

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE ZAVAROVALNICE TRIGLAV

Ljubljana, september 2009

MIHA JENKO

## **IZJAVA**

Študent **Miha Jenko** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom profesorja **dr. Vlada Dimovskega**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 15. 9. 2009

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

# KAZALO

UVOD.....	1
1. OPREDELITEV NAMENA IN METODE PRI VREDNOTENJU PODJETJA .....	2
2. METODE VREDNOTENJA PODJETJA.....	5
2.1. NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV.....	5
2.2. NA SREDSTVIH ZASNOVAN NAČIN.....	7
2.3. NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN .....	8
2.3.1. MODEL DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV (DCF).....	8
2.3.1.1. Prosti denarni tok.....	9
2.3.1.2. Donosnost vloženega kapitala .....	10
2.3.1.3. Diskontna stopnja .....	10
2.3.2. MODEL EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI (EVA) .....	14
2.3.3. MODEL DENARNEGA TOKA IZ NALOŽB (CFROI) .....	15
3. POSEBNOSTI VREDNOTENJA ZAVAROVALNIC.....	17
3.1. DOLG IN KAPITAL.....	18
3.2. REGULATIVNI NADZOR .....	19
3.3. REINVESTIRANJE .....	20
4. PRIMER VREDNOTENJA: ZAVAROVALNICA TRIGLAV.....	20
4.1. MAKROOKOLJE IN ZAVAROVALNIŠKI TRGI.....	23
4.1.1. Slovenija.....	23
4.1.2. Hrvaška.....	25
4.1.3. Bosna in Hercegovina.....	26
4.1.4. Češka .....	26
4.1.5. Črna gora .....	27
4.1.6. Srbija.....	28

4.1.7.	Makedonija .....	29
4.1.8.	Slovaška .....	29
4.2.	FINANČNI REZULTATI SKUPINE TRIGLAV .....	30
5.	VREDNOTENJE ZAVAROVALNICE TRIGLAV Z METODO DCF .....	32
5.1.	NAPOVED POSLOVANJA .....	32
5.1.1.	Pesimistična napoved .....	34
5.1.2.	Optimistična napoved .....	35
5.2.	STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA .....	36
5.3.	DISKONTIRANI DENARNI TOKOVI .....	37
5.4.	PREOSTALA VREDNOST .....	38
6.	OCENA VREDNOSTI .....	39
	SKLEP .....	41
	LITERATURA IN VIRI .....	43

## KAZALO TABEL

Tabela 1:	Postopek uporabe multiplikatorjev primerljivih podjetij .....	6
Tabela 2:	Članice skupine Triglav po posameznih državah .....	21
Tabela 3:	Lastniška sestava največjih delničarjev na dan 31.3.2009 .....	22
Tabela 4:	Premija na prebivalca in zavarovalna penetracija po različnih državah .....	24
Tabela 5:	Izkaz uspeha za leta 2006, 2007, 2008 .....	33
Tabela 6:	Pesimistična napoved za leta 2009-2013 .....	34
Tabela 7:	Optimistična napoved za leta 2009-2013 .....	35
Tabela 8:	Diskontirani denarni tokovi za leta 2009-2013 .....	37
Tabela 9:	Denarni tokovi za leta 2009-2013 .....	38

Tabela 10: Ocena vrednosti Zavarovalnice Triglav, pesimistična ocena.....	39
Tabela 11: Ocena vrednosti Zavarovalnice Triglav, optimistična ocena.....	39

# UVOD

Vsak prodajalec želi prodati po čim višji ceni in vsak kupec želi kupiti po najnižji ceni. Prodajalec lažje postavi prodajno ceno, saj je lastnik in točno ve, po kakšni ceni je nekaj kupil ali pa ustvaril. Kupec pa lahko le ocenjuje ali je ta cena poštena. Da bi se v ekonomskem svetu izognili le subjektivnim ocenam vrednosti, so različni avtorji skozi prejšnje stoletje razvijali metode, ki bi nam olajšale ocenjevanje vrednosti.

Skozi te metode dobimo neko oceno vrednosti, ki pa zaradi predvidevanja, sprememb v okolju in nepopolnih informacij v večini primerov odstopa od vrednosti, ki se skozi čas pokaže za pravilno. Skoraj vse metode temeljijo na diskontiranih prihodnjih denarnih tokovih podjetja, zato je pomembno, da izberemo tisto metodo, ki nam bo dala uporabne informacije za naše odločitve s čim večjo gotovostjo in s čim nižjimi stroški. Pri izbiri metode so ključnega pomena čas, namen in razpoložljivost informacij ter navsezadnje tudi zahtevnost metode. Pridobljene ocene nam nudijo orientacijo pri kupovanju delnic za osebni portfelj ali pa pri prevzemih celotnih podjetij. Te informacije zanimajo vlagatelje, sama podjetja in zaposlene ter banke, ki na podlagi teh ocen izvajajo naložbeno politiko ali jemljejo vrednostne papirje, kot zavarovanje za odobrene kredite.

V preteklem letu smo bili priča naglemu padanju cen delnic tako na svetovnem kot tudi na slovenskem trgu, zato me je zanimalo, v kolikšni meri na padec cen delnic vplivajo relevantne, finančne informacije in v kolikšni meri »splošno počutje« na finančnih trgih ter druge informacije. Ocenjevanje vrednosti podjetja je za slovenski trg še toliko bolj pomembno, saj največkrat cena na borzi ne odraža pošteno vrednosti delnice, predvsem zaradi slabe likvidnosti slovenskega trga z vrednostnimi papirji.

