta.

FCFF model

Napovedne vrednosti prihodkov smo izračunali tako, da smo prihodke iz leta 2019 povečevali po stopnji rasti 2,78 %, EBIT pa je bil izračunan kot povprečno razmerje med EBIT in prihodki (4,12 %) glede na pretekle podatke.

Delnico podjetja Intereuropa d. d. smo z uporabo FCFF modela ocenili v višini 3,12 EUR, kar je za 123,91 % višje od dejanske cene delnice na trgu na datum vrednotenja, ko je ta znašala 1,40 EUR. V prilogah 55 in 56 lahko vidimo celoten izračun na podlagi FCFF modela in analizo občutljivosti cene delnice glede na spremembo stopnje rasti v neskončnost in diskontne stopnje WACC.

RE model

Pri uporabi RE modela smo izračunali vrednost delnice podjetja v višini 1,79 EUR, kar je za 27,52 % višje, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Celoten postopek izračuna prikazujemo v prilogi 57, kjer je razvidna tudi analiza občutljivosti cene delnice. Diskontna stopnja WACC je bila precej višja kot ROE, zato je RE v prihodnjih letih negativen in podjetje izgublja vrednost. Posledično vsa vrednost delnice podjetja izvira iz trenutne vrednosti BPS.

AEG model

Pri implementaciji AEG modela smo ocenili vrednost delnice podjetja v višini 0,55 EUR, torej za -60,96 % manj, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Prenizko ocenjena vrednost delnice podjetja izvira iz pre nizko zastavljenih prihodnjih vrednosti EPS ali previsoke diskontne stopnje WACC. Postopek izračuna in analiza občutljivosti cene delnice sta predstavljena v prilogi 58.

ReOI model

Gonilo rasti pri ReOI modelu je RNOA, ki je višji od diskontne stopnje WACC, v tem primeru pa, podobno kot pri vrednotenju podjetja Telekom Slovenije d. d., temu ni tako. Razlog je lahko v previsoki diskontni stopnji WACC ali pa premajhni napovedni vrednosti

EBIT. Ocenjeno vrednost delnice smo dobili v višini 0,15 EUR, kar je za -89,39 % manj, kot je bila dejanska cena delnice na datum vrednotenja. Celoten postopek izračuna z analizo občutljivosti cene delnice predstavljamo v prilogi 59.

Povzetek

Podjetje Intereuropa d. d. smo poskušali oceniti s petimi različnimi modeli vrednotenja, pri čemer smo izračunali vrednosti delnice podjetja med 0,15 EUR in 3,13 EUR. Povprečna ocenjena vrednost delnice je bila zgolj za 0,27 % višja od dejanske cene delnice na datum vrednotenja, a moramo opozoriti, da je to razlog velikih odstopanj ocenjenih vrednosti navzgor in navzdol. V tabeli 16 predstavljamo primerjavo ocenjenih vrednosti delnice z različnimi modeli in napovedne napake glede na dejansko ceno delnice.

Tabela 16: Ocenjene vrednosti delnice podjetja Intereuropa d. d. z uporabo sodobnih modelov

	INTEREUROPA		
Model	Cena delnice	Ocenjena vrednost	Napovedna napaka v %
DDM	/	/	/
FCFF	1,40	3,13	123,91
RE	1,40	1,79	27,52
AEG	1,40	0,55	-60,96
ReOI	1,40	0,15	-89,39
Povprečje	1,40	1,40	0,27

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

SKLEP

Ocene vrednosti delnic izbranih podjetij v prvi kotaciji na Ljubljanski borzi temeljijo na preverjanju učinkovitosti različnih modelov vrednotenja. Z razdelitvijo modelov vrednotenja na relativne tehnike in sodobne modele smo želeli preveriti, kateri sklop modelov je bolj učinkovit ter s katerim se lahko bolj približamo trenutnim tržnim cenam delnic izbranih podjetij. Zanimal nas je tudi vpliv samih panog, v katerih podjetja poslujejo, na uporabnost različnih modelov.

V magistrskem delu smo skupno uporabili devet modelov vrednotenja podjetij. Štirje modeli se uvrščajo med relativne tehnike vrednotenja, preostalih pet pa med sodobne modele, kjer smo diskontirali denarne tokove. Vseh modelov ni bilo možno uporabiti pri vrednotenju vsakega izmed izbranih podjetij, saj specifičnost določenih panog tega ne omogoča ali pa podjetje samo ne zadostuje pogojem za implementacijo modela. V našem primeru tri izmed izbranih podjetij spadajo med finančno-storitvena podjetja, kjer ocena vrednosti delnice podjetja ni možna na podlagi EV/EBITDA kazalnika in FCFF modela. Med ta podjetja spadajo NLB d. d., Zavarovalnica Triglav, d. d. in Pozavarovalnica Sava d. d. Nezmožnost

uporabe vseh modelov vrednotenja se je pojavila tudi pri podjetju Intereuropa d. d., in sicer ni bilo možno uporabiti DDM modela, ki temelji na izplačilih dividend. Podjetje Intereuropa d. d. delničarjem ne izplačuje dela dobička v obliki dividend, zato posledično tega modela v omenjenem primeru ni bilo mogoče uporabiti.

Učinkovitost modelov za vrednotenje podjetij na Ljubljanski borzi smo poskusili določiti glede na napovedno napako, ki nam je prikazala razliko ocenjenih vrednosti delnic podjetij, v primerjavi z dejanskimi cenami delnic na delniškem trgu na datum vrednotenja. Če ločimo sklop uporabljenih modelov na relativne tehnike vrednotenja in sodobne modele, ugotavljamo, da se je pri uporabi relativnih tehnik vrednotenja, glede na najmanjšo povprečno napovedno napako, najbolj izkazal P/E kazalnik. Uporabili smo ga lahko za vrednotenje vseh osmih izbranih podjetij, povprečna napovedna napaka pa je znašala 61,43 %, kar pomeni, da bi v povprečju cene delnic podjetij na Ljubljanski borzi glede na primerljiva podjetja v tujini morale kotirati pri 61,43 % višjih cenah. Ugovšek (2020) v svojem članku piše, da se nizkim cenam čudijo tudi tuji vlagatelji, ki menijo, da so nizke cene odraz težjih pogojev vstopa tujih vlagateljev in dražjih storitev borznega posredništva, v primerjavi z ostalimi trgi po Evropi ter predvsem zahodnimi državami. Težavo vidijo tudi v tem, da svežih informacij o delnicah slovenskih podjetij ni na priljubljenih straneh, kot je na primer Yahoo Finance, zato potencialni vlagatelji niso še niti slišali za slovenska podjetja.

Pri vrednotenju podjetij s sodobnimi modeli smo težjo dostopnost tujih vlagateljev in s tem pomanjkanje kapitala, ki bi dvignil cene delnic slovenskih podjetij, poskušali nadomestiti s pribitkom za nelikvidnost, ki smo ga dodali strošku lastniškega kapitala. To smo storili pri vseh podjetjih, z izjemo podjetja Krka d. d., ki je daleč najbolj likvidno podjetje na Ljubljanski borzi. Z uporabo petih modelov smo se dejanskim cenam delnic na trgu najbolj približali z DDM modelom, pri katerem so ocenjene vrednosti delnic sedmih podjetij v povprečju bile za 1,13 % višje, kot so bile dejanske cene delnic na datum vrednotenja. Pri tem opozarjamo, da z omenjenim modelom ni bilo mogoče oceniti vrednosti delnice podjetja Intereuropa d. d., saj podjetje ne izplačuje dividend. Če pogledamo učinkovitost ostalih modelov, povprečne vrednosti napovednih napak znašajo med 51,5 % in 98,88 %, kar pomeni, da bi delnice morale kotirati pri precej višjih cenah, kot so kotirale na datum vrednotenja.

RV 1: Ali se z uporabo tehnik relativnega vrednotenja lahko bolj približamo trenutni tržni ceni delnic podjetij, kot z uporabo sodobnih modelov vrednotenja, in ali je smiselno dodajati različne uteži posameznim modelom vrednotenja?

V našem primeru se z uporabo tehnik relativnega vrednotenja nismo bolj približali trenutni tržni ceni delnic, kar lahko v veliki meri pripišemo nedostopnosti tujih vlagateljev in nepoznavanju slovenskega delniškega trga v tujini. Če bi na slovenski delniški trg prišlo več tujega kapitala, predvsem tujih skladov, bi ta kapital dvignil cene delnic podjetij in posledično tudi kazalnike, ki bi potem bili bolj primerljivi z ostalimi podjetji znotraj istih panog. Bolj natančne rezultate smo z uporabo sodobnih modelov pridobili zato, ker smo

lahko uravnavali višino diskontne stopnje z dodajanjem pribitkov, kar je znižalo sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov in posledično ocenjeno vrednost delnice. Na drugi del raziskovalnega vprašanja odgovarjamo, da bi pri vrednotenju podjetij Ljubljanske borze večjo težo dali DDM modelu, ki se je najbolj približal dejanskim cenam delnic na trgu.

RV 2: Ali so vsi sodobni modeli vrednotenja uporabni pri določanju tržne vrednosti vsakega izmed izbranih podjetij, ne glede na panogo, v kateri posluje?

Vse modele vsekakor ne moremo uporabiti za vrednotenje vseh izbranih podjetij. Klasičen primer so tri finančno-storitvena podjetja, ki jih nismo mogli ovrednotiti z uporabo EV/EBITDA kazalnika in FCFF modela zaradi specifičnosti njihovih poslovnih modelov in regulacije. Drug primer je nezmožnost uporabe DDM modela za vrednotenje podjetij, ki ne izplačujejo dela dobička v obliki dividend.

Preko ocenjevanja vrednosti podjetij v prvi kotaciji Ljubljanske borze z uporabo različnih modelov, ugotavljamo, da Ljubljanska borza ni učinkovita. Primerjanje kazalnikov slovenskih podjetij s kazalniki primerljivih podjetij iz drugih držav, ki kotirajo na bolj poznanih in lažje dostopnih borzah, ni realno in niti smiselno, saj bomo skoraj vselej ugotovili podcenjenost slovenskih podjetij. Razlog, kot smo že omenili, je v slabši dostopnosti tujega kapitala, ki bi lahko dvignil cene delnic podjetij in posledično tudi vrednosti kazalnikov. Iz tega vidika priporočamo uporabo sodobnih modelov vrednotenja, kjer lahko kot vlagatelj ali analitiki prilagajamo diskontno stopnjo glede na specifične posameznega podjetja. Pri tem menimo, da je za pravilno oceno diskontne stopnje, prav tako pa tudi uspešno uporabo modela kot celote, potrebno globoko poznavanje panoge in trga, na katerem podjetje posluje ter vrsto let izkušenj na področju vrednotenja podjetij.

Naše ocene vrednosti delnic izbranih podjetij nikakor niso priporočila za nakup delnic, temveč zgolj poizkus ocene pravične vrednosti na podlagi prenosa teoretično pridobljenega znanja v prakso.

LITERATURA IN VIRI

1. Almeida, J. E. F. D., Lima, G. A. S. F. D., Lima, I. S. & Securato, J. R. (2012). Analysis of the Residual Income Valuation and Abnormal Earnings Growth Models: A Practical Approach using Analysts' Forecasts. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 4(1), 7–19.
2. An, J., Bhojraj, S. & Ng, D. T. (2010). Warranted multiples and future returns. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(2), 143–169.
3. Aon. (2019). *Navigating a changing insurance market – A European perspective*. Pridobljeno 20. junija 2020 iz <https://bmap.si/wp-content/uploads/2019/06/Navigating-a-changing-insurance-market-A-European-perspective.pdf>

4. Armstrong, C. S., Davila, A., Foster, G. & Hand, J. R. (2011). Market-to-revenue multiples in public and private capital markets. *Australian Journal of Management*, 36(1), 15–57.
5. Banos-Caballero, S., García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. (2019). Net operating working capital and firm value: A cross-country analysis. *BRQ Business Research Quarterly*, 23(3), 234–251.
6. Behr, A., Mielcarz, P. & Osiichuk, D. (2018). Terminal Value Calculation In DCF Valuation Models: An Empirical Verification. *e-Finanse: Financial Internet Quarterly*, 14(1), 27–38.
7. Berry, S. G., Betterton, C. E. & Karagiannidis, I. (2014). Understanding Weighted Average Cost of Capital: A Pedagogical Application. *Journal of Financial Education*, 40(1/2), 115–136.
8. Birchler, U. (2017). The Return on Equity. V B. S. Frey & D. Iselin (ur.), *Economic Ideas You Should Forget* (str. 23-25). Cham: Springer.
9. Bloomberg terminal. (2020). *Finančni podatki izbranih podjetij na Ljubljanski borzi*. Pridobljeno 5. maja 2020 iz Bloomberg terminala.
10. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11. izd.). New York: McGraw-Hill Education.
11. Campbell, J. Y. & Vuolteenaho, T. (2004). Bad Beta, Good Beta. *The American Economic Review*, 94(5), 1249–1275.
12. Cheng, Q. (2005). What Determines Residual Income?. *The Accounting Review*, 80(1), 85–112.
13. Conine Jr, T. E. & Tamarkin, M. (1985). Divisional Cost of Capital Estimation: Adjusting for Leverage. *Financial Management*, 14(1), 54–58.
14. Connor, G., Hagmann, M. & Linton, O. (2012). Efficient Semiparametric Estimation of the Fama-French Model and Extensions. *Econometrica*, 80(2), 713–754.
15. Copeland, T. (1990). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3. izd.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
16. Cosemans, M., Frehen, R., Schotman, P. C. & Bauer, R. (2016). Estimating Security Betas Using Prior Information Based on Firm Fundamentals. *The Review of Financial Studies*, 29(4), 1072–1112.
17. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2. izd.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
18. Damodaran, A. (2005). *The Cost of Illiquidity*. Pridobljeno 23. junija 2020 iz <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf>
19. Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*. Pridobljeno 19. maja 2020 iz <https://ssrn.com/abstract=1105499>
20. Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Pridobljeno 19. maja 2020 iz <https://ssrn.com/abstract=1317436>
21. Damodaran, A. (2016). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2. izd.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