Dostopnost informacij je veliko večja pri podjetjih, ki kotirajo na borzi, zato sem se odločil, da bo moje diplomsko delo temeljilo na oceni vrednosti Zavarovalnice Triglav, ki je hkrati tudi največja slovenska zavarovalnica.

Diplomsko delo bom razdelil na dva dela. V prvem bo opisal različne metode vrednotenja, njihovo zahtevnost in uporabnost v mojem primeru. Opisal bom tudi Zavarovalnico Triglav, njeno finančno uspešnost ter njene apetite po širitvi, ki so pomembni pri ocenjevanju rastočih podjetij. V drugem delu se bom osredotočil na metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF), ki je po mojem mnenju najbolj nazorna in metodološko primerna, ter poskušal z razpoložljivimi podatki izračunati oceno vrednosti podjetja, ter podati prikaz metodologije samega ocenjevanja vrednosti podjetja.

Namen diplomske naloge je podati čim bolj nazoren prikaz vrednotenja podjetja, ki kotira na borzi in na koncu izračunati okvirno oceno pošteno vrednosti delnice in s tem tudi oceniti vrednost delniške družbe.

# 1. OPREDELITEV NAMENA IN METODE PRI VREDNOTENJU PODJETJA

Vrednotenje predstavlja ključno vlogo na področju financ, tako v korporativnih financah, pri prevzemih in združevanjih ter pri individualnem investiranju in razpršitvi naložb. Na učinkovitih trgih je vrednotenje uporabno orodje za razlago spreminjanja cene, saj naj bi v skladu s teorijo trg pravilno ocenil vrednost podjetja. Vsako odstopanje med tržno in pravo vrednostjo pa naj bi bilo zgolj kratkoročnega značaja (Damodaran, 2002, str. 47).

Vrednost za investitorja je neka individualna ali specifična vrednost dobrin ali storitev za investitorja, ki mu pomeni ceno, ki jo je še pripravljen plačati. V praksi se to pokaže, ko gre za strateškega investitorja, ki išče nove proizvodne kapacitete; lahko gre za investitorja, ki bi podjetje kupil in ga nato zaprl ali prodal po delih naprej; lahko gre za investitorja, ki kupi propadlo podjetje in ga nato skuša s pomočjo svojega podjetniškega znanja oživiti; lahko gre za investitorja, ki bo kupil podjetje in ga nato zaradi pričakovanih sinergijskih učinkov priključil k svojemu podjetju. Ko ugotavljamo vrednost za investitorja, moramo nujno poznati namen investitorja in temu prilagoditi oceno vrednosti, ki bo kasneje zadovoljila vsa pričakovanja investitorja.

V praksi vrednotenja so se razvile različne vrste vrednosti, odvisno od vrste subjektov in od vrste transakcij. Te so lahko (Škof, 1994, str. 30):

- poštena tržna vrednost (*fair market value*),
- notranja vrednost (*intrinsic value*),
- vrednost za investitorja (*investment value*),
- poštena vrednost (*fair value*),
- knjižna vrednost (*book value*),
- likvidacijska vrednost (*liquidation value*),
- hipotetična vrednost (*hypotetical value*),
- zavarovalna vrednost (*insurable value*),
- hipotečna vrednost (*mortgage value*).

Naštete koncepte vrednosti bi lahko uvrstili med štiri temeljne vrste vrednosti. To so poštena tržna vrednost, notranja vrednost, vrednost za investitorja in poštena vrednost. Vse druge oblike vrednosti so le določena oblika prvih štirih oblik vrednosti. To pomeni, da je treba pred vrednotenjem podjetja natančno določiti, kakšno obliko vrednosti želimo sploh analizirati (Škof, 1994, str. 31).

Z modernejšimi finančnimi metodami poskušamo ugotoviti vrednost podjetja, ki posluje v neskončnost (*going concern value*). Pri teh finančnih metodah je v ospredju denarni tok, ki

ga ustvari podjetje, temeljni cilj poslovanja, ki ga zasleduje podjetje, pa mora biti povečanje vrednosti podjetja za lastnike. Takšna opredelitev cilja poslovanja pa je skupaj s Fisherjevim konceptom NPV (neto present value) omogočila izdelavo modelov vpliva poslovnih odločitev na vrednost podjetja oziroma na vrednost za lastnika. Moderne finančne metode predpostavljajo, da investitorje zanimata zgolj dve stvari: denarni tok, ki ga bo podjetje generiralo ter tveganje tega denarnega toka (Ehrbar, 1998, str. 123).

Vrednost podjetja je določena z diskontiranimi pričakovanimi denarnimi tokovi v podjetje, ustvarja pa se samo tedaj, ko so donosi na investiran kapital večji, kot so bili stroški pridobivanja kapitala. Spoznanje, kako trg kapitala vrednoti podjetje, je samo prvi korak k povečevanju vrednosti podjetja in vrednosti za lastnika. Bistvena korist sodobnih finančnih konceptov je, da omogočajo vodenje podjetja tako, da se njegova vrednost povečuje in nadomešča tradicionalno računovodsko presojanje uspešnosti poslovanja podjetja.

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

V slovenskem prostoru so se s prehodom v tržno gospodarstvo izoblikovale možnosti in potrebe za uporabo sodobnih konceptov merjenja uspešnosti poslovanja podjetij. Glede na posebnosti posttranzicijskega obdobja (neustrezna lastniška struktura podjetij, razmere 'employeeisma' v naših podjetjih, neučinkoviti trg kapitala...) pa se poraja vprašanje njihove uporabnosti oziroma primernosti za naša podjetja. Kljub temu nekatera večja slovenska podjetja že nekaj časa ugotavljajo, kakšen donos pričakujejo investitorji, in razmišljajo o merjenju uspešnosti poslovanja z ekonomskimi kategorijami. Precejšnjo težavo pri tem predstavlja določitev stroškov kapitala v razmerah nerazvitega trga kapitala. To je tudi eden od vzrokov, da naša podjetja zaostajajo pri celovitem uvajanju konceptov vrednosti na vseh ravneh odločanja v podjetju, tako strateškem kot operativnem (Bratkovič, 2007, str. 19).

Namenov vrednotenja je veliko in se med seboj razlikujejo glede na različne potrebe. Tako lahko vrednotenje služi za nakup ali prodajo podjetja, zavarovanje premoženja, najem kredita, zavarovanje kredita, združevanje podjetij, določanje partnerskih deležev, izdaje delnic, vstop delnic na borzo, denacionalizacije, zamenjave delnic, MBO (management buy out), likvidacija podjetja, stečaj podjetja, presoja stanja podjetja, privatizacija podjetja, dokapitalizacija, itd. (Škof, 1994, str. 34).



V našem primeru nas bo zanimala vrednost podjetja, ki kotira na borzi oz. analiza vrednosti njegove delnice. V primeru, da podjetje ni na borzi, se moramo posluževati drugih metod, predvsem metod zasnovanih na tržnih primerjavah in metod zasnovanih na sredstvih podjetja.

V primeru, da je notranja vrednost podjetja prava vrednost podjetja, potem lahko pričakujemo, da je le-ta enaka tržni vrednosti. »Za učinkovit trg kapitala velja, da so v trenutni ceni vrednostnega papirja vsebovane vse trenutno razpoložljive informacije. Iz tega sledi, da so spremembe cen vrednostnih papirjev izključno posledica novih informacij, ki pa jih ni mogoče izluščiti iz prejšnjih informacij. Zato so nove informacije neodvisne od prejšnjih in tudi spremembe cen posameznih vrednostnih papirjev neodvisne od njihovih prejšnjih sprememb« (Mramor, 2000, str. 109).

V stvarnosti temu praviloma ni tako. Glavni razlog je v učinkovitosti oz. neučinkovitosti kapitalskih trgov. Ker za večino trgov ne moremo reči, da so učinkoviti, tržne vrednosti odstopajo od prave oz. notranje vrednosti. Nerazvitost kapitalskega trga se še dodatno kaže v njegovi slabi likvidnosti in nizki tržni kapitalizaciji kotirajočih podjetij. Poleg tega pa na ceno vplivajo še drugi dejavniki, kot so npr. psihološki dejavniki. Vse te značilnosti ima tudi slovenski kapitalski trg. Še vedno pa ostaja v majhnem gospodarstvu kot je slovensko prisoten problem trgovanja na podlagi notranjih informacij.

V svetu imamo obilo metod za ocenjevanje vrednosti podjetij, pa skoraj nobena ni absolutno pravilna, saj različne metode privedejo do različnih rezultatov. Temu v prid priča tudi dejstvo, da nimajo vsi subjekti, ki se ukvarjajo z vrednotenjem, enakih informacij. Analitiki v veliki večini uporabljajo javno dostopne informacije, ki so včasih pomanjkljive ali premalo natančne. Na drugi strani imajo vodstva podjetij bistveno boljše informacije, kar omogoča realnejšo oceno vrednosti podjetja. Drugi razlog za odstopanja notranje vrednosti od tržne pa je lahko v samem delovanju trgov (Rader, 2002, str. 21).

Ko govorimo o namenu vrednotenja podjetij, ne moremo mimo cilja poslovanja. Najpogostejši so:

- maksimiranje prodaje oziroma tržnega deleža
- maksimiranje dobička (delež dobička v prihodkih od prodaje)
- maksimiranje donosnosti kapitala (ROE)
- dolgoročno preživetje podjetja (npr. doseganje zadovoljive oziroma stabilne ravni dobičkov, čim boljša boniteta v bankah, ...).

Podjetje, pri sledenju svojemu cilju, ustrezno kombinira tako donosnost kot tudi tveganje svojih naložb. Pri delniških družbah je tako najbolj pomembno, da zagotavljajo maksimalno korist za svojega delničarja.

## 2. METODE VREDNOTENJA PODJETJA

V praksi, glede na namen vrednotenja, izberemo ustrezno metodo. Pri vseh metodah vrednotenja je treba paziti na omejitve, s katerimi se srečujejo finančni analitiki pri ocenjevanju vrednosti podjetij, tu mislim predvsem na razpoložljivost podatkov. Stanje se v zadnjem obdobju opazno izboljšuje, kar lahko pripišemo razvoju informacijske tehnologije, razmahu interneta ter višji poslovni kulturi podjetij. V okviru slednje podjetja zagotavljajo pravočasne in točne informacije, ki se nanašajo na samo poslovanje in delovanje podjetij.

V okviru aktivnega investiranja lahko sredstva vrednotimo na tri načine (Damodaran, 2003, str. 189):

- ocenimo notranjo vrednost (*ang. Intrinsic Value*) podjetja s tem, da ocenimo njegovo sposobnost ustvarjanja denarnih tokov v prihodnosti,
- opravimo relativno vrednotenje sredstev v primerjavi s tržnim vrednotenjem enakih oziroma podobnih sredstev,
- opcijsko vrednotimo tiste naložbe, ki imajo značilnosti opcij.

Danes obstaja veliko metod vrednotenja podjetij in vsaka ima prednosti in slabosti, tako da je v praksi pogosta uporaba več metod hkrati. Tako celovita analiza ocene notranje vrednosti podjetja vključuje poleg finančne analize še analizo konkurenčne strukture panoge in kvalitativno analizo prednosti in slabosti podjetja v primerjavi s konkurenco. Analiza na ta način zagotavlja objektivnejšo oceno notranje vrednosti podjetja.