22. Damodaran Online. (brez datuma). *Working capital in valuation*. Pridobljeno 15. maja 2020 iz http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm
23. Damodaran Online. (2020a). *Data: Current*. Pridobljeno 20. maja 2020 iz http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
24. Damodaran Online. (2020b). *Implied Equity Risk Premium Update*. Pridobljeno 25. maja 2020 iz <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
25. Danielson, M. G. (2004). The Required Growth Factor: How Large Is A Firm Expected to Become?. *Journal of Financial Education*, 30(4), 1–15.
26. De Mey, J. (2000). Comments on the Cost of Capital. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 25(1), 25–33.
27. Durand, R. B., Lim, D. & Zumwalt J. K. (2011). Fear and the Fama-French Factors. *Financial Management*, 40(2), 409–426.
28. Escobar, M., Hieber, P., Scherer, M. & Seco, L. (2011). Portfolio Optimization in a Multidimensional Structural-Default Model with a Focus on Private Equity. *The Journal of Private Equity*, 15(1), 26–35.
29. Eun, C. S. (1994). The Benchmark Beta, CAPM, and Pricing Anomalies. *Oxford Economic Papers, New Series*, 46(2), 330–343.
30. European Banking Federation. (2019). *Banking in Europe: EBF publishes 2019 Facts & Figures*. Pridobljeno 20. junija 2020 iz <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/banking-in-europe-ebf-publishes-2019-facts-figures/>
31. European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations [EFPIA]. (2019). *The Pharmaceutical Industry in Figures*. Pridobljeno 19. junija 2020 iz <https://www.efpia.eu/media/413006/the-pharmaceutical-industry-in-figures.pdf>
32. Ernst & Young Ltd. (2019). *What should insurers do today to prepare for tomorrow? Europe insurance outlook 2019*. Pridobljeno 20. junija 2020 iz [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-insurance-outlook-europe/\\$File/ey-insurance-outlook-europe.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-insurance-outlook-europe/$File/ey-insurance-outlook-europe.pdf)
33. Ernst & Young Ltd. (2020). *Practitioner's guide to cost of capital & WACC calculation: EY Switzerland valuation best practice*. Pridobljeno 27. aprila 2020 iz <https://www.eycom.ch/en/Publications/20200227-Practitioners-guide-to-cost-of-capital-And-WACC-calculation/download>
34. Fama, E. F. & French, K. R. (2015). A Five-factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22.
35. Farhi, E. & Gourio, F. (2018). Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles and Risk Premia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2018(2), 147–223.
36. Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D. R. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 45–70.
37. French, K. R. (2020). *Data Library: Current Research Returns*. Pridobljeno 8. maja 2020 iz http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

38. Good, W. R. (1991). When Are Price/Earnings Ratios Too High: Or Too Low?. *Financial Analysts Journal*, 47(4), 9–25.
39. Gutsche, R. & Rif, A. (2017). The Roadmap to Effective Segment Reporting, At the core of value discovery. *IRZ: Zeitschrift für internationale Rechnungslegung*, 12(4), 177–183.
40. Halsey, R. F. (2001). Using the Residual-Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis. *Issues in Accounting Education*, 16(2), 257–272.
41. Ho, K. C., Lee, S. C., Lin, C. T. & Yu, M. T. (2017). A comparative analysis of accounting-based valuation models. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(4), 561–575.
42. Intelligent Insurer. (2020). *Global Reinsurance Highlights 2019*. Pridobljeno 18. junija 2020 iz https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/global-reinsurance-highlights-2019.pdf
43. Intereuropa d. d. (2020). *Letno poročilo 2019*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz <https://www.intereuropa.si/si/files/default/vsebina/porocila/2019/Letno%20poro%c4%8dilo%20Intereuropa%202019.pdf>
44. International Energy Agency. (2019). *Oil 2019*. Pridobljeno 19. junija 2020 iz <https://www.iea.org/reports/oil-2019>
45. Jennergren, L. P. (2013). Technical Note: Value Driver Formulas for Continuing Value in Firm Valuation by the Discounted Cash Flow Model. *The Engineering Economist*, 58(1), 59–70.
46. Jennergren, L. P. & Skogsvik, K. (2011). The Abnormal Earnings Growth Model, Two Exogenous Discount Rates, and Taxes. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(5-6), 505–535.
47. Jiang, X. & Lee, B. S. (2005). An Empirical Test of the Accounting-Based Residual Income Model and the Traditional Dividend Discount Model. *The Journal of Business*, 78(4), 1465–1504.
48. Jorgensen, B. N., Lee, Y. G. & Yoo, Y. K. (2011). The valuation accuracy of equity value estimates inferred from conventional empirical implementations of abnormal earnings growth model: US evidence. *Journal of business finance & accounting*, 38(3-4), 446–471.
49. King, R. D. & Langli, J. C. (1998). Accounting Diversity and Firm Valuation. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 529–567.
50. Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies* (6. izd). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
51. Krka d. d. (2020). *Letno poročilo 2019*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz https://www.krka.biz/media/doc/si/za_vlagatelje/2020/Letno%20porocilo%20za%20letno%202019.pdf
52. Laws, J. (2018). *Essentials of Financial Management*. Liverpool: Liverpool University Press.
53. Leibowitz, M. L. (1999). P/E Forwards and Their Orbits. *Financial Analysts Journal*, 55(3), 33–47.

54. Leite, A. L., Klotzle, M. C., Pinto, A. C. F. & da Silveira Barbedo, C. H. (2020). The Fama-French's Five-Factor Model Relation with Interest Rates and Macro Variables. *The North American Journal of Economics & Finance*, 53(101197).
55. Lie, E. & Lie, H. J. (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54.
56. Ljubljanska borza. (2020). *Ljubljanska borza – borzni trg, Statistično poročilo*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz http://www.ljse.si/media/Attachments/Statistika/Podatki/Mese%C4%8Dni/2020/LJSE-P-2020-05-01-2020-05-31-SI_1.pdf
57. Loughran, T. & Wellman, J. W. (2011). New Evidence on the Relation between the Enterprise Multiple and Average Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(6), 1629–1650.
58. Luka Koper d. d. (2020). *Letno in trajnostno poročilo 2019*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz <https://www.luka-kp.si/slo/poslovna-porocila>
59. Lušnic, K. (2006). Uporaba metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, pri ocenjevanju vrednosti podjetij. *Revija Revizor*, 17(9), 42–44.
60. Marston, F. & Perry, S. (1996). Implied Penalties for Financial Leverage: Theory versus Empirical Evidence. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(2), 77–97.
61. Mordor Intelligence. (2019). *Freight & Logistics Market in Europe – Segmented by function*. Pridobljeno 20. junija 2020 iz <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/european-freight-logistics-market-study>
62. Mullins Jr, D. W. (1982). *Does the Capital Asset Pricing Model Work?*. Brighton: Harvard Business Review.
63. Griffin, T. (2015). *Charlie Munger: the complete investor*. New York: Columbia University Press.
64. Nagorniak, J. J. & Wilcox, S. E. (2014). Equity Valuation: Concepts and Basic tools. V *CFA program Curriculum 2014, Level I, Volume 4* (str. 251). CFA institute: Wiley.
65. Neumann, J. J. (2017). A Framework for Cashflow Models within Student-Managed Investment Funds. *Journal of Financial Education*, 43(1), 120–140.
66. NLB d. d. (2020). *Letno poročilo 2019*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz <https://www.nlb.si/nlb/nlb-portal/slo/o-banki/vlagatelji/financna-porocila/letno-porocilo-nlb-skupine-2019.pdf>
67. Palepu, K. G., Healy, P. M. & Bernard, V. L. (1999). *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases* (2. izd.). Ohio: South-Western Publishing Co.
68. Pandey, A. (2012). Cash flow is king in relative valuation: A myth or reality. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 8(4), 441–449.
69. Paulo, S. (2010). Hamada's equation, the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the UK Companies Act of 2006. *International Journal of Law and Management*, 52(1), 54–63.
70. Penman, S. H. (1998). Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 291–324.

71. Penman, S. H. (2005). Discussion of an accounting-based valuation formulae and expected EPS and EPS growth determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 367–378.
72. Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. izd.). New York: McGraw-Hill.
73. Petrol d. d. (2020). *Letno poročilo skupine Petrol in družbe Petrol, d. d., Ljubljana, za leto 2019*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz <https://www.petrol.eu/binaries/content/assets/skupina-petrol-slo/2020/pages/zavlagatelj/porocila/letno-porocilo-petrol-2019n.pdf>
74. Pettengill, G. N., Sundaram, S. & Mathur, I. (1995). The Conditional Relation between Beta and Returns. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(1), 101–116.
75. Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. & Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation* (2. izd.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
76. Plenborg, T. & Pimentel, R. C. (2016). Best Practices in Applying Multiples for Valuation Purposes. *The Journal of Private Equity*, 19(3), 55–64.
77. Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Simon & Schuster Inc.
78. Pozarovalnica Sava d. d. (2020). *Letno poročilo Zavarovalne skupin Sava in Sava Re, d. d. 2019*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz <https://www.sava-re.si/media/objave/dokumenti/2019/Revidirano-letno-porocilo-2019.pdf>
79. Praznik, B. (2011). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: SIR.
80. Pustoslemšek, T., Slapničar, S. & Valentinčič, A. (2016). Uporabnost modela določanja donosnosti lastniškega kapitala za slovenski kapitalski trg. *Economic and Business Review*, 18, 73–87.
81. Sharma, M. & Prashar, E. (2013). A Conceptual Framework for Relative Valuation. *The Journal of Private Equity*, 16(3), 29–32.
82. Sutton, T. (2004). *Corporate Financial Accounting and Reporting*. London: Pearson Education.
83. Telekom Slovenije d. d. (2020). *Letno poročilo 2020*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz <https://www.telekom.si/o-podjetju/arhiv-financnih-porocil/Letno-porocilo-STS-in-TS-2019.pdf>
84. Thomas, R. & Gup, B. E. (2009). *The Valuation Handbook, (Custom Chapter 14): Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
85. Ugovšek, J. (2020). *Tujci na LJSE: kaj imajo radi, kaj jih moti in zakaj vlagajo?*. Pridobljeno 29. julija 2020 iz <https://www.finance.si/8962706/Tujci-na-LJSE-Kaj-imajo-radi-kaj-jih-moti-in-zakaj-vlagajo>
86. Wang, Z. (2013). Do the Investment and Return-on-Equity Factors Proxy for Economic Risks?. *Financial Management*, 42(1), 183–209.
87. Winger, B. J. (1997). Estimating P/E Ratios as a Classroom Experience. *Journal of Financial Education*, 23(1), 80–83.

88. Yu, Y. & He, Y. (2013). Does the History Ex-ante Abnormal Earnings Growth Forecasts Affect Earnings Response Coefficient. *International Journal of Finance and Accounting*, 2(7), 348–364.
89. Zavarovalnica Triglav d. d. (2020). *Letno poročilo Skupine Triglav in Zavarovalnice Triglav, d.d., 2019*. Pridobljeno 17. junija 2020 iz http://www.triglav.eu/8b8b8188-0384-4ccc-81ff-ca077ae87757/lp-st-zt-2019koncnohiress18mb_3.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&CACHEID=8b8b8188-0384-4ccc-81ff-ca077ae87757

PRILOGE

Priloga 1: Ključni podatki podjetja Krka d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR	Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
	KRKG SV Equity	KRKA	2.839,91	8,94	1,49	1,38	4,93
	HIK LN Equity	HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	5.428,21	14,66	3,23	3,37	12,50
	SAZ GR Equity	STADA ARZNEIMITTEL AG	5.829,02	18,52	2,15	5,19	12,00
	RICHT HB Equity	RICHTER GEDEON NYRT	3.402,32	23,20	2,38	1,68	/
	GMAB DC Equity	GENMAB A/S	20.221,16	46,20	19,19	7,68	33,93
	ROVISM Equity	LABORATORIOS FARMACEUTICOS R	1.693,28	30,35	3,47	4,22	20,81
	VIFN SW Equity	VIFOR PHARMA AG	8.596,82	61,12	5,07	2,93	18,99
	AGY LN Equity	ALLERGY THERAPEUTICS PLC	105,37	9,55	1,04	1,57	4,08
	VLA FP Equity	VALNEVA SE	397,35	/	2,88	2,76	209,68
	IPN FP Equity	IPSEN	6.675,83	/	2,12	3,29	53,26
	ORX SS Equity	OREXO AB	223,87	7,60	2,59	2,81	5,66
	COPN SW Equity	COSMO PHARMACEUTICALS NV	1.287,14	/	16,40	2,59	/
	REC IM Equity	RECORDATI SPA	9.908,35	21,43	5,44	6,71	16,42
	ORNB V FH Equity	ORION OYJ-CLASS B	6.405,03	30,26	6,26	8,08	19,57

Vir: Bloomberg terminal (2020).

Priloga 2: Ključni podatki podjetja Petrol d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR	Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA
	PETG SV Equity	PETROL DD LJUBLJANA	709,34	5,74	0,15	0,77	4,75
	TGN RO Equity	TRANSOIL SA MEDIAS	695,15	8,62	1,63	0,79	5,27
	FKRAFT NO Equity	FJORDKRAFT HOLDING ASA	713,88	17,68	1,26	6,37	10,40
	EGATIF TB Equity	NORTH BANGKOK POWER PLANT BL	723,85	12,78	/	1,15	/
	EYDAP GA Equity	ATHENS WATER SUPPLY & SEWAGE	724,20	11,85	2,14	0,73	2,32
	1600 HK Equity	CHINA TIAN LUN GAS HOLDINGS	744,45	6,49	0,78	1,33	5,77
	COCE5 BZ Equity	CIA ENERGETICA DO CEARA-PR A	675,59	9,66	0,73	1,26	6,33
	MSRS RM Equity	MOSCOW UNITED ELECTRIC GRID	658,35	6,02	0,30	0,28	3,51
	LIPGAS CI Equity	EMPRESAS LIPIGAS SA	659,26	13,33	1,01	3,04	6,65
	EKTR4 BZ Equity	ELECTRICIDADE E SERVICOS-PRF	606,66	5,55	/	1,04	5,95
	KECI IN Equity	KEC INTERNATIONAL LTD	812,68	9,36	0,44	1,89	5,93

Vir: Bloomberg terminal (2020).