Ključnega pomena pri ocenjevanju vrednosti so tudi predpostavke različnih modelov, katere v praksi niso vedno uresničene. Na ta način lahko dobimo popolnoma nerealne rezultate, ki nas lahko zavedejo pri naših investicijah.

### 2.1. NAČIN TRŽNIH PRIMERJAV

Pristop k vrednotenju podjetij, temelječ na tržnih primerjavah, je zasnovan na predpostavki, da dajejo nakupi oziroma prodaje ocenjevanemu podjetju podobnih podjetij, zadovoljive informacije za vrednotenje podjetja. Najpomembnejši korak pri načinu tržnih primerjav je izbira primerljivih podjetij. Pri tem je potrebno upoštevati, da imajo primerljiva podjetja podobne značilnosti, ki so povezane s stopnjo tveganja. Na tržnih primerjavah zasnovani način ocenjevanja vrednosti zahteva od analitika iskanje primerljivih prodaj ter skrbno analizo in prilagoditve primerljivih podatkov (podatke je potrebno poiskati, analizirati, ustrezno prilagoditi ter izračunati mnogokratnike, s katerimi

se pomnoži ustrezno spremenljivko ocenjevanja vrednosti). Tako poznamo dve metodi primerjave ocenjevanega podjetja za potrebe vrednotenja:

- metodo primerljivih na borzi uvrščenih podjetij (posebej primerna za oceno vrednosti manjšinskih deležev);
- metodo primerljivih kupoprodaj podjetij (posebej primerna za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev).

*Tabela 1: Postopek uporabe multiplikatorjev primerljivih podjetij*

Standardizacija vrednosti	Cene delnic delimo z dobičkom na delnico, knjigovodsko vrednostjo na delnico ali drugimi primerljivimi računovodskimi postavkami. Tako dobimo multiplikatorje dobička, knjigovodske vrednosti in prodaje.
Primerjava vrednosti	V drugem koraku pogledamo, kdaj je nek multiplikator visok in kdaj nizek ter kakšne so vrednosti v ostalih sektorjih. Na ta način lahko ugotovimo ali je naš sektor, v katerega spada naše proučevano podjetje, precenjen ali podcenjen in kakšna je vrednost proučevanega podjetja nasproti ostalim podjetjem v panogi. Pri tem si pomagamo s povprečji in standardnim odklonom. Pri uporabi povprečij se priporoča uporaba mediane, saj na ta način izločimo ekstremne vrednosti.
Analiza multiplikatorjev	V tretjem koraku moramo multiplikatorje analizirati do te stopnje, da razumemo ne samo kateri temelji sestavljajo kazalnik, ampak tudi kako spremembe v teh temeljih vplivajo na spremembe v multiplikatorju samem. Zavedati se je treba, da je vsak kazalnik v svoji osnovi funkcija tveganja, rasti in denarnega toka podjetja. Posledično bi morala imeti podjetja z višjo rastjo, manjšim tveganjem ter višjim potencialom ustvarjanja denarnega toka višje multiplikatorje kot podjetja z nižjo rastjo, višjim tveganjem in manjšim potencialom ustvarjanja denarnega toka. Tako visok multiplikator ni nujno slabši od nizkega, če le-ta temelji naprimer na višji rasti.

»se nadaljuje«

Analiza primerljivih podjetij	V zadnjem koraku je potrebno poiskati primerljiva podjetja ter izračunati multiplikatorje teh podjetij. Na podlagi povprečij nabora multiplikatorjev lahko potem primerjamo vrednosti ali pa izračunamo vrednost delnice našega proučevanega podjetja. Pri tem pa moramo biti pazljivi na razlike med podjetji. Primerljivo podjetje naj bi imelo podobno rast, denarni tok in tveganje kot naše preučevano podjetje. V praksi pa se najpogosteje v analizah jemljejo podjetja, ki izhajajo iz istega sektorja ali pa imajo enako geografsko strukturo prodaje kot preučevano podjetje. Pri tem velja predpostavka, da imajo podjetja v isti panogi podobna tveganja, rast ter denarne tokove.
-------------------------------	--

*Vir: Damodaran, Investment Valuation, 2002, str. 450-468.*

Na podlagi podatkov pridobljenih s primerjavo, kvantificiramo ustrezne tržne mnogokratnike, ki so največkrat:

- kapital/EBITDA;
- kapital/EBIT;
- lastniški kapital/čisti dobiček;
- lastniški kapital/čisti dobiček in amortizacija.

Razlogi za najpogostejši izbor navedenih mnogokratnikov so v tem, da prvi in četrti vključujeta amortizacijo in na ta način izločata vpliv različnih amortizacijskih politik med podjetji, prvi in drugi izločata vpliv različnih stopenj zadolženosti, tretji pa upošteva različne davčne stopnje in s tem priznava višjo vrednost podjetja z nižjo davčno stopnjo. Ta način je še posebej primeren za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih okoljih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij, kar pomeni, da ta način vrednotenja podjetij za Slovenijo v največ primerih ni najbolj primeren (Bratkovič, 2007, str. 20).

## **2.2. NA SREDSTVIH ZASNOVAN NAČIN**

To je eden od splošnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij, lastniških deležev ali vrednostnih papirjev, ki uporablja metode, ki temeljijo na vrednosti sredstev očiščenih obveznosti. Ta način ocenjevanja vrednosti se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značaj holdingov, ali za podjetja, za katera je vprašljivo načelo časovne neomejenosti poslovanja in ocenjujemo obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu.