Priloga 3: Ključni podatki podjetja NLB d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR						
Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B	
NLBR SV Equity	NOVA LJUBLJANSKA BANKA DD	780,00	4,80	1,14	0,44	
UNI SM Equity	UNICAJA BANCO SA	774,23	5,06	0,57	0,20	
BNB BB Equity	BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE	772,00	0,98	0,49	0,11	
CRAP FP Equity	CA ALPES PROVENCE-CCI	784,59	12,08	1,32	0,35	
STB VN Equity	SAIGON THUONG TIN COMMERCIAL	785,87	6,75	0,42	0,59	
LB CN Equity	LAURENTIAN BANK OF CANADA	773,60	9,83	0,71	0,56	
EIB VN Equity	VIETNAM EXPORT-IMPORT COMMER	802,35	19,38	1,36	1,14	
PFS US Equity	PROVIDENT FINANCIAL SERVICES	790,29	8,57	1,90	0,60	
SBSI US Equity	SOUTHSIDE BANCSHARES INC	746,90	16,77	3,42	1,22	
BUSE US Equity	FIRST BUSEY CORP	814,07	8,70	1,96	0,75	
RA MM Equity	REGIONAL SAB DE CV	749,07	5,13	0,94	0,92	

Vir: Bloomberg terminal (2020).

Priloga 4: Ključni podatki podjetja Zavarovalnica Triglav d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR	Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B
	ZVTG SV Equity	ZAVAROVALNICA TRIGLAV DD	629,76	7,94	0,56	0,83
	HSTG LN Equity	HASTINGS GROUP HOLDINGS PLC	1.257,10	16,78	1,58	1,82
	HSX LN Equity	HISCOX LTD	3.106,63	49,49	0,77	1,12
	DLG LN Equity	DIRECT LINE INSURANCE GROUP	4.396,76	9,21	1,13	1,24
	RSA LN Equity	RSA INSURANCE GROUP PLC	4.807,92	10,92	0,53	0,99
	TRYG DC Equity	TRYG A/S	8.039,02	32,59	2,53	5,12
	GJF NO Equity	GJENSIDIGE FORSIKRING ASA	9.074,24	26,44	3,36	3,32
	BEZ LN Equity	BEAZLEY PLC	2.874,87	10,95	0,97	1,58
	LRE LN Equity	LANCASHIRE HOLDINGS LTD	2.176,04	13,02	3,12	1,28
	ADM LN Equity	ADMIRAL GROUP PLC	7.555,43	16,46	5,23	7,88
	GCO SM Equity	GRUPO CATALANA OCCIDENTE SA	2.400,00	5,43	0,49	0,66
	SAMPO FH Equity	SAMPO OYJ-A SHS	18.432,13	17,48	1,90	1,47
	PZU PW Equity	POWSZECHNY ZAKLAD UBEZPIECZE	5.581,73	9,53	0,63	1,57
	MAP SM Equity	MAPFRE SA	5.013,51	9,21	0,22	0,64
	UNI IM Equity	UNIPOL GRUPPO SPA	2.564,25	2,51	0,14	0,34
	ALV GR Equity	ALLIANZ SE-REG	77.710,96	9,29	0,63	0,99
	VIG AV Equity	VIENNA INSURANCE GROUP AG	2.598,40	7,15	0,22	0,52
	UQA AV Equity	UNIQA INSURANCE GROUP AG	1.863,27	10,06	0,34	0,56
	ZURN SW Equity	ZURICH INSURANCE GROUP AG	48.005,46	10,71	0,62	1,27
	TOP DC Equity	TOPDANMARK A/S	3.493,33	25,01	1,33	3,70
	TLX GR Equity	TALANX AG	8.468,72	9,06	0,21	0,85

Vir: Bloomberg terminal (2020).

Priloga 5: Ključni podatki podjetja Pozavarovalnica Sava d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR	Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B
	POSR SV Equity	POZAVAROVALNICA SAVA DD	273,79	4,90	0,36	0,64
	HSTG LN Equity	HASTINGS GROUP HOLDINGS PLC	1.257,10	16,78	1,58	1,82
	HSX LN Equity	HISCOX LTD	3.106,63	49,49	0,77	1,12
	DLG LN Equity	DIRECT LINE INSURANCE GROUP	4.396,76	9,21	1,13	1,24
	RSA LN Equity	RSA INSURANCE GROUP PLC	4.807,92	10,92	0,53	0,99
	TRYG DC Equity	TRYG A/S	8.039,02	32,59	2,53	5,12
	GJF NO Equity	GJENSIDIGE FORSIKRING ASA	9.070,82	26,44	3,36	3,32
	BEZ LN Equity	BEAZLEY PLC	2.874,87	10,95	0,97	1,58
	LRE LN Equity	LANCASHIRE HOLDINGS LTD	2.176,04	13,02	3,12	1,28
	ADM LN Equity	ADMIRAL GROUP PLC	7.555,43	16,46	5,23	7,88
	GCO SM Equity	GRUPO CATALANA OCCIDENTE SA	2.406,00	5,43	0,49	0,66
	SAMPO FH Equity	SAMPO OYI-A SHS	18.421,02	17,48	1,90	1,47
	PZU PW Equity	POWSZECHNY ZAKLAD UBEZPIECZE	5.581,87	9,53	0,63	1,57
	MAP SM Equity	MAPFRE SA	5.013,51	9,21	0,22	0,64
	UNI IM Equity	UNIPOL GRUPPO SPA	2.564,25	2,51	0,14	0,34
	ALV GR Equity	ALLIANZ SE-REG	77.710,96	9,29	0,63	0,99
	VIG AV Equity	VIENNA INSURANCE GROUP AG	2.598,40	7,15	0,22	0,52
	UQA AV Equity	UNIQA INSURANCE GROUP AG	1.863,27	10,06	0,34	0,56
	ZURN SW Equity	ZURICH INSURANCE GROUP AG	48.005,46	10,71	0,62	1,27
	TOP DC Equity	TOPDANMARK A/S	3.493,33	25,01	1,33	3,70
	TLX GR Equity	TALANX AG	8.468,72	9,06	0,21	0,85

Vir: Bloomberg terminal (2020).

Priloga 6: Ključni podatki podjetja Telekom Slovenije d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR	Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B	EY/EBITDA
	TLSG SV Equity	TELEKOM SLOVENIJE DD	330,04	132,92	0,43	0,48	3,34
	TIT IM Equity	TELECOM ITALIA SPA	7.846,84	5,77	0,43	0,26	4,90
	TELIA SS Equity	TELIA CO AB	13.898,73	20,42	1,56	1,48	8,20
	TTKOM TI Equity	TURK TELEKOMUNIKASYON AS	3.589,06	9,09	1,02	2,52	3,66
	ELISA FH Equity	ELISA OYJ	9.009,32	28,16	4,72	7,28	15,42
	OBEL BB Equity	ORANGE BELGIUM	866,61	26,94	0,68	1,54	4,24
	PROX BB Equity	PROXIMUS	6.118,25	15,29	1,05	1,99	5,16
	ORA FP Equity	ORANGE	28.702,01	10,54	0,68	1,11	4,67
	KPN NA Equity	KONINKLIJKE KPN NV	10.120,45	13,78	1,58	3,29	3,93
	ILD FP Equity	ILIAD SA	10.495,12	4,65	1,53	1,59	3,57
	MTSS RM Equity	MOBZILE TELESYSTEMS PJSC	7.840,51	9,72	1,12	10,51	4,90
	SCMN SW Equity	SWISSCOM AG-REG	23.978,17	15,31	2,27	2,84	7,95
	HTO GA Equity	HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	5.912,85	23,31	1,42	2,61	4,87
	TEL2B SS Equity	TELE2 AB-B SHS	8.595,39	33,15	3,15	2,37	12,25
	BT/A LN Equity	BT GROUP PLC	12.538,16	6,58	0,50	0,77	4,06
	TEL NO Equity	TELENOR ASA	19.167,75	39,90	1,86	5,23	7,12
	OPL PW Equity	ORANGE POLSKA SA	1.914,29	179,95	0,79	0,86	5,40
	SRCG SW Equity	SUNRISE COMMUNICATIONS GROUP	3.566,62	83,06	1,85	2,60	8,84
	O2D GR Equity	TELEFONICA DEUTSCHLAND HOLDI	7.448,29	/	1,04	1,19	5,19
	RTKM RM Equity	ROSTELECOM PJSC	3.726,04	15,19	0,49	1,53	6,04
	FNTN GR Equity	FREENET AG	1.844,72	11,35	0,72	1,65	9,72
	ATC NA Equity	ALTICE EUROPE NV	4.503,44	16,73	0,30	/	5,35
	DTE GR Equity	DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	71.898,02	15,86	0,76	1,97	5,58
	VEON US Equity	VEON LTD	2.749,93	7,04	0,30	4,86	3,20
	ETL FP Equity	EUTELSAT COMMUNICATIONS	1.948,79	6,89	1,75	0,90	5,69
	DRI GR Equity	1&1 DRILLISCH AG	4.196,39	9,60	0,97	0,76	6,87

Vir: Bloomberg terminal (2020).

Priloga 7: Ključni podatki podjetja Luka Koper d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR									
Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA			
LKPG SV Equity	LUKA KOPER	254,80	8,12	1,22	0,64	4,56			
SPSI OM Equity	SALALAH PORT SERVICES	245,12	7,27	1,66	1,58	4,47			
OLTH GA Equity	THESSALONIKI PORT AUTHORITY	213,70	12,42	2,97	1,27	5,10			
EUK2 GR Equity	EUROKAI KGAA	358,38	7,25	1,45	0,85	5,12			
002040 CH Equity	NANJIING PORT CO LTD -A	413,04	23,76	3,99	1,11	/			
PPA GA Equity	PIRAEUS PORT AUTHORITY SA	434,00	11,88	2,82	1,80	6,49			
GPPV IN Equity	GUJARAT PIPAVAV PORT LTD	462,60	8,31	3,61	1,16	4,62			
GLPR LI Equity	GLOBAL PORTS INV-GDR REG S	521,34	21,02	3,80	3,63	6,25			
STBP3 BZ Equity	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES	623,89	230,50	2,67	1,93	11,80			
WTE CN Equity	WESTSHORE TERMINALS INVESTMENT	709,10	7,54	2,66	1,45	5,20			
900952 CH Equity	JINZHOU PORT CO LTD-B	775,64	19,31	0,48	0,52	/			

Vir: Bloomberg terminal (2020).

Priloga 8: Ključni podatki podjetja Intereuropa d. d. in primerljivih podjetij za namen vrednotenja z relativnimi tehnikami

v EUR									
Oznaka	Naziv podjetja	Tržna kapitalizacija	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA			
IEKG SV Equity	INTEREUROPA DD KOPER	23,73	6,54	0,15	0,21	5,41			
9304 JP Equity	SHIBUSAWA WAREHOUSE CO LTD	249,21	11,60	0,49	0,75	7,96			
ARCB US Equity	ARCBEST CORP	622,61	8,29	0,19	0,73	3,17			
WERN US Equity	WERNER ENTERPRISES INC	2.603,38	18,84	1,18	2,62	6,47			
STF FP Equity	STEF	917,80	8,14	0,24	1,15	5,10			
MRTN US Equity	MARTEN TRANSPORT LTD	1.256,59	24,88	1,56	2,22	7,47			
SNDR US Equity	SCHNEIDER NATIONAL INC-CL B	3.896,47	15,98	0,81	1,68	6,71			
KNX US Equity	KNIGHT-SWIFT TRANSPORTATION	6.395,48	21,89	1,37	1,14	7,44			
2608 TT Equity	KERRY TJ LOGISTICS CO LTD	566,79	14,40	1,56	1,93	8,78			
9037 JP Equity	HAMAKYOREX CO LTD	512,42	8,80	0,45	0,89	4,97			

Priloga 9: Izračun presežnega mesečnega donosa in priprava Fama-French faktorjev na regresijo (Krka d. d.)

Delnica Krka d. d.		Fama-French faktorji						Obveznica	Donos	
Datum	Cena	Mkt-RF	SMB	HML	RMW	CMA	RF	RF	Mesečni	Presežni
31.3.2011	60,00	0,00	0,02	-0,02	0,02	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,02
29.4.2011	59,50	0,08	-0,01	-0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01
31.5.2011	60,31	-0,03	0,00	-0,02	0,02	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,01
30.6.2011	60,00	-0,02	-0,01	0,00	0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01
29.7.2011	60,41	-0,03	0,00	-0,04	0,02	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
31.8.2011	56,90	-0,10	0,01	-0,04	0,03	-0,01	0,00	0,00	-0,06	-0,06
30.9.2011	51,39	-0,12	-0,01	-0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	-0,10	-0,10
31.10.2011	53,80	0,11	-0,03	-0,01	0,01	-0,03	0,00	0,00	0,05	0,04
30.11.2011	49,50	-0,05	-0,03	-0,03	0,03	0,00	0,00	0,01	-0,08	-0,08
30.12.2011	52,70	-0,02	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06	0,06
31.1.2012	50,50	0,06	0,03	0,01	-0,02	-0,02	0,00	0,01	-0,04	-0,05
29.2.2012	51,65	0,06	0,01	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,01	0,02	0,02
30.3.2012	50,13	0,00	0,01	-0,02	0,01	0,02	0,00	0,01	-0,03	-0,03
30.4.2012	47,50	-0,02	0,01	-0,04	0,03	-0,01	0,00	0,01	-0,05	-0,06
31.5.2012	42,10	-0,12	0,00	-0,02	0,03	0,01	0,00	0,01	-0,11	-0,12
29.6.2012	42,00	0,07	-0,04	0,03	0,00	0,02	0,00	0,01	0,00	-0,01
31.7.2012	41,85	0,01	-0,01	-0,03	0,02	-0,02	0,00	0,01	0,00	-0,01
31.8.2012	42,70	0,05	0,00	0,03	-0,02	0,02	0,00	0,01	0,02	0,02
28.9.2012	49,80	0,03	0,02	0,02	-0,02	0,01	0,00	0,01	0,17	0,16
31.10.2012	48,00	0,02	-0,01	0,02	-0,01	0,00	0,00	0,01	-0,04	-0,04
30.11.2012	46,71	0,02	-0,02	0,00	0,01	-0,01	0,00	0,01	-0,03	-0,03
31.12.2012	50,00	0,03	0,02	0,03	-0,01	0,01	0,00	0,01	0,07	0,07
31.1.2013	53,68	0,06	0,01	0,04	-0,03	0,02	0,00	0,01	0,07	0,07
28.2.2013	52,00	-0,02	0,02	-0,03	0,02	-0,01	0,00	0,01	-0,03	-0,04
29.3.2013	46,37	-0,01	-0,01	-0,04	0,02	0,00	0,00	0,00	-0,11	-0,11
30.4.2013	49,80	0,04	-0,01	0,04	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,07	0,07
31.5.2013	52,00	0,01	0,01	0,03	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,04	0,04
28.6.2013	51,00	-0,05	0,02	-0,02	0,02	0,00	0,00	0,01	-0,02	-0,02
31.7.2013	54,00	0,07	-0,01	0,03	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,06	0,05
30.8.2013	52,20	-0,01	0,03	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	-0,03	-0,04
30.9.2013	54,95	0,07	0,00	0,01	-0,01	0,02	0,00	0,01	0,05	0,05
31.10.2013	56,89	0,04	0,00	0,04	-0,02	0,02	0,00	0,01	0,04	0,03
29.11.2013	58,50	0,01	0,01	-0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,03	0,02
31.12.2013	60,00	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,02
31.1.2014	59,50	-0,03	0,04	0,02	-0,01	0,02	0,00	0,00	-0,01	-0,01
28.2.2014	62,15	0,07	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,04	0,04
31.3.2014	60,39	-0,01	0,01	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,03
30.4.2014	63,55	0,02	-0,02	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,05	0,05

30.5.2014	68,50	0,01	-0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,08	0,08
30.6.2014	70,00	0,00	0,00	-0,02	0,02	-0,01	0,00	0,00	0,02	0,02
31.7.2014	65,55	-0,04	-0,01	0,00	-0,02	0,00	0,00	0,00	-0,06	-0,07
29.8.2014	64,00	0,00	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,02	-0,03
30.9.2014	65,40	-0,04	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
31.10.2014	63,00	-0,03	-0,01	-0,03	0,02	-0,01	0,00	0,00	-0,04	-0,04
28.11.2014	58,80	0,02	-0,01	-0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,07
31.12.2014	59,60	-0,04	0,02	-0,02	0,02	-0,02	0,00	0,00	0,01	0,01
30.1.2015	57,99	0,00	-0,02	-0,03	0,03	-0,01	0,00	0,00	-0,03	-0,03
27.2.2015	61,00	0,06	0,01	0,02	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,05	0,05
31.3.2015	61,40	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01
30.4.2015	68,65	0,05	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12	0,12
29.5.2015	68,02	0,00	0,02	-0,03	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01
30.6.2015	65,00	-0,03	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,05
31.7.2015	65,75	0,02	-0,01	-0,03	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,01
31.8.2015	60,55	-0,06	0,04	-0,01	0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,08	-0,08
30.9.2015	60,50	-0,04	0,01	-0,04	0,03	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
30.10.2015	65,00	0,06	-0,03	-0,01	0,02	0,00	0,00	0,00	0,07	0,07
30.11.2015	62,00	-0,01	0,00	-0,03	0,03	-0,02	0,00	0,00	-0,05	-0,05
31.12.2015	65,20	-0,02	0,04	-0,01	0,01	-0,02	0,00	0,00	0,05	0,05
29.1.2016	62,00	-0,06	-0,01	-0,01	0,02	0,02	0,00	0,00	-0,05	-0,05
29.2.2016	61,49	-0,02	0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01
31.3.2016	61,50	0,07	0,02	0,01	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
29.4.2016	60,62	0,02	-0,01	0,03	-0,02	0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,02
31.5.2016	58,80	0,00	0,01	-0,03	0,02	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,03
30.6.2016	57,15	-0,05	-0,02	-0,02	0,03	0,03	0,00	0,00	-0,03	-0,03
29.7.2016	59,50	0,04	0,02	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,04	0,04
31.8.2016	58,00	0,01	0,02	0,02	-0,02	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,03
30.9.2016	61,90	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,07
31.10.2016	58,50	-0,03	-0,01	0,06	-0,04	0,03	0,00	0,00	-0,05	-0,06
30.11.2016	50,00	-0,03	0,01	0,02	-0,02	0,02	0,00	0,00	-0,15	-0,15
30.12.2016	52,90	0,05	-0,01	0,02	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,06	0,06
31.1.2017	52,00	0,03	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,02
28.2.2017	52,00	0,01	0,00	-0,03	0,03	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
31.3.2017	52,15	0,04	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
28.4.2017	52,30	0,05	0,02	-0,01	0,02	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
31.5.2017	54,00	0,05	0,00	-0,01	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,03	0,03
30.6.2017	55,00	-0,01	0,02	0,02	-0,02	0,01	0,00	0,00	0,02	0,02
31.7.2017	54,99	0,03	0,01	0,03	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
31.8.2017	56,80	0,00	0,00	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03
29.9.2017	55,20	0,03	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,03	-0,03
31.10.2017	54,90	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01
30.11.2017	54,30	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01

29.12.2017	57,50	0,01	0,02	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,06	0,06
31.1.2018	58,60	0,06	0,01	0,01	-0,02	0,01	0,00	0,00	0,02	0,02
28.2.2018	58,20	-0,05	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01	-0,01
30.3.2018	57,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,02	-0,02
30.4.2018	57,80	0,02	-0,01	0,02	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
31.5.2018	57,20	-0,03	0,01	-0,05	0,02	-0,02	0,00	0,00	-0,01	-0,01
29.6.2018	57,80	-0,01	-0,01	-0,02	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,01
31.7.2018	58,00	0,03	-0,02	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
31.8.2018	57,00	-0,03	0,01	-0,03	0,01	-0,02	0,00	0,00	-0,02	-0,02
28.9.2018	55,00	0,00	-0,01	0,02	-0,01	0,01	0,00	0,00	-0,04	-0,04
31.10.2018	54,40	-0,09	-0,02	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01
30.11.2018	55,80	-0,01	-0,01	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,03	0,02
31.12.2018	57,80	-0,05	-0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,04	0,04
31.1.2019	57,40	0,06	0,01	-0,01	0,02	-0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01
28.2.2019	57,40	0,03	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
29.3.2019	58,00	0,01	-0,02	-0,02	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,01
30.4.2019	59,20	0,04	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02
31.5.2019	61,00	-0,05	0,01	-0,02	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03
28.6.2019	62,80	0,06	-0,03	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03
31.7.2019	60,40	-0,03	-0,01	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	-0,04	-0,04
30.8.2019	60,80	-0,02	-0,01	-0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
30.9.2019	62,40	0,02	-0,01	0,03	0,00	0,01	0,00	0,00	0,03	0,03
31.10.2019	63,40	0,03	0,01	-0,01	0,01	-0,02	0,00	0,00	0,02	0,02
29.11.2019	70,00	0,02	0,02	-0,02	0,01	-0,02	0,00	0,00	0,10	0,10
31.12.2019	73,20	0,04	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,05
31.1.2020	75,80	-0,03	0,00	-0,03	0,01	-0,02	0,00	0,00	0,04	0,04
28.2.2020	70,00	-0,09	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,08	-0,08
31.3.2020	64,80	-0,15	-0,05	-0,11	0,02	-0,03	0,00	0,00	-0,07	-0,07

Vir: Bloomberg terminal (2020); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 10: Regresija presežnega donosa na Fama-French faktorje (Krka d. d.)

FF5 model

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,537835082
R Square	0,289266575
Adjusted R Square	0,255096699
Standard Error	0,043546698
Observations	110

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	5	0,080266683	0,016053337	8,465543559	9,47009E-07
Residual	104	0,197216753	0,001896315		
Total	109	0,277483436			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,000319586	0,004385546	0,072872536	0,942047516	-0,008377116	0,009016287	-0,008377116	0,009016287
Mkt-RF	0,518720223	0,113474059	4,571267032	1,34057E-05	0,293696907	0,74374354	0,293696907	0,74374354
SMB	0,210542955	0,263402842	0,799319223	0,425927143	-0,311794765	0,732880675	-0,311794765	0,732880675
HML	0,187994153	0,38427121	0,48922258	0,625714336	-0,574030077	0,950018382	-0,574030077	0,950018382
RMW	-0,135206301	0,461591212	-0,292913509	0,770171897	-1,050558996	0,780146393	-1,050558996	0,780146393
CMA	-0,377044492	0,497648748	-0,757651844	0,450372742	-1,363900634	0,609811651	-1,363900634	0,609811651

Vir: Lastno delo (2020).

Priloga 11: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Krka d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %	
Tržna kapitalizacija	2310,1	99,44	
Kratkoročna zadolženost	2,8	0,12	
Dolgoročna zadolženost	10,2	0,44	
Prednostni lastniški kapital	0	0,00	
Skupaj	2323,1	100,00	
Dolg/lastniški kapital (D/E)	0,01		Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta			
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	1,15		Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	7,53%		Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	0,21		Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,96		β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	0,01		
Beta z zadolženostjo podjetja	0,97		$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%		
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%		
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%		Damodaran
Strošek lastniškega kapitala	10,28%		$R_f + MRP * Beta$ z zadolženostjo podjetja + CRP
Obrestni strošek	0,48		
Celotna zadolženost	13		Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,04		Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,03		Strošek dolga / (1 - T)
WACC	10,24%		Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 13: FCFF model – 1. del (Podjetje Krka d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Prihodki	1164,61	1174,42	1266,39	1331,86	1493,41	1477,25	1516,50	1565,00	1817,00	1903,15	
Rast prihodkov (%)	-2,27	0,84	7,83	5,17	12,13	-1,08	2,66	3,20	16,10	4,74	4,74%
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	181,23	122,88	204,80	233,75	282,78	251,75	236,00	246,27	285,93	299,49	
EBIT/Prihodki	15,56%	10,46%	16,17%	17,55%	18,94%						15,74%
Davčna stopnja T	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%
EBIT*(1-T) oz. NOPAT	167,58	113,62	189,38	216,15	261,49	232,79	218,23	227,73	264,40	276,94	
V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Terjatve do kupcev	433,13	510,41	500,74	438,29	434,70	538,33	552,64	570,31	662,14	693,54	
Terjatve do kupcev/Prihodki	37,19%	43,46%	39,54%	32,91%	29,11%						36,44%
Zaloge	272,88	280,65	500,74	365,15	421,58	421,06	432,25	446,07	517,90	542,45	
Zaloge/Prihodki	23,43%	23,90%	39,54%	27,42%	28,23%						28,50%
Ostala ne-denarna kratkoročna sredstva	80,69	43,69	28,77	49,70	63,80	61,82	63,46	65,49	76,04	79,64	
Ne-denarna sredstva/Prihodki	6,93%	3,72%	2,27%	3,73%	4,27%						4,18%
Obveznosti do dobaviteljev	100,04	124,44	105,05	136,81	128,57	136,98	140,62	145,11	168,48	176,47	
Obveznosti do dobaviteljev/Prihodki	8,59%	10,60%	8,29%	10,27%	8,61%						9,27%
Ostale ne-denarne kratkoročne obveznosti	55,99	16,66	63,38	181,09	206,00	114,11	117,14	120,89	140,35	147,01	
Ne-denarne obveznosti/Prihodki	4,81%	1,42%	5,00%	13,60%	13,79%						7,72%
Ne-denarni neto obratni kapital (NWC)	630,67	693,64	861,81	535,24	585,50	770,12	790,58	815,87	947,24	992,15	
ΔNWC		-62,96	-168,17	326,57	-50,26	-184,62	-20,46	-25,28	-131,37	-44,91	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 15: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Krka d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	7,95	6,97	6,97	7,75	8,14	8,61
Dividenda na delnico (DPS)	4,25	3,94	4,12	4,69	4,92	5,34
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	52,74	55,77	58,61	61,67	64,89	68,16
Donos na lastniški kapital (ROE)		13,21%	12,49%	13,22%	13,20%	13,28%
WACC		10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%
Preostali dobiček (RE)		1,57	1,26	1,75	1,83	1,97
Sedanja vrednost (PV) RE		1,42	1,04	1,31	1,24	1,21
Seštevek PV (RE)	6,21					
Končna vrednost (TV)	21,56		g=	1,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	13,25					
Ocenjena vrednost delnice	72,20					
Cena delnice	75,20					
Napovedna napaka v %	-3,99					

		WACC					
		72,20	8,00%	9,00%	10,24%	11,00%	12,00%
stopnja rasti	-1,0%	85,70	77,39	69,62	65,85	61,79	
	0,0%	89,19	79,58	70,78	66,58	62,12	
	1,0%	93,69	82,31	72,20	67,47	62,52	
	2,0%	99,68	85,82	73,95	68,55	63,00	
	3,0%	108,07	90,50	76,19	69,90	63,59	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 16: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Krka d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	7,95	6,97	6,97	7,75	8,14	8,61
Dividenda na delnico (DPS)	4,25	3,94	4,12	4,69	4,92	5,34
WACC	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%
Reinvestirane dividende		0,44	0,40	0,42	0,48	0,50
Dobiček z upoštevanjem dividend		7,40	7,37	8,17	8,62	9,12
Normalni dobiček		8,76	7,68	7,68	8,54	8,97
Preostali dobiček AEG		-1,36	-0,31	0,49	0,08	0,15
Sedanja vrednost (PV) AEG		-1,23	-0,26	0,37	0,05	0,09
Seštevek PV (AEG)	-0,98					
Končna vrednost (TV)	1,59	g=	1,00%			
Sedanja vrednost PV(TV)	0,97					
Dobiček za kapitalizacijo	7,94					
Ocenjena vrednost delnice	77,58					
Cena delnice	75,20					
Napovedna napaka v %	3,17					

		WACC					
		77,58	8,00%	9,00%	10,24%	11,00%	12,00%
stopnja rasti	-1,0%	76,66	76,23	75,74	75,45	75,08	
	0,0%	77,58	77,11	76,57	76,25	75,85	
	1,0%	78,71	78,19	77,58	77,23	76,79	
	2,0%	80,10	79,52	78,85	78,45	77,96	
	3,0%	81,89	81,23	80,46	80,01	79,44	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 17: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Krka d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	1809,20	1911,52	1919,13	1985,07	2184,62	
Denar in kratkoročne investicije	35,91	38,71	45,95	120,72	220,84	
Obveznosti skupaj	403,22	467,07	431,43	444,80	517,10	
Kratkoročni dolg	0,00	0,00	0,00	0,00	2,80	
Dolgoročni dolg	0,00	0,00	0,00	0,00	10,20	
NOA	1370,08	1405,74	1441,75	1419,55	1459,68	
Prihodki	1164,61	1174,42	1266,39	1331,86	1493,41	
NOA/Prihodki	117,64%	119,70%	113,85%	106,58%	97,74%	111,10%
Sredstva za prodajo	0,041	0,467	0,041	0,041	0,041	
NFO	-35,95	-39,17	-45,99	-120,76	-207,88	