Pri na sredstvih zasnovanem načinu ocenjevanja vrednosti se predpostavlja, da je vrednost sredstva določena s stroškom reprodukcije ali nadomestitve sredstva, zmanjšanim za vrednost fizičnega, funkcionalnega ali ekonomskega zastaranja oziroma poslabšanja. Pri ocenjevanju lahko uporabimo dve različni predpostavki (Movrin, 2007, str. 3):

- predpostavka likvidacije podjetja,
- predpostavka delujočega podjetja (ang. Going concern).

Ta način vrednotenja podjetij ni poceni predvsem zaradi dejstva, da je analogen nabavno vrednostnemu načinu ocenjevanja sredstev, kar pomeni, da moramo zraven ocenjevalcev vrednosti podjetja, kateri ponavadi niso strokovnjaki za ocenjevanje vrednosti sredstev angažirati še ocenjevalce vrednosti sredstev, kot so na primer ocenjevalci vrednosti nepremičnin, strojev, opreme in drugi (Bratkovič, 2007, str. 20).

### **2.3. NA DONOSU ZASNOVAN NAČIN**

Na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti podjetja v ekonomski teoriji velja za najprimernejši način določanja vrednosti podjetja, določenega lastniškega deleža ali posameznega vrednostnega papirja.

To je način, ki temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja povezano z možnostjo nedoseganja pričakovanega donosa.

Najpopularnejši so sledeči sodobni finančni koncepti:

- model diskontiranja denarnih tokov – DCF (Discounted Cash Flow),
- model ekonomske dodane vrednosti – EVA (Economic Value Added),
- denarni tok iz naložb – CFROI (Cash Flow Return On Investments).

Ti modeli so zasnovani na donosu. Temeljijo na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti prihodnjih donosov, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost. Diskontna stopnja mora v tem primeru odražati časovno vrednost denarja in tudi mero tveganja, povezano z možnostjo nedoseganja pričakovanih donosov.

#### **2.3.1. MODEL DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV (DCF)**

Metoda diskontiranih denarnih tokov (angl. *Discount cash flow - DCF*) temelji na principu

sedanje vrednosti. Vrednost podjetja po tej metodi je odvisna od sedanje vrednosti vseh pričakovanih denarnih tokov, ki jih ustvarjajo sredstva podjetja. Pri tem je denarni tok definiran kot ves denar, ki bi lahko bil izplačan v obliki dividend, ne glede na to ali bo izplačan v obdobju, ko je nastal ali v prihodnjih obdobjih (Reilly & Brown, 2003, str. 213).

$$\text{Vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

CF = denarni tok v časovni enoti t (*Cash flow*)

n = število obdobj

r = diskontna stopnja, s katero označujemo tveganost ocenjenih denarnih tokov

### 2.3.1.1. Prosti denarni tok

Za ocenjevanje vrednosti lastniškega kapitala je v splošnem najpomembnejša donosnost podjetja. Donos predstavlja proste denarne tokove, ki so na voljo lastnikom po tem, ko se izloči tisti denarni tok, ki je na voljo za reinvestiranje v podjetju in je potreben za njegovo nadaljnjo rast in razvoj. Večina finančnih analitikov se pri ocenjevanju vrednosti podjetja osredotoča na čisti denarni tok. V teoriji namreč obstaja več definicij denarnega toka. V nadaljevanju je predstavljen čisti denarni tok za lastniški kapital in celotni kapital, kot ju opredeljuje Praznik (2004, str. 70–71):

Čisti dobiček (po davku na dobiček)

+ Nedenarni stroški (npr. amortizacija)

- Naložbe v osnovna sredstva

+ Denar, pridobljen z dezinvestiranjem

- Vlaganja v obratni kapital

+ Denar iz novo najetih posojil

- Odplačila anuitet iz najetih posojil

= Čisti denarni tok za lastniški kapital (prosti denarni tok lastniškega kapitala)

Dobiček iz poslovanja, prilagojen za davčno stopnjo na dobiček

+ Nedenarni stroški

- Naložbe v osnovna sredstva

+ Denar, pridobljen z dezinvestiranjem

- Vlaganja v obratni kapital

= Čisti denarni tok za celotni kapital (prosti denarni tok)

Za lastnike podjetja je poznavanje prostih denarnih tokov, ki so jim na razpolago, pomembno predvsem zato, da lahko razberejo, koliko dobička si lahko izplačajo in koliko dobička morajo pustiti v podjetju, da se bo lahko podjetje normalno razvijalo in poslovalo (Bratkovič, 2007, str. 24).

### 2.3.1.2. Donosnost vloženega kapitala

V procesu vrednotenja je napovedani prosti denarni tok najpomembnejši, saj določa prihodnjo vrednost podjetja. Kot je bilo opisano, je prosti denarni tok izražen kot razlika med NOPLAT (dobiček iz poslovanja zmanjšan za davke) in naložbami podjetja. Na podlagi stopenj rasti NOPLAT v prihodnosti in predvidenih makro in mikro dejavnikov, ki vplivajo na podjetje, lahko predvidimo, v katero smer se bodo gibal diskontirani prosti denarni tokovi podjetja, ki se jih bo izračunalo. Donosnost vloženega kapitala (ROIC) pa je tisti kazalec, ki nam pomaga pri razlagi višine prostih denarnih tokov. Donosnost vloženega kapitala nam pokaže koliko NOPLAT je bilo ustvarjenih iz vsakega eura v vloženem kapitalu. ROIC je sestavljen kot:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC} \quad (2)$$

ROIC .....donos na investiran kapital

NOPLAT.....prilagojen dobiček iz poslovanja po davkih

IC.....investiran kapital

Investirani kapital (IC) v podjetje je opredeljen kot vrednost sredstev, s katerimi podjetje opravlja svojo osnovno dejavnost. Iz bilance stanja ga določimo kot vsoto knjižne vrednosti neto obratnega kapitala, neopredmetenih dolgoročnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev ter vseh ostalih sredstev, ki sodelujejo v poslovanju podjetja. Obratni kapital mora vsebovati samo sredstva, ki so potrebna za opravljanje osnovne dejavnosti podjetja, zato moramo izločiti presežna denarna sredstva in kratkoročne finančne investicije, ki jih trenutno poseduje podjetje in so namenjena kasnejšim investicijam ali razdelitvi lastnikom. V literaturi se taka sredstva omenjajo kot presežne finančne investicije (exces marketable securities). Dolgoročne finančne investicije moramo prav tako obravnavati kot neposlovni kapital (Bratkovič, 2007, str. 25).