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	1493,41	1477,25	1516,50	1565,00	1817,00	1903,15
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	282,782	251,75	236,00	246,27	285,93	299,49
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	1459,68	1641,26	1684,87	1738,75	2018,73	2114,44
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		17,25%	14,38%	14,62%	16,44%	14,84%
Diskontna stopnja (WACC)	10,24%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		102,32	67,99	73,80	107,94	92,83
Sedanja vrednost (PV) ReOI		92,82	55,95	55,09	73,09	57,02
Seštevek PV (ReOI)	333,97					
Končna vrednost (TV)	1015,07		g=	1,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	623,53					
Vrednost iz poslovanja	2417,18					
Neto finančne obveznosti (NFO)	-207,88					
Vrednost lastniškega kapitala	2625,06					
Št. Delnic	32,79					
Ocenjena vrednost delnice	80,05					
Cena delnice	75,20					
Napovedna napaka v %	6,45					

		WACC					
		80,05	8,00%	9,00%	10,24%	11,00%	12,00%
stopnja rasti	-1,0%	97,75	86,96	76,35	70,95	64,87	
	0,0%	102,05	89,78	78,02	72,13	65,58	
	1,0%	107,57	93,32	80,05	73,54	66,42	
	2,0%	114,94	97,86	82,57	75,27	67,43	
	3,0%	125,25	103,92	85,78	77,43	68,66	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 18: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Petrol d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %
Tržna kapitalizacija	773,1	66,62
Kratkoročna zadolženost	36,7	3,16
Dolgoročna zadolženost	350,7	30,22
Prednostni lastniški kapital	0,0	0,00
Skupaj	1160,5	100,00
Dolg/lastniški kapital (D/E)	0,50	Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta		
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	1,28	Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	6,05%	Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	1,03	Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,65	β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	0,50	
Beta z zadolženostjo podjetja	0,95	$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%	
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%	
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%	Damodaran
Pribitek za nelikvidnost (IRP)	4,00%	
Strošek lastniškega kapitala	14,20%	$R_f + MRP * Beta$ z zadolženostjo podjetja + CRP + IRP
Obrestni strošek	9,51	
Celotna zadolženost	387,4	Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,02	Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,02	Strošek dolga / (1 - T)
WACC	10,23%	Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 20: FCFE model – 1. del (Podjetje Petrol d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Prihodki	3816,88	3856,70	4496,74	4318,13	4375,88	4464,16	4554,21	4646,08	4739,80	4835,42	
Rast prihodkov (%)	-4,92	1,04	16,60	-3,97	1,34	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	89,86	99,56	112,02	135,40	133,97	121,64	124,09	126,60	129,15	131,76	
EBIT/Prihodki	2,35%	2,58%	2,49%	3,14%	3,06%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%	2,72%
Davčna stopnja T	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%
EBIT*(1-T) oz. NOPAT	84,43	93,54	105,24	127,21	125,87	114,28	116,59	118,94	121,34	123,79	
V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Terjatve do kupcev	318,95	375,58	430,98	513,79	453,35	445,86	454,85	464,03	473,39	482,94	
Terjatve do kupcev/Prihodki	8,36%	9,74%	9,58%	11,90%	10,36%						9,99%
Zaloge	91,48	116,22	159,75	138,45	175,69	144,50	147,41	150,38	153,42	156,51	
Zaloge/Prihodki	2,40%	3,01%	3,55%	3,21%	4,01%						3,24%
Ostala ne-denarna kratkoročna sredstva	28,15	28,72	46,63	76,87	108,06	60,43	61,65	62,90	64,16	65,46	
Ne-denarna sredstva/Prihodki	0,74%	0,74%	1,04%	1,78%	2,47%						1,35%
Obveznosti do dobaviteljev	291,34	349,23	338,71	407,20	422,82	386,71	394,51	402,47	410,59	418,87	
Obveznosti do dobaviteljev/Prihodki	7,63%	9,06%	7,53%	9,43%	9,66%						8,66%
Ostale ne-denarne kratkoročne obveznosti	132,30	129,76	19,37	13,46	35,39	74,84	76,35	77,89	79,46	81,06	
Ne-denarne obveznosti/Prihodki	3,47%	3,36%	0,43%	0,31%	0,81%						1,68%
Ne-denarni neto obratni kapital (NWC)	14,94	41,51	279,28	308,45	278,89	189,24	193,05	196,95	200,92	204,97	
Δ NWC		-26,57	-237,76	-29,17	29,56	89,66	-3,82	-3,89	-3,97	-4,05	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 21: FCFF model – 2. del (Podjetje Petrol d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Investicije (CAPEX)	-35,75	-73,97	-60,43	-75,80	-119,66	-73,12	-73,12	-73,12	-73,12	-73,12	-73,12
V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Amortizacija (D&A)	48,66	51,59	56,92	61,57	66,60	72,05	77,93	84,30	88,17	94,17	8,17
Rast D&A (%)	6,0	10,3									

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prosti denarni tok podjetja (FCFF)	92,69	192,39	106,25	113,97	122,18	130,92
Sedanja vrednost (PV) FCFF	174,54	87,45	85,10	82,76	80,45	

Seštevek PV	510,29	WACC	10,23%
Sedanja vrednost končne vrednosti	786,55	Rast	0,00%
Vrednost podjetja	1296,84		

Denar in kratkoročne investicije 41,73
 Celotna zadolženost 387,4

Analiza občutljivosti

	9,00%	10,00%	10,23%	11,00%	12,00%
Vrednost lastniškega kapitala	455,91	449,58	398,44	387,94	355,21
Št. izdanih delnic	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Ocenjena vrednost delnice	455,91	489,99	430,91	418,90	381,71
Cena delnice	294,00	539,38	469,87	455,91	413,02
Napovedna napaka v %	55,07	601,12	517,49	500,94	450,60
		680,51	577,02	556,92	496,53
					432,14

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 22: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Petrol d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	51,96	56,31	61,01	66,11	71,64	77,63
Dividenda na delnico (DPS)	22,00	22,05	23,89	25,89	28,05	30,39
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	373,90	408,16	445,28	485,51	529,11	576,34
Donos na lastniški kapital (ROE)		15,06%	14,95%	14,85%	14,76%	14,67%
WACC		10,23%	10,23%	10,23%	10,23%	10,23%
Preostali dobiček RE		18,06	19,27	20,57	21,98	23,51
Sedanja vrednost PV(RE)		16,39	15,86	15,36	14,89	14,45
Seštevek PV(RE)	76,94					
Končna vrednost (TV)	229,86		g=	0,00%		
Sedanja vrednost PV(TV)	141,25					
Ocenjena vrednost delnice	592,09					
Cena delnice	294,00					
Napovedna napaka v %	101,39					

		WACC				
		9,00%	10,00%	10,23%	11,00%	12,00%
stopnja rasti	592,09					
	-2,0%	629,66	577,08	566,62	534,83	500,56
	-1,0%	648,98	589,87	578,22	543,03	505,50
	0,0%	672,61	605,22	592,09	552,73	511,26
	1,0%	702,13	623,98	608,96	564,36	518,06
	2,0%	740,10	647,43	629,94	578,58	526,23

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 23: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Petrol d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	51,96	56,31	61,01	66,11	71,64	77,63
Dividenda na delnico (DPS)	22	22,05	23,89	25,89	28,05	30,39
WACC	10,23%	10,23%	10,23%	10,23%	10,23%	10,23%
Reinvestirane dividende		2,25	2,25	2,44	2,65	2,87
Dobiček z upoštevanjem dividend		58,56	63,27	68,56	74,29	80,50
Normalni dobiček		57,28	62,07	67,26	72,88	78,97
Preostali dobiček AEG		1,28	1,20	1,30	1,41	1,53
Sedanja vrednost (PV) AEG		1,16	0,99	0,97	0,96	0,94
Seštevek PV (AEG)	5,02					
Končna vrednost (TV)	14,95	g=	0,00%			
Sedanja vrednost PV(TV)	9,19					
Dobiček za kapitalizacijo	66,17					
Ocenjena vrednost delnice	646,95					
Cena delnice	294,00					
Napovedna napaka v %	120,05					

		WACC				
		9,00%	10,00%	10,23%	11,00%	12,00%
stopnja rasti	646,95					
	-2,0%	635,53	631,62	630,75	627,92	624,41
	-1,0%	643,33	639,07	638,13	635,04	631,22
	0,0%	652,66	647,98	646,95	643,56	639,36
	1,0%	664,01	658,83	657,68	653,92	649,27
	2,0%	678,12	672,31	671,02	666,80	661,59

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 24: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Petrol d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	1474,39	1502,79	1656,27	1730,82	1859,59	
Denar in kratkoročne investicije	37,41	28,82	45,49	58,74	41,73	
Obveznosti skupaj	927,00	907,12	954,41	983,34	1048,34	
Kratkoročni dolg	66,73	102,37	60,11	208,87	36,66	
Dolgoročni dolg	415,56	304,93	357,49	144,53	350,65	
NOA	992,27	974,14	1073,97	1042,13	1156,84	
Prihodki	3816,88	3856,70	4496,74	4318,13	4375,88	
NOA/Prihodki	26,00%	25,26%	23,88%	24,13%	26,44%	25,14%
Sredstva za prodajo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
NFO	444,88	378,47	372,10	294,66	345,58	

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	4375,88	4464,16	4554,21	4646,08	4739,80	4835,42
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	133,97	121,64	124,09	126,60	129,15	131,76
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	1156,84	1122,37	1145,01	1168,11	1191,67	1215,71
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		10,51%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%
Diskontna stopnja (WACC)	10,23%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		3,32	9,30	9,48	9,67	9,87
Sedanja vrednost (PV) ReOI		3,01	7,65	7,08	6,55	6,07
Seštevek PV (ReOI)	30,36					
Končna vrednost (TV)	96,50		g=	0,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	59,30					
Vrednost iz poslovanja	1246,49					
Neto finančne obveznosti (NFO)	345,58					
Vrednost lastniškega kapitala	900,91					
Št. Delnic	2,09					
Ocenjena vrednost delnice	431,82					
Cena delnice	294,00					
Napovedna napaka v %	46,88					

		WACC				
		9,00%	10,00%	10,23%	11,00%	12,00%
stopnja rasti	431,82					
	-2,0%	498,39	438,89	426,70	388,74	345,94
	-1,0%	505,95	442,01	429,03	388,88	344,06
	0,0%	515,20	445,75	431,82	389,04	341,87
	1,0%	526,76	450,33	435,22	389,23	339,27
	2,0%	541,62	456,06	439,44	389,47	336,16

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 25: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje NLB d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %
Tržna kapitalizacija	1240,0	71,02
Kratkoročna zadolženost	231,1	13,24
Dolgoročna zadolženost	275,0	15,75
Prednostni lastniški kapital	0,0	0,00
Skupaj	1746,1	100,00
Dolg/lastniški kapital (D/E)	0,41	Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta		
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	0,5	Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	18,98%	Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	2,66	Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,16	β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	0,41	
Beta z zadolženostjo podjetja	0,21	$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%	
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%	
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%	Damodaran
Pribitek za nelikvidnost (IRP)	4,00%	
Strošek lastniškega kapitala	9,01%	$R_f + MRP * \text{Beta z zadolženostjo podjetja} + CRP + IRP$
Obrestni strošek	46,30	
Celotna zadolženost	506,1	Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,09	Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,07	Strošek dolga / (1 - T)
WACC	8,55%	Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 27: RE model in analiza občutljivosti – podjetje NLB d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	9,26	7,40	7,92	7,29	7,57	7,87
Dividenda na delnico (DPS)	6,80	5,94	5,55	5,095	5,49	5,22
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	84,29	85,75	88,13	90,32	92,40	95,05
Donos na lastniški kapital (ROE)		8,77%	9,24%	8,27%	8,38%	8,52%
WACC		8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%
Preostali dobiček RE		0,19	0,59	-0,25	-0,15	-0,03
Sedanja vrednost PV(RE)		0,17	0,50	-0,19	-0,11	-0,02
Seštevek PV(RE)	0,36					
Končna vrednost (TV)	-0,33		g= 0,00%			
Sedanja vrednost PV(TV)	-0,22					
Ocenjena vrednost delnice	84,43					
Cena delnice	37,00					
Napovedna napaka v %	128,19					

		WACC				
		7,00%	8,00%	8,55%	9,00%	10,00%
	84,43					
stopnja rasti	-2,0%	96,56	88,19	84,48	81,80	76,88
	-1,0%	98,05	88,58	84,46	81,52	76,17
	0,0%	99,96	89,07	84,43	81,17	75,32
	1,0%	102,51	89,70	84,40	80,73	74,28
	2,0%	106,08	90,54	84,36	80,17	72,98

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 28: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje NLB d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	9,26	7,40	7,92	7,29	7,57	7,87
Dividenda na delnico (DPS)	6,80	5,94	5,55	5,10	5,49	5,22
WACC	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%
Reinvestirane dividende		0,58	0,51	0,47	0,44	0,47
Dobiček z upoštevanjem dividend		7,98	8,43	7,76	8,01	8,34
Normalni dobiček		10,05	8,03	8,60	7,91	8,22
Preostali dobiček AEG		-2,08	0,40	-0,84	0,10	0,12
Sedanja vrednost (PV) AEG		-1,91	0,34	-0,66	0,07	0,08
Seštevek PV (AEG)	-2,08					
Končna vrednost (TV)	1,41	g= 0,00%				
Sedanja vrednost PV(TV)	0,94					
Dobiček za kapitalizacijo	8,12					
Ocenjena vrednost delnice	95,00					
Cena delnice	37,00					
Napovedna napaka v %	156,77					

		WACC					
		95,00	7,00%	8,00%	8,55%	9,00%	10,00%
stopnja rasti	-2,0%	93,47	93,00	92,75	92,55	92,13	
	-1,0%	94,55	94,03	93,76	93,54	93,07	
	0,0%	95,89	95,31	95,00	94,76	94,24	
	1,0%	97,58	96,93	96,58	96,30	95,72	
	2,0%	99,80	99,04	98,64	98,32	97,64	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 29: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje NLB d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	11821,62	12039,01	12237,75	12740,03	14174,09	
Denar in kratkoročne investicije	1161,98	1299,01	1256,48	1588,35	2101,35	
Obveznosti skupaj	10371,23	10513,35	10549,58	11082,59	12443,19	
Kratkoročni dolg	759,20	516,51	329,72	297,50	231,13	
Dolgoročni dolg	332,30	304,87	101,64	76,89	275,03	
NOA	1379,90	1048,03	863,04	443,49	135,71	
Prihodki	566,46	558,09	569,68	579,48	607,32	
Rast prihodkov (%)	-4,14	-1,48	2,08	1,72	4,80	0,60
Dobiček iz poslovanja	111,07	135,61	232,53	227,89	211,20	
Dobiček iz poslovanja/Prihodki	19,61%	24,30%	40,82%	39,33%	34,78%	31,77%
NOA/Prihodki	243,60%	187,79%	151,49%	76,53%	22,34%	136,35%
Sredstva za prodajo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
NFO	-70,48	-477,63	-825,13	-1213,96	-1595,19	
V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	607,32	526,5	544,75	566,00	569,38	572,78
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	211,2	183,667	182,80	81,40	180,86	181,94
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	135,71	717,89	742,78	771,75	776,36	781,00
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		135,34%	25,46%	10,96%	23,44%	23,44%
Diskontna stopnja (WACC)	8,55%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		172,07	121,43	17,90	114,88	115,57
Sedanja vrednost (PV) ReOI		158,51	103,05	13,99	82,75	76,69
Seštevek PV (ReOI)	434,99					
Končna vrednost (TV)	1351,82		g=	0,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	896,98					
Vrednost iz poslovanja	1467,68					
Neto finančne obveznosti (NFO)	-1595,19					
Vrednost lastniškega kapitala	3062,87					
Št. Delnic	20,00					
Ocenjena vrednost delnice	153,14					
Cena delnice	37,00					
Napovedna napaka v %	313,90					

		WACC					
		153,14	7,00%	8,00%	8,55%	9,00%	10,00%
stopnja rasti	-2,0%	160,59	149,21	143,91	139,98	132,36	
	-1,0%	167,35	154,10	148,05	143,59	135,06	
	0,0%	176,04	160,22	153,14	148,00	138,29	
	1,0%	187,63	168,09	159,59	153,51	142,25	
	2,0%	203,86	178,57	168,01	160,60	147,20	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 30: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %
Tržna kapitalizacija	756,3	90,69
Kratkoročna zadolženost	10,9	1,31
Dolgoročna zadolženost	66,7	8,00
Prednostni lastniški kapital	0,0	0,00
Skupaj	833,9	100,00
Dolg/lastniški kapital (D/E)	0,10	Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta		
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	0,91	Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	19,19%	Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	0,45	Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,66	β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	0,10	
Beta z zadolženostjo podjetja	0,72	$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%	
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%	
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%	Damodaran
Pribitek za nelikvidnost (IRP)	4,00%	
Strošek lastniškega kapitala	12,55%	$R_f + MRP * \text{Beta z zadolženostjo podjetja} + CRP + IRP$
Obrestni strošek	3,10	
Celotna zadolženost	77,63	Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,04	Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,03	Strošek dolga / (1 - T)
WACC	11,68%	Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 31: DDM model – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.

V EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	3,89	3,41	3,03	3,54	3,73	3,84	3,95	4,07	4,19	4,31
Rast EPS (%)	93,19	-12,43	-10,99	16,88	5,14	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95
Dividenda na delnico (DPS)	2,50	2,50	2,50	2,50	0,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Rast DPS (%)	861,54	0,00	0,00	0,00	-100,00	/	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopnja izplačila dobička	64,25%	73,37%	82,43%	70,53%	0,00%	65,16%	63,29%	61,47%	59,71%	58,00%
Povprečno izplačilo dobička (2015-2018)	72,65%									
Analiza občutljivosti										
Stopnja zadržanega dobička	27,35%									
Donos na lastniški kapital (ROE)	10,80%									
Stopnja rasti EPS	2,95%									
WACC	11,68%									
stopnja rasti DPS v neskončnost	0,00%									
WACC										
	21,41	10,00%	11,00%	11,68%	12,00%	13,00%				
	-2,0%	22,15	20,42	19,39	18,94	17,66				
	-1,0%	23,45	21,48	20,32	19,81	18,39				
	0,0%	25,00	22,73	21,41	20,83	19,23				
	1,0%	26,90	24,22	22,69	22,04	20,21				
	2,0%	29,27	26,05	24,25	23,48	21,38				
stopnja rasti										
V EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024				
DPS	0,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50				
Sedanja vrednost (PV) DPS		2,24	2,00	1,79	1,61	1,44				
Seštevek PV (DPS)	9,08									
Končna vrednost (TV)	21,41									
Sedanja vrednost TV	12,32									
Ocenjena vrednost delnice	21,41									
Cena delnice	28,20									
Napovedna napaka v %	-24,09									

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 32: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	3,73	3,84	3,95	4,07	4,19	4,31
Dividenda na delnico (DPS)	0,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	34,76	36,10	37,55	39,12	40,81	42,62
Donos na lastniški kapital (ROE)		11,04%	10,94%	10,83%	10,70%	10,56%
WACC		11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%
Preostali dobiček RE		-0,22	-0,27	-0,32	-0,38	-0,46
Sedanja vrednost PV(RE)		-0,20	-0,21	-0,23	-0,25	-0,26
Seštevek PV(RE)	-1,15					
Končna vrednost (TV)	-3,90		g=	0,00%		
Sedanja vrednost PV(TV)	-2,24					
Ocenjena vrednost delnice	31,37					
Cena delnice	28,20					
Napovedna napaka v %	11,25					

	31,37	WACC				
		10,00%	11,00%	11,68%	12,00%	13,00%
stopnja rasti	-2,0%	35,19	32,98	31,74	31,22	29,81
	-1,0%	35,31	32,90	31,57	31,01	29,52
	0,0%	35,45	32,81	31,37	30,77	29,19
	1,0%	35,62	32,70	31,14	30,49	28,80
	2,0%	35,84	32,57	30,85	30,15	28,33

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 33: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	3,73	3,84	3,95	4,07	4,19	4,31
Dividenda na delnico (DPS)	0,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WACC	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%
Reinvestirane dividende		0,00	0,29	0,29	0,29	0,29
Dobiček z upoštevanjem dividend		3,84	4,24	4,36	4,48	4,60
Normalni dobiček		4,16	4,29	4,41	4,54	4,68
Preostali dobiček AEG		-0,33	-0,04	-0,05	-0,06	-0,07
Sedanja vrednost (PV) AEG		-0,29	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04
Seštevek PV (AEG)	-0,45					
Končna vrednost (TV)	-0,63	g=	0,00%			
Sedanja vrednost PV(TV)	-0,36					
Dobiček za kapitalizacijo	2,92					
Ocenjena vrednost delnice	24,99					
Cena delnice	28,20					
Napovedna napaka v %	-11,37					

		WACC				
		10,00%	11,00%	11,68%	12,00%	13,00%
stopnja rasti	24,99					
	-2,0%	25,27	25,41	25,50	25,54	25,67
	-1,0%	25,02	25,17	25,27	25,31	25,45
	0,0%	24,72	24,89	24,99	25,04	25,19
	1,0%	24,37	24,55	24,67	24,72	24,89
	2,0%	23,95	24,15	24,28	24,34	24,52

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 34: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Zavarovalnica Triglav d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	3493,46	3574,89	3674,68	3645,28	3937,00	
Denar in kratkoročne investicije	47,93	65,71	78,42	67,60	75,87	
Obveznosti skupaj	2789,41	2830,54	2918,03	2898,41	3145,05	
Kratkoročni dolg	0,00	0,00	0,00	0,00	10,92	
Dolgoročni dolg	22,54	22,16	21,05	21,08	66,71	
NOA	678,65	700,79	699,28	700,34	793,71	
Prihodki	1041,84	1007,89	1058,09	1039,32	1267,78	
Rast prihodkov (%)	-4,57	-3,26	4,98	-1,77	21,98	3,47
Dobiček iz poslovanja	99,92	91,02	88,51	97,76	104,73	
Dobiček iz poslovanja/Prihodki	9,59%	9,03%	8,37%	9,41%	8,26%	8,93%
NOA/Prihodki	65,14%	69,53%	66,09%	67,38%	62,61%	66,15%
Sredstva za prodajo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
NFO	-25,39	-43,56	-57,37	-46,52	1,76	

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	1267,78	1311,78	1357,31	1404,43	1453,18	1503,62
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	104,73	117,15	121,22	125,42	129,78	134,28
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	793,71	867,74	897,86	929,03	961,28	994,64
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		14,76%	13,97%	13,97%	13,97%	13,97%
Diskontna stopnja (WACC)	11,68%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		24,45	19,87	20,56	21,28	22,01
Sedanja vrednost (PV) ReOI		21,90	15,93	14,76	13,68	12,67
Seštevek PV (ReOI)	78,94					
Končna vrednost (TV)	188,49		g=	0,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	108,50					
Vrednost iz poslovanja	981,15					
Neto finančne obveznosti (NFO)	1,76					
Vrednost lastniškega kapitala	979,39					
Št. Delnic	22,74					
Ocenjena vrednost delnice	43,08					
Cena delnice	28,20					
Napovedna napaka v %	52,76					

		WACC					
		43,08	10,00%	11,00%	11,68%	12,00%	13,00%
stopnja rasti	-2,0%	49,43	44,95	42,30	41,14	37,85	
	-1,0%	50,30	45,48	42,66	41,43	37,97	
	0,0%	51,34	46,11	43,08	41,77	38,11	
	1,0%	52,62	46,86	43,58	42,17	38,27	
	2,0%	54,21	47,78	44,18	42,65	38,46	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 35: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %
Tržna kapitalizacija	279,0	76,59
Kratkoročna zadolženost	0,0	0,00
Dolgoročna zadolženost	85,3	23,41
Prednostni lastniški kapital	0,0	0,00
Skupaj	364,3	100,00
Dolg/lastniški kapital (D/E)	0,31	Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta		
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	0,98	Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	18,28%	Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	0,24	Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,82	β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	0,31	
Beta z zadolženostjo podjetja	1,03	$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%	
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%	
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%	Damodaran
Pribitek za nelikvidnost (IRP)	4,00%	
Strošek lastniškega kapitala	14,69%	$R_f + MRP * \text{Beta z zadolženostjo podjetja} + CRP + IRP$
Obrestni strošek	0,68	
Celotna zadolženost	85,3	Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,01	Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,01	Strošek dolga / (1 - T)
WACC	11,41%	Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 37: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	3,22	3,51	3,83	4,18	4,55	4,96
Dividenda na delnico (DPS)	1,05	1,21	1,32	1,44	1,57	1,71
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	24,80	27,10	29,60	32,34	35,32	38,57
Donos na lastniški kapital (ROE)		14,16%	14,13%	14,10%	14,08%	14,06%
WACC		11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%
Preostali dobiček RE		0,68	0,74	0,80	0,86	0,94
Sedanja vrednost PV(RE)		0,61	0,60	0,58	0,56	0,55
Seštevek PV(RE)	2,89					
Končna vrednost (TV)	8,21		g=	0,00%		
Sedanja vrednost PV(TV)	4,78					
Ocenjena vrednost delnice	32,47					
Cena delnice	15,60					
Napovedna napaka v %	108,15					

		WACC					
		32,47	10,00%	11,00%	11,41%	12,00%	13,00%
stopnja rasti	-2,0%		35,30	32,61	31,68	30,44	28,67
	-1,0%		36,04	33,07	32,04	30,69	28,78
	0,0%		36,93	33,61	32,47	30,99	28,90
	1,0%		38,01	34,25	32,98	31,34	29,05
	2,0%		39,37	35,04	33,60	31,76	29,22

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 38: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	3,22	3,51	3,83	4,18	4,55	4,96
Dividenda na delnico (DPS)	1,05	1,21	1,32	1,44	1,57	1,71
WACC	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%	11,41%
Reinvestirane dividende		0,12	0,14	0,15	0,16	0,18
Dobiček z upoštevanjem dividend		3,63	3,97	4,33	4,72	5,14
Normalni dobiček		3,59	3,91	4,27	4,65	5,07
Preostali dobiček AEG		0,04	0,06	0,06	0,07	0,07
Sedanja vrednost (PV) AEG		0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Seštevek PV (AEG)	0,21					
Končna vrednost (TV)	0,63	g=	0,00%			
Sedanja vrednost PV(TV)	0,37					
Dobiček za kapitalizacijo	3,80					
Ocenjena vrednost delnice	33,30					
Cena delnice	15,60					
Napovedna napaka v %	113,46					

		WACC					
		33,30	10,00%	11,00%	11,41%	12,00%	13,00%
stopnja rasti	-2,0%	32,97	32,82	32,77	32,69	32,56	
	-1,0%	33,23	33,07	33,01	32,93	32,79	
	0,0%	33,53	33,37	33,30	33,21	33,05	
	1,0%	33,90	33,72	33,64	33,54	33,37	
	2,0%	34,34	34,14	34,06	33,95	33,76	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 39: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Pozavarovalnica Sava d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	1607,28	1671,19	1708,35	1705,95	1885,95	
Denar in kratkoročne investicije	4,71	33,94	37,96	64,66	93,80	
Obveznosti skupaj	1320,88	1374,15	1392,23	1365,77	1501,18	
Kratkoročni dolg	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Dolgoročni dolg	23,53	23,57	0,00	0,00	85,27	
NOA	305,22	286,67	278,16	275,52	376,24	
Prihodki	524,46	525,11	517,54	552,85	680,17	
Rast prihodkov (%)	5,86	0,12	-1,44	6,82	23,03	6,88
Dobiček iz poslovanja	41,82	42,11	40,90	55,29	61,43	
Dobiček iz poslovanja/Prihodki	7,97%	8,02%	7,90%	10,00%	9,03%	8,59%
NOA/Prihodki	58,20%	54,59%	53,75%	49,84%	55,32%	54,34%
Sredstva za prodajo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
NFO	18,82	-10,37	-37,96	-64,66	-8,53	

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	680,17	726,95	776,96	830,41	887,53	948,58
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	61,43	62,41	66,71	71,29	76,20	81,44
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	376,24	395,01	422,19	451,23	482,27	515,44
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		16,59%	16,89%	16,89%	16,89%	16,89%
Diskontna stopnja (WACC)	11,41%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		19,50	21,65	23,14	24,73	26,44
Sedanja vrednost (PV) ReOI		17,50	17,45	16,74	16,06	15,41
Seštevek PV (ReOI)	83,15					
Končna vrednost (TV)	231,79		g=	0,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	135,07					
Vrednost iz poslovanja	594,47					
Neto finančne obveznosti (NFO)	-8,53					
Vrednost lastniškega kapitala	603,00					
Št. Delnic	17,22					
Ocenjena vrednost delnice	35,02					
Cena delnice	15,60					
Napovedna napaka v %	124,48					