### 2.3.1.3. Diskontna stopnja

Z diskontnim faktorjem diskontiramo napovedane proste denarne tokove na sedanjo vrednost in tako ugotovimo, koliko je podjetje vredno v tem trenutku. Diskontni faktor se

bo izračunalo preko modela tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC - Weighted Average Cost of Capital), saj je strošek kapitala sestavljen iz stroškov dolga in stroškov lastniškega kapitala, odvisno od njune prisotnosti pri financiranju podjetja. Kolikšna bo višina dolžniškega oziroma lastniškega kapitala v podjetju, je odvisno od ciljne strukture kapitala podjetja, po kateri se ravna finančnik podjetja, ko se odloča o načinu financiranja delovanja podjetja (Mramor, 2000, str. 31).

Copeland opozarja na nujnost konsistentnosti pri izračunavanju WACC-a. Upoštevati je namreč potrebno naslednje (Copeland et al., 2000, str. 201-202):

- celotni kapital,
- vplive inflacije, saj je denarni tok običajno izražen v nominalnih kategorijah,
- opraviti prilagoditve za sistematično tveganje posameznih virov kapitala,
- zahtevana stopnja donosa mora upoštevati tudi potencialne spremembe v napovedih pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, ki so lahko posledica predvsem sprememb v pričakovani stopnji inflacije, sistematičnemu tveganju in strukturi kapitala.

WACC izračunamo po naslednji formuli (Copeland et al., 2000, str. 248):

$$WACC = k_d(1 - T)\frac{D}{V} + k_p\frac{P}{V} + k_s\frac{E}{V} \quad (3)$$

$k_d$ .....strošek dolga

$k_p$ .....strošek prednostnega kapitala

$k_s$ .....strošek navadnega kapitala

T.....davčna stopnja za podjetje

P.....vrednost prednostnega kapitala

D..... vrednost dolga

P.....strošek navadnega kapitala

E.....vrednost navadnega kapitala

V.....vrednost celotnega kapitala (V=D+P+E)

Pri majhnih podjetjih strošek prednostnega lastniškega kapitala največkrat odpade, saj se podjetja s prednostnim lastniškim kapitalom navadno ne financirajo (Bratkovič, 2007, str. 27).



Za izračun tehtanih povprečnih stroškov kapitala je potrebno določiti posamezne elemente enačbe (3) za izračun WACC (strukturo kapitala, stroške dolga in stroške kapitala). Strošek dolga je mogoče določiti brez posebnih težav, ker so obveznosti iz tega naslova natančno določene s pogodbami. Med dolg štejejo vse oblike kapitala, ki imajo obliko pogodbenega razmerja oziroma nimajo eksplicitnih lastnosti kapitala. Cena dolga je odvisna od oblike, višine in časovne razporeditve odplačil in glede na tveganje, ki ga tak kapital nosi. Strošek dolga, ki ga zahtevajo upniki, ni enak strošku dolga za podjetje, saj obresti na dolg zmanjšujejo davčno osnovo, tako del dolga efektivno plača država (Brigham & Daves, 2002, str. 120).

**Strošek dolga** se izračuna (Movrin, 2008, str. 16):

$$k_d = r_{\text{povp}} \times (1 - t) \quad (4)$$

$k_d$ .....strošek dolga podjetja

$r_{\text{povp}}$ .....povprečna obrestna mera podjetja

$t$ .....efektivna davčna stopnja podjetja

**Strošek lastniškega kapitala po modelu CAPM** (Capital asset pricing model): Brigham, et al, 2004, str 84:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (5)$$

$k_e$ .....ocena zahtevane stopnje donosa lastniške naložbe,

$r_f$ .....pričakovana realna dolgoročna stopnja donosa v netvegano naložbo (netvegana stopnja donosa),

$r_m$ .....stopnja donosa lastniškega kapitala (pričakovana donosnost tržnega premoženja),

$\beta$ ..... mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja (beta).

**Netvegana stopnja donosa ( $r_f$ )** običajno temelji na stopnji donosa dolgoročnih državnih obveznic. Ti vrednostni papirji se uporabljajo predvsem zato, ker imajo nizko tveganje izostanka plačil, so visoko likvidni in vključujejo premijo za časovni horizont (to je razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročne državne obveznice, kot osnova za določanje netvegane stopnje donosa, se

uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega vlagatelji posedujejo svoje naložbe.

**Tržna premija za tveganje ( $r_m - r_f$ )** je tista premija, ki jo zahtevajo vlagatelji za vlaganje v lastniški kapital. Ta premija se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med stopnjo donosa določene standardne košare navadnih delnic ter netvegane stopnje donosa. Pri tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da se tržna premija za tveganje nanaša na manjšinske lastniške deleže (lastnik navadne delnice nima vpliva na poslovno politiko delniškega podjetja) in da je delnico, ki kotira na borzi, v normalnih razmerah mogoče takoj prodati. Trg priznava določeno premijo za likvidnost oziroma zahteva odbitek za pomanjkanje tržnosti lastniških deležev v zaprtih podjetjih v primerjavi z delnicami podjetij, ki kotirajo na borzi.