		WACC					
		35,02	10,00%	11,00%	11,41%	12,00%	13,00%
stopnja rasti	-2,0%		38,44	34,97	33,71	32,01	29,47
	-1,0%		39,44	35,66	34,31	32,49	29,79
	0,0%		40,63	36,49	35,02	33,05	30,16
	1,0%		42,10	37,47	35,86	33,71	30,59
	2,0%		43,93	38,68	36,88	34,50	31,09

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 40: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Telekom Slovenije d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %
Tržna kapitalizacija	353,9	45,96
Kratkoročna zadolženost	41,2	5,35
Dolgoročna zadolženost	374,9	48,69
Prednostni lastniški kapital	0	0,00
Skupaj	770	100,00
Dolg/lastniški kapital (D/E)	1,18	Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta		
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	0,77	Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	15,60%	Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	1,18	Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,39	β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	1,18	
Beta z zadolženostjo podjetja	0,77	$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%	
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%	
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%	Damodaran
Pribitek za nelikvidnost (IRP)	4,00%	
Strošek lastniškega kapitala	12,90%	$R_f + MRP * Beta$ z zadolženostjo podjetja + CRP + IRP
Obrestni strošek	10,80	
Celotna zadolženost	416,1	Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,03	Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,02	Strošek dolga / (1 - T)
WACC	7,11%	Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 42: FCFF model – 1. del (Podjetje Telekom Slovenije d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Prihodki	728,28	701,75	716,17	715,05	675,42	660,54	645,99	631,77	617,85	604,25	
Rast prihodkov (%)	-3,72	-3,64	2,06	-0,16	-5,54	-2,20	-2,20	-2,20	-2,20	-2,20	-2,20
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	51,95	43,22	35,45	17,97	30,96	33,48	32,74	32,02	31,31	30,62	
EBIT/Prihodki	7,13%	6,16%	4,95%	2,51%	4,58%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%	5,07%
Davčna stopnja T	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%	15,60%	
EBIT*(1-T) oz. NOPAT	43,85	36,47	29,92	15,17	26,13	28,25	27,63	27,02	26,43	25,85	
V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Terjatve do kupcev	144,13	142,08	151,84	147,41	145,65	136,62	133,61	130,67	127,79	124,98	
Terjatve do kupcev/Prihodki	19,79%	20,25%	21,20%	20,62%	21,56%						20,68%
Zaloge	27,13	23,51	22,24	27,47	24,62	23,34	22,83	22,32	21,83	21,35	
Zaloge/Prihodki	3,73%	3,35%	3,11%	3,84%	3,65%						3,53%
Ostala ne-denarna kratkoročna sredstva	143,68	182,66	81,02	84,12	23,52	95,54	93,43	91,38	89,36	87,40	
Ne-denarna sredstva/Prihodki	19,73%	26,03%	11,31%	11,76%	3,48%						14,46%
Obveznosti do dobaviteljev	129,93	140,66	104,89	104,59	86,64	105,67	103,34	101,07	98,84	96,66	
Obveznosti do dobaviteljev/Prihodki	17,84%	20,04%	14,65%	14,63%	12,83%						16,00%
Ostale ne-denarne kratkoročne obveznosti	41,27	49,94	10,83	36,48	9,10	27,40	26,80	26,21	25,63	25,07	
Ne-denarne obveznosti/Prihodki	5,67%	7,12%	1,51%	5,10%	1,35%						4,15%
Ne-denarni neto obratni kapital (NWC)	143,75	157,65	139,38	117,93	98,05	122,43	119,73	117,10	114,52	111,99	
ΔNWC		-13,91	18,28	21,45	19,88	-24,38	2,70	2,64	2,58	2,52	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 43: FCFF model – 2. del (Podjetje Telekom Slovenije d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Investicije (CAPEX)	-82,08	-84,03	-92,14	-87,81	-92,89	-87,79	-87,79	-87,79	-87,79	-87,79	-87,79
V milijon EUR											
Amortizacija (D&A)	164,13	167,54	161,46	160,21	158,97	157,74	156,52	155,30			
Rast D&A (%)	2,1	-3,6									-0,77
V milijon EUR											
Prosti denarni tok podjetja (FCFF)	114,59	76,29	101,51	99,61	97,73	95,88					
Sedanja vrednost (PV) FCFF	71,23	88,47	81,05	74,24	68,00						
Seštevek PV	383,00										
Sedanja vrednost končne vrednosti	955,95										
Vrednost podjetja	1338,95										
Denar in kratkoročne investicije	13,90										
Celotna zadolženost	416,1										
Vrednost lastniškega kapitala	936,75										
Št. izdanih delnic	6,54										
Ocenjena vrednost delnice	143,33										
Cena delnice	44,00										
Napovedna napaka v %	225,76										

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
WACC	7,11%					
Rast	0,00%					

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
WACC	6,00%	7,00%	7,00%	7,11%	8,00%	9,00%
stopnja rasti	-2,0%	133,20	111,14	108,95	93,51	79,09
stopnja rasti	-1,0%	153,95	126,69	124,02	105,49	88,54
stopnja rasti	0,0%	181,62	146,68	143,33	120,47	100,08
stopnja rasti	1,0%	220,35	173,32	168,96	139,73	114,52
stopnja rasti	2,0%	278,46	210,63	204,61	165,40	133,08

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 44: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Telekom Slovenije d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Čisti dobiček na delnico (EPS)	10,68	7,11	5,43	5,33	0,19	4,88	4,93	4,98	5,02	5,04	
Dividenda na delnico (DPS)	5,00	5,00	6,30	4,50	0,00	3,87	4,08	4,30	4,53	4,78	
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	107,87	108,59	105,08	95,87	90,83	91,83	92,68	93,36	93,85	94,11	
Donos na lastniški kapital (ROE)	10,00%	6,59%	5,00%	5,07%	0,20%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%
WACC						7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	
Preostali dobiček RE						-1,58	-1,60	-1,61	-1,63	-1,63	
Sedanja vrednost PV(RE)						-1,48	-1,39	-1,31	-1,24	-1,16	
Seštevek PV(RE)											-6,58
Končna vrednost (TV)											g= 0,00%
Sedanja vrednost PV(TV)											-16,29
Ocenjena vrednost delnice											67,95
Cena delnice											44,00
Napovedna napaka v %											54,44%

	WACC					
	6,00%	7,00%	7,11%	8,00%	9,00%	
67,95						
-2,0%	79,57	72,46	71,78	67,28	63,48	
-1,0%	78,74	70,84	70,11	65,27	61,29	
0,0%	77,63	68,76	67,95	62,75	58,61	
1,0%	76,07	65,98	65,10	59,51	55,26	
2,0%	73,74	62,10	61,13	55,19	50,95	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 45: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Telekom Slovenije d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	0,19	4,88	4,93	4,98	5,02	5,04
Dividenda na delnico (DPS)	0	3,87	4,08	4,30	4,53	4,78
WACC	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%
Reinvestirane dividende		0,00	0,28	0,29	0,31	0,32
Dobiček z upoštevanjem dividend		4,88	5,21	5,27	5,32	5,36
Normalni dobiček		0,20	5,23	5,28	5,33	5,37
Preostali dobiček AEG		4,68	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01
Sedanja vrednost (PV) AEG		4,37	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01
Seštevek PV (AEG)	4,33					
Končna vrednost (TV)	-0,12	g= 0,00%				
Sedanja vrednost PV(TV)	-0,08					
Dobiček za kapitalizacijo	4,43					
Ocenjena vrednost delnice	62,26					
Cena delnice	44,00					
Napovedna napaka v %	41,50					

		WACC				
		6,00%	7,00%	7,11%	8,00%	9,00%
stopnja rasti	62,26					
	-2,0%	62,49	62,53	62,54	62,58	62,62
	-1,0%	62,36	62,41	62,42	62,46	62,51
	0,0%	62,19	62,26	62,26	62,31	62,37
	1,0%	61,98	62,05	62,06	62,11	62,18
	2,0%	61,67	61,76	61,77	61,84	61,91

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 46: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Telekom Slovenije d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	1321,57	1367,42	1351,99	1232,72	1232,86	
Denar in kratkoročne investicije	13,96	43,33	106,99	10,77	13,90	
Obveznosti skupaj	619,84	661,56	671,13	613,09	641,98	
Kratkoročni dolg	383,94	308,71	119,58	24,10	41,25	
Dolgoročni dolg	7,04	100,02	268,83	310,34	374,89	
NOA	1078,75	1071,26	962,29	943,29	993,11	
Prihodki	728,28	701,75	716,17	715,05	675,42	
NOA/Prihodki	148,12%	152,66%	134,37%	131,92%	147,04%	142,82%
Sredstva za prodajo	0,00	0,00	0,75	0,53	0,50	
NFO	377,02	365,40	280,68	323,14	401,74	

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	675,42	660,54	645,99	631,77	617,85	604,25
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	30,964	33,48	32,74	32,02	31,31	30,62
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	993,11	943,39	922,61	902,29	882,42	862,99
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		3,37%	3,47%	3,47%	3,47%	3,47%
Diskontna stopnja (WACC)	7,11%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		-37,17	-34,37	-33,61	-32,87	-32,15
Sedanja vrednost (PV) ReOI		-34,70	-29,96	-27,35	-24,97	-22,80
Seštevek PV (ReOI)	-139,78					
Končna vrednost (TV)	-451,92		g=	0,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	-320,51					
Vrednost iz poslovanja	532,83					
Neto finančne obveznosti (NFO)	401,74					
Vrednost lastniškega kapitala	131,09					
Št. Delnic	6,54					
Ocenjena vrednost delnice	20,06					
Cena delnice	44,00					
Napovedna napaka v %	-54,41					

		WACC					
		20,06	6,00%	7,00%	7,11%	8,00%	9,00%
stopnja rasti	-2,0%	43,89	32,70	31,59	23,74	16,40	
	-1,0%	39,06	27,65	26,53	18,75	11,59	
	0,0%	32,61	21,16	20,06	12,50	5,72	
	1,0%	23,60	12,50	11,47	4,48	-1,63	
	2,0%	10,07	0,38	-0,49	-6,23	-11,07	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 47: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Luka Koper d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %
Tržna kapitalizacija	316,4	77,28
Kratkoročna zadolženost	11,0	2,69
Dolgoročna zadolženost	82,0	20,03
Prednostni lastniški kapital	0,0	0,00
Skupaj	409,4	100,00
Dolg/lastniški kapital (D/E)	0,29	Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta		
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	0,96	Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	20,08%	Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	0,90	Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,56	β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	0,29	
Beta z zadolženostjo podjetja	0,69	$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%	
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%	
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%	Damodaran
Pribitek za nelikvidnost (IRP)	4,00%	
Strošek lastniškega kapitala	12,35%	$R_f + MRP * \text{Beta z zadolženostjo podjetja} + CRP + IRP$
Obrestni strošek	0,59	
Celotna zadolženost	93	Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,01	Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,01	Strošek dolga / (1 - T)
WACC	9,66%	Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 49: FCF model – 1. del (Podjetje Luka Koper d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Prihodki	184,27	199,54	211,44	226,31	228,68	244,67	261,78	280,08	299,67	320,62	
Rast prihodkov (%)	12,64	8,29	5,96	7,03	1,05	6,99	6,99	6,99	6,99	6,99	6,99
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	44,22	50,94	55,97	58,73	43,81	59,26	63,41	67,84	72,58	77,66	
EBIT/Prihodki	23,99%	25,53%	26,47%	25,95%	19,16%	24,22%	24,22%	24,22%	24,22%	24,22%	24,22%
Davčna stopnja T	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%
EBIT*(1-T) oz. NOPAT	35,34	40,71	44,73	46,94	35,01	47,36	50,67	54,22	58,01	62,06	
V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Terjatve do kupcev	28,32	28,57	35,80	39,01	37,15	39,20	41,94	44,87	48,01	51,36	
Terjatve do kupcev/Prihodki	15,37%	14,32%	16,93%	17,24%	16,25%						16,02%
Zaloge	0,81	0,81	1,04	1,32	1,42	1,24	1,33	1,43	1,52	1,63	
Zaloge/Prihodki	0,44%	0,41%	0,49%	0,58%	0,62%						0,51%
Ostala ne-denarna kratkoročna sredstva	3,70	3,98	7,10	6,25	10,45	7,19	7,69	8,23	8,81	9,42	
Ne-denarna sredstva/Prihodki	2,01%	2,00%	3,36%	2,76%	4,57%						2,94%
Obveznosti do dobaviteljev	15,91	14,91	17,47	17,64	23,02	20,66	22,11	23,65	25,31	27,08	
Obveznosti do dobaviteljev/Prihodki	8,63%	7,47%	8,26%	7,79%	10,07%						8,44%
Ostale ne-denarne kratkoročne obveznosti	12,75	12,46	5,18	1,78	3,67	8,81	9,42	10,08	10,79	11,54	
Ne-denarne obveznosti/Prihodki	6,92%	6,24%	2,45%	0,79%	1,60%						3,60%
Ne-denarni neto obratni kapital (NWC)	4,18	6,01	21,28	27,16	22,34	18,16	19,43	20,79	22,24	23,80	
ΔNWC		-1,83	-15,27	-5,88	4,82	4,18	-1,27	-1,36	-1,45	-1,56	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 51: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Luka Koper d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	2,80	3,00	3,20	3,42	3,66	3,91
Dividenda na delnico (DPS)	0,00	0,92	0,99	1,06	1,13	1,21
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	29,92	31,99	34,20	36,57	39,10	41,80
Donos na lastniški kapital (ROE)		10,01%	10,01%	10,01%	10,00%	10,00%
WACC		9,66%	9,66%	9,66%	9,66%	9,66%
Preostali dobiček RE		0,11	0,11	0,12	0,13	0,13
Sedanja vrednost PV(RE)		0,10	0,09	0,09	0,09	0,08
Seštevek PV(RE)	0,45					
Končna vrednost (TV)	1,38		g=	0,00%		
Sedanja vrednost PV(TV)	0,87					
Ocenjena vrednost delnice	31,24					
Cena delnice	19,40					
Napovedna napaka v %	61,03					

		WACC					
		31,24	8,00%	9,00%	9,66%	10,00%	11,00%
stopnja rasti	-2,0%	36,03	32,80	31,08	30,28	28,30	
	-1,0%	36,67	33,05	31,15	30,28	28,14	
	0,0%	37,46	33,36	31,24	30,28	27,94	
	1,0%	38,49	33,74	31,35	30,28	27,71	
	2,0%	39,86	34,24	31,49	30,28	27,42	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 52: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Luka Koper d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	2,80	3,00	3,20	3,42	3,66	3,91
Dividenda na delnico (DPS)	0	0,92	0,99	1,06	1,13	1,21
WACC	9,66%	9,66%	9,66%	9,66%	9,66%	9,66%
Reinvestirane dividende		0,00	0,09	0,10	0,10	0,11
Dobiček z upoštevanjem dividend		3,00	3,29	3,52	3,76	4,02
Normalni dobiček		3,07	3,29	3,51	3,75	4,01
Preostali dobiček AEG		-0,08	0,01	0,01	0,01	0,01
Sedanja vrednost (PV) AEG		-0,07	0,00	0,00	0,00	0,00
Seštevek PV (AEG)		-0,05				
Končna vrednost (TV)	0,07	g= 0,00%				
Sedanja vrednost PV(TV)	0,05					
Dobiček za kapitalizacijo	2,80					
Ocenjena vrednost delnice	28,98					
Cena delnice	19,40					
Napovedna napaka v %	49,36					

		WACC					
		28,98	8,00%	9,00%	9,66%	10,00%	11,00%
stopnja rasti	-2,0%	28,92	28,90	28,88	28,88	28,86	
	-1,0%	28,96	28,94	28,93	28,92	28,90	
	0,0%	29,02	28,99	28,98	28,97	28,94	
	1,0%	29,09	29,06	29,04	29,03	29,00	
	2,0%	29,17	29,14	29,12	29,11	29,08	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 53: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Luka Koper d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	466,99	489,99	536,48	572,24	597,41	
Denar in kratkoročne investicije	12,61	5,83	32,37	79,58	73,03	
Obveznosti skupaj	160,70	158,01	186,10	178,36	178,32	
Kratkoročni dolg	10,87	12,01	16,33	13,83	11,03	
Dolgoročni dolg	100,99	98,32	100,68	77,43	81,97	
NOA	405,55	436,49	435,02	405,56	439,06	
Prihodki	184,27	199,54	211,44	226,31	228,68	
NOA/Prihodki	220,08%	218,74%	205,74%	179,21%	192,00%	203,15%
Sredstva za prodajo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
NFO	99,26	104,51	84,64	11,68	19,97	

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	228,68	244,67	261,78	280,08	299,67	320,62
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	43,81	59,26	63,41	67,84	72,58	77,66
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	439,06	497,05	531,81	569,00	608,79	651,36
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		13,50%	12,76%	12,76%	12,76%	12,76%
Diskontna stopnja (WACC)	9,66%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		16,86	15,40	16,48	17,63	18,86
Sedanja vrednost (PV) ReOI		15,37	12,81	12,50	12,19	11,90
Seštevek PV (ReOI)	64,76					
Končna vrednost (TV)	195,30		g=	0,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	123,17					
Vrednost iz poslovanja	627,00					
Neto finančne obveznosti (NFO)	19,97					
Vrednost lastniškega kapitala	607,02					
Št. Delnic	14,00					
Ocenjena vrednost delnice	43,36					
Cena delnice	19,40					
Napovedna napaka v %	123,50					

		WACC					
		43,36	8,00%	9,00%	9,66%	10,00%	11,00%
stopnja rasti	-2,0%	51,04	45,05	41,70	40,11	35,97	
	-1,0%	52,73	46,11	42,45	40,73	36,30	
	0,0%	54,84	47,39	43,36	41,48	36,68	
	1,0%	57,55	49,00	44,47	42,39	37,14	
	2,0%	61,17	51,07	45,88	43,53	37,69	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 54: Izračun diskontne stopnje WACC za podjetje Intereuropa d. d.

Kapitalska struktura	V mio EUR	Delež v %
Tržna kapitalizacija	24,0	28,19
Kratkoročna zadolženost	58,5	68,64
Dolgoročna zadolženost	2,7	3,17
Prednostni lastniški kapital	0,0	0,00
Skupaj	85,3	100,00
Dolg/lastniški kapital (D/E)	2,55	Celotna zadolženost / (tržna kapitalizacija + prednostni lastniški kapital)
Koeficient beta		
Beta z zadolženostjo (β_L) - primerljiva	0,96	Damodaran
Davčna stopnja (T) - primerljiva	20,08%	Damodaran
Dolg/lastniški kapital (D/E) - primerljiv	0,90	Damodaran
Beta brez zadolženja (β_U)	0,56	β_L primerljiva / (1 + (1 - T) * D/E primerljiv)
Dolg/lastniški kapital (D/E) podjetja	2,55	
Beta z zadolženostjo podjetja	1,69	$\beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$ podjetja)
Netvegana stopnja donosa (R_f)	0,62%	
Premija za tržno tveganje (MRP)	6,97%	
Premija za državno tveganje (CRP)	2,92%	Damodaran
Pribitek za nelikvidnost (IRP)	4,00%	
Strošek lastniškega kapitala	19,31%	$R_f + MRP * \text{Beta z zadolženostjo podjetja} + CRP + IRP$
Obrestni strošek	1,40	
Celotna zadolženost	61,24	Kratkoročna + dolgoročna zadolženost
Strošek dolga	0,02	Obrestni strošek / celotna zadolženost
Strošek dolga po davkih	0,02	Strošek dolga / (1 - T)
WACC	6,76%	Formula v poglavju 2.1

Vir: Bloomberg terminal (2020); Damodaran Online (2020a); French (2020); lastno delo (2020).

Priloga 55: FCFF model – 1. del (Podjetje Intereuropa d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Prihodki	134,61	135,60	149,89	160,38	160,35	164,80	169,38	174,08	178,91	183,88	
Rast prihodkov (%)	-4,37	0,73	10,54	7,00	-0,02	2,78	2,78	2,78	2,78	2,78	2,78
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	4,07	6,98	7,35	5,72	6,31	6,78	6,97	7,16	7,36	7,57	
EBIT/Prihodki	3,02%	5,15%	4,90%	3,57%	3,94%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%
Davčna stopnja T	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%	20,08%
EBIT*(1-T) oz. NOPAT	3,25	5,58	5,87	4,57	5,04	5,42	5,57	5,73	5,88	6,05	
V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Terjatve do kupcev	28,17	26,62	31,65	30,93	29,55	32,76	33,67	34,60	35,56	36,55	
Terjatve do kupcev/Prihodki	20,93%	19,63%	21,11%	19,28%	18,43%						19,88%
Zaloge	0,14	0,13	0,12	0,07	0,09	0,13	0,13	0,13	0,14	0,14	
Zaloge/Prihodki	0,10%	0,10%	0,08%	0,04%	0,06%						0,08%
Ostala ne-denarna kratkoročna sredstva	9,84	5,07	6,02	8,61	6,15	8,00	8,22	8,45	8,68	8,92	
Ne-denarna sredstva/Prihodki	7,31%	3,74%	4,02%	5,37%	3,83%						4,85%
Obveznosti do dobaviteljev	22,16	18,05	21,00	20,54	19,26	22,61	23,24	23,89	24,55	25,23	
Obveznosti do dobaviteljev/Prihodki	16,46%	13,31%	14,01%	12,81%	12,01%						13,72%
Ostale ne-denarne kratkoročne obveznosti	4,48	5,29	0,36	1,98	0,58	2,99	3,07	3,16	3,24	3,33	
Ne-denarne obveznosti/Prihodki	3,33%	3,90%	0,24%	1,23%	0,36%						1,81%
Ne-denarni neto obratni kapital (NWC)	11,50	8,49	16,43	17,09	15,95	15,28	15,71	16,14	16,59	17,05	
ΔNWC	3,01	-7,94	-0,66	1,14	0,66	-0,42	-0,44	-0,44	-0,45	-0,46	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 56: FCFF model – 2. del (Podjetje Intereuropa d. d.)

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2015-2019)
Investicije (CAPEX)	-3,61	-3,65	-2,46	-4,68	-3,33	-3,54	-3,54	-3,54	-3,54	-3,54	-3,54
V milijon EUR											
Amortizacija (D&A)											
Rast D&A (%)			6,35	6,07	5,99	5,81	5,64	5,47	5,31	5,16	-2,93
				-4,5	-1,3						
V milijon EUR											
Prosti denarni tok podjetja (FCFF)	8,84	8,35	7,24	7,22	7,21	7,20					
Sedanja vrednost (PV) FCFF		7,82	6,35	5,93	5,55	5,19					
Seštevek PV	30,85										
Sedanja vrednost končne vrednosti	76,87										
Vrednost podjetja	107,72										
Denar in kratkoročne investicije	6,28										
Celotna zadolženost	61,24										
Vrednost lastniškega kapitala	52,76										
Št. izdanih delnic	16,83										
Ocenjena vrednost delnice	3,13										
Cena delnice	1,40										
Napovedna napaka v %	123,91										

	3,13	5,00%	6,00%	6,76%	7,00%	8,00%
stopnja rasti	-2,0%	3,35	2,52	2,02	1,88	1,36
	-1,0%	4,19	3,13	2,51	2,33	1,71
	0,0%	5,36	3,93	3,13	2,91	2,15
	1,0%	7,12	5,06	3,98	3,69	2,71
	2,0%	10,06	6,76	5,18	4,78	3,46

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 57: RE model in analiza občutljivosti – podjetje Intereuropa d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Povprečje (2016-2019)
Čisti dobiček na delnico (EPS)	0,00	-0,14	0,28	0,23	0,17	0,14	0,15	0,15	0,15	0,15	0,16
Dividenda na delnico (DPS)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Knjigovodska vrednost na delnico (BPS)	8,22	6,88	6,50	6,70	6,82	6,97	7,11	7,27	7,42	7,58	
Donos na lastniški kapital (ROE)		-1,73%	4,00%	3,59%	2,59%	2,11%	2,11%	2,11%	2,11%	2,11%	2,11%
WACC					6,76%	6,76%	6,76%	6,76%	6,76%	6,76%	6,76%
Preostali dobiček RE					-0,32	-0,32	-0,32	-0,33	-0,34	-0,34	
Sedanja vrednost PV(RE)					-0,30	-0,28	-0,27	-0,26	-0,25	-0,25	
Seštevek PV(RE)					-1,36						
Končna vrednost (TV)					-5,10						
Sedanja vrednost PV(TV)					-3,68						
Ocenjena vrednost delnice					1,79						
Cena delnice					1,40						
Napovedna napaka v %					27,52						
											g= 0,00%

	1,79	5,00%	6,00%	6,76%	7,00%	8,00%
stopnja rasti	-2,0%	3,19	2,86	2,68	2,64	2,50
	-1,0%	2,77	2,45	2,29	2,25	2,14
	0,0%	2,19	1,90	1,79	1,76	1,70
	1,0%	1,31	1,14	1,10	1,10	1,12
	2,0%	-0,16	0,00	0,13	0,18	0,36

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 58: AEG model in analiza občutljivosti – podjetje Intereuropa d. d.

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Čisti dobiček na delnico (EPS)	0,17	0,14	0,15	0,15	0,15	0,16
Dividenda na delnico (DPS)	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WACC	6,76%	6,76%	6,76%	6,76%	6,76%	6,76%
Reinvestirane dividende		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dobiček z upoštevanjem dividend		0,14	0,15	0,15	0,15	0,16
Normalni dobiček		0,19	0,15	0,16	0,16	0,16
Preostali dobiček AEG		-0,04	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Sedanja vrednost (PV) AEG		-0,04	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Seštevek PV (AEG)	-0,06					
Končna vrednost (TV)	-0,11	g= 0,00%				
Sedanja vrednost PV(TV)	-0,08					
Dobiček za kapitalizacijo	0,04					
Ocenjena vrednost delnice	0,55					
Cena delnice	1,40					
Napovedna napaka v %	-60,96					

		WACC					
		0,55	5,00%	6,00%	6,76%	7,00%	8,00%
stopnja rasti	-2,0%	0,74	0,79	0,82	0,83	0,87	
	-1,0%	0,61	0,66	0,70	0,71	0,76	
	0,0%	0,44	0,50	0,55	0,56	0,61	
	1,0%	0,22	0,29	0,34	0,35	0,42	
	2,0%	-0,11	-0,02	0,04	0,06	0,14	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).

Priloga 59: ReOI model in analiza občutljivosti – podjetje Intereuropa d. d.

V milijon EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Povprečje
Sredstva skupaj	291,89	242,10	229,67	232,93	223,35	
Denar in kratkoročne investicije	11,11	5,29	3,62	9,58	6,28	
Obveznosti skupaj	144,76	117,76	112,62	112,70	100,99	
Kratkoročni dolg	5,23	5,36	4,49	70,14	58,54	
Dolgoročni dolg	92,50	74,74	67,00	0,51	2,72	
NOA	233,76	199,14	184,91	181,30	177,34	
Prihodki	134,61	135,60	149,89	160,38	160,35	
NOA/Prihodki	173,65%	146,86%	123,37%	113,04%	110,59%	133,50%
Sredstva za prodajo	0,00	0,00	0,27	4,72	2,70	
NFO	86,62	74,80	67,59	56,35	52,28	

V milijon EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodki	160,35	164,80	169,38	174,08	178,91	183,88
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	6,312	6,78	6,97	7,16	7,36	7,57
Neto sredstva iz poslovanja (NOA)	177,34	220,02	226,13	232,40	238,86	245,49
Donos na neto sredstva iz poslovanja (RNOA)		3,82%	3,17%	3,17%	3,17%	3,17%
Diskontna stopnja (WACC)	6,76%					
Preostali dobiček iz poslovanja (ReOI)		-5,20	-7,90	-8,12	-8,34	-8,57
Sedanja vrednost (PV) ReOI		-4,87	-6,93	-6,67	-6,42	-6,18
Seštevek PV (ReOI)	-31,07					
Končna vrednost (TV)	-126,87		g=	0,00%		
Sedanja vrednost (PV) TV	-91,49					
Vrednost iz poslovanja	54,78					
Neto finančne obveznosti (NFO)	52,28					
Vrednost lastniškega kapitala	2,50					
Št. Delnic	16,83					
Ocenjena vrednost delnice	0,15					
Cena delnice	1,40					
Napovedna napaka v %	-89,39					

		WACC					
		0,15	5,00%	6,00%	6,76%	7,00%	8,00%
stopnja rasti	-2,0%	3,62	2,28	1,47	1,25	0,44	
	-1,0%	3,11	1,71	0,90	0,67	-0,12	
	0,0%	2,40	0,95	0,15	-0,07	-0,82	
	1,0%	1,33	-0,11	-0,86	-1,06	-1,72	
	2,0%	-0,45	-1,70	-2,29	-2,44	-2,92	

Vir: Bloomberg terminal (2020); lastno delo (2020).