Medtem, ko sta netvegana obrestna mera in tržna premija za tveganja enaki za vsa podjetja v neki državi, pa pri sistematičnem tveganju lastniškega kapitala (beti) ni tako.

**Koeficient beta** v CAPM–modelu izraža mero sistematičnega tveganja. Sistematično tveganje predstavlja negotovost realizacije bodočih donosov, izhajajočih iz dejavnikov, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako. Ti ukrepi so na primer makroekonomska politika, ciklično gibanje gospodarstva, zunanji šoki in podobno. Posamezni vlagatelj se tej vrsti tveganja ne more izogniti z razpršitvijo svojih naložb oz. portfelja. Koeficient beta izraža odnos med variabilnostjo stopnje donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja in stopnje donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga, izračunan pa je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama in variance stopnje donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja. Če je njegova vrednost večja od 1, je naložba v lastniški kapital določenega podjetja bolj tvegana kot v povprečno podjetje, in obratno, če je koeficient beta manjši od 1 (Movrin, 2008, str. 17). Formula, po kateri izračunamo  $\beta$ , je naslednja (Birgham & Daves, 2004, str. 48):

$$\beta = \left( \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \right) \rho_{im} \quad (6)$$

$\beta$ ..... sistematično tveganje lastniškega kapitala

$\sigma_i$ .....standardni odklon gibanja delnice podjetja

$\sigma_m$ .....standardni odklon gibanja trga

$\rho_{im}$ .....korelacija med gibanjem donosnosti i-te delnice in trgom

Problem pri ocenjevanju bete na podlagi preteklih podatkov nastopi, ko ocenjujemo privatna podjetja, ki niso uvrščena na borzo ali pa v primeru, ko podjetje še ni dovolj dolgo na borzi, da bi lahko izračunali zgodovinsko  $\beta$ . V tem primeru si lahko pomagamo s primerljivo  $\beta$  podjetij, ki nastopajo v isti industrijski panogi, ali pa z  $\beta$  celotne panoge. Podjetja v isti panogi imajo približno enaka operativna tveganja, posledično pa bi morala imeti tudi enake operativne  $\beta$ . Vendar pa direktna primerjava ni ustrezna, saj s tem zanemarimo specifičnost vsakega posameznega podjetja, ki se odraža v finančnem vzvodu.  $\beta$  podjetja namreč ni samo funkcija operativnega tveganja, temveč tudi finančnega tveganja. Podjetje, ki je bolj zadolženo, je bolj tvegano od tistega, ki ima majhen dolg. Če hočemo torej primerjati podjetja z enakim operativnim tveganjem, moramo najprej izločiti učinek finančnega tveganja podjetja, šele nato pa lahko med seboj primerjamo  $\beta$  (Koller et al., 2005, str. 312).

### 2.3.2. MODEL EKONOMSKE DODANE VREDNOSTI (EVA)

Ekonomska dodana vrednost (v nadaljevanju EVA – ang. Economic Value Added), v osnovi ni model, po katerem bi ocenjevali vrednost podjetja, ampak je bolj sodilo, katero v denarju izraža dodano vrednost, ki ga ustvarja podjetje. Model ekonomske dodane vrednosti (EVA) je bil razvit s strani Bennetta Stewarta v 80-letih prejšnjega stoletja ter je registrirana blagovna znamka podjetja Stern Stewart and Co. Ekonomska dodana vrednost služi predvsem kot kriterij, kako so vodilni v podjetju uspešni pri svojem delu. Pomeni pa dobiček, ki ostane podjetju, ko od vloženega kapitala odštejemo stroške tega kapitala (Ross, 2003, str. 21).

Na koncu leta izkazani računovodski dobiček ne pomeni nujno, da podjetje dejansko posluje z dobičkom, ampak lahko lastnikom prinaša tudi izgubo. Ali je res tako, nam prikaže model ekonomske dodane vrednosti, preko katerega izračunamo dobiček podjetja z upoštevanjem stroškov lastniškega kapitala, katerih računovodski dobiček ne upošteva. Izračun ekonomske dodane vrednosti začnemo z določitvijo presežnega donosa, ki je opredeljen kot razlika med donosom vloženega kapitala in tehtanim povprečnim stroškom kapitala podjetja, katerega nato pomnožimo s knjigovodsko ugotovljenim investiranim kapitalom v osnovni dejavnosti podjetja (Stewart, 1998, str.136).

$$EVA=(ROIC-WACC)*IC \quad (7)$$

EVA.....ekonomska dodana vrednost

ROIC.....donos na investiran kapital

WACC.....stroški kapitala

IC.....investiran kapital

Iz definicije ekonomske dodane vrednosti izhaja, da potrebujemo za njen izračun donos na investirani kapital, strošek kapitala ter vrednost investiranega kapitala v podjetje. Ta model daje podobne rezultate kot model DCF, le da zanj potrebujemo več podatkov. Tako zahteva dodaten podatek o velikosti investiranega kapitala, katerega DCF model ne zahteva oz. potrebuje. Modela ekonomske dodane vrednosti in diskontiranja denarnih tokov sta si matematično popolnoma enakovredna, saj je model EVA samo spremenjena oblika DCF modela. Zagovorniki modela ekonomske dodane vrednosti poudarjajo, da so prednosti modela v novih vidikih ustvarjanja vrednosti in sicer zato, ker se model osredinja na presežni donos, ki je opredeljen z donosom na investirani kapital in stroškom kapitala, vendar je očitno, da model diskontiranja denarnih tokov, v katerem je rast opredeljena s stopnjo reinvestiranja in ROIC reinvestiranja, doseže iste cilje in pripelje do enakih rezultatov.

Prednost modela ekonomske dodane vrednosti je predvsem v tem, da se pri vrednotenju podjetij upošteva predvsem interes lastnikov, ter da gre za logičen in intuitiven koncept tako, da je rezultat izračuna EVA absolutna vrednost in zato lažje razumljiva vsem v podjetju. Ima pa model ekonomske dodane vrednosti tudi slabosti, ki se kažejo predvsem v tem, da način vrednotenja zastopa predvsem interese lastnikov, zapostavlja pa interese ostalih zaposlenih v podjetju oz. okolja podjetja (Bratkovič, 2007, str. 36).

### **2.3.3. MODEL DENARNEGA TOKA IZ NALOŽB (CFROI)**

Osnova za razumevanje modela CFROI (Cash Flow Return On Investments) je zaključen projekt, ki ga lahko opišemo kot začetni izdatek, ki v svoji življenjski dobi generira enake denarne tokove, v zadnjem obdobju pa se, poleg obdobjnega denarnega toka, sprosti še celotna vrednost obratnega kapitala.

Model CFROI z denarnimi tokovi, ki jih pričakujemo od začetnih investicij in časovne vrednosti denarja, izmeri pričakovani donos podjetja, ki je enak interni stopnji donosnosti oziroma CFROI. Bistvena predpostavka modela je, da so denarni tokovi podjetja v prihodnosti določljivi z uspešnostjo podjetja v tekočem obdobju, zmerjeno s CFROI. Je modificirana verzija modela interne stopnje donosnosti s tem, da upošteva celotne investicije v sredstva podjetja in končno življenjsko dobo teh sredstev. Oblika, v kateri ga predlagajo avtorji, primerja CFROI podjetja s stroškom pridobivanja kapitala podjetja. Strošek kapitala je lahko enak, manjši ali večji od CFROI. Primerjava služi kot kriterij pri presojanju uspešnosti poslovanja podjetja. Vrednost podjetja pa se bo povečevala, če bo razlika med CFROI in stroškom kapitala pozitivna.

Model CFROI predpostavlja, da na podjetje gledamo kot na portfelj različnih projektov, ki se med seboj prepletajo. Donosnosti posameznih projektov podjetja sicer ni mogoče

določiti, na voljo pa so nam bilance podjetja, ki vsebujejo agregatne podatke vseh poslovnih aktivnosti podjetja. Za vsako obdobje lahko iz bilanc podjetja izdelamo agregatne ocene donosnosti vseh projektov v podjetju in ga primerjamo s stroškom pridobivanja kapitala podjetja.

Bilance podjetja nam nudijo vse štiri potrebne podatke za izračun interne stopnje donosnosti oziroma CFROI. Za podjetje, ki ga sestavlja veliko število aktivnih projektov, predstavlja CFROI indikacijo o povprečni donosnosti vseh investicij v podjetju. V nadaljevanju bomo opisali, kako iz bilanc podjetja pridobimo potrebne vhodne podatke za izračun CFROI podjetja.

Za izračun potrebujemo štiri vhodne podatke:

- vrednost začetne investicije v sredstva podjetja, GI (Gross Investment),
- obdobjni denarni tok, ki ga generirajo sredstva, GCF (Gross Cash Flow),
- življenjsko dobo sredstev, n,
- sproščeno vrednost sredstev oziroma pričakovano vrednost sredstev na koncu življenjske dobe, SV (Salvage Value).

Model CFROI temelji na modelu interne stopnje donosa. CFROI je tista interna stopnja donosnosti, ki izenači začetno investicijo z obdobjnimi denarnimi tokovi in sproščeno vrednostjo sredstev v prihodnosti:

$$GI = \frac{SV}{(1+CFROI)^n} + \sum \frac{GCF_t}{(1+CFROI)^t} \quad (8)$$

- GI .....začetna investicija v sredstva podjetja
- SV.....preostala vrednost sredstev na koncu življenjske dobe
- GCF<sub>t</sub>.....obdobjni denarni tokovi
- n.....življenjska doba
- CFROI.....interna stopnja donosnosti, ki izenači GCF<sub>t</sub> in SV z GI

Model CFROI je po mnenju zagovornikov primernejši za uporabo na najvišjih ravneh vodenja podjetja, kjer je še posebej pomembna natančnost izračunane vrednosti podjetja. Na nižjih ravneh vodenja podjetja pa je model manj primeren, saj je prehod na operativne dejavnike vrednosti, ki omogočajo izboljšanje poslovnih procesov v podjetju, precej zapleten (Madden, 1999, str. 129).

Model CFROI se lahko uporabi tudi za izračunavanje vrednosti podjetja, če v imenovalcu CFROI kot interno stopnjo donosa nadomestimo z diskontnim faktorjem.

Postopek izračuna vrednosti podjetja (ang. Total Firm Warranted Value) z modelom CFROI lahko povzamemo v petih točkah:

- izračun življenjske dobe sredstev,
- napoved bruto denarnega toka v prihodnosti,
- napoved investicij v prihodnosti,
- izračun neto denarnih tokov (ang. Net Cash Receipts, NCR) in njihovo diskontiranje v sedanost s stroškom kapitala,
- izračun preostale vrednosti sredstev in njeno diskontiranje v sedanost s stroškom kapitala.

$$VREDNOST\ PODJETJA = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Neto denarni tok } (NCR)_t}{(1 + \text{diskontni faktor})^t} + \frac{\text{Končna vrednost}}{(1 + \text{diskontni faktor})^n} \quad (9)$$

V primeru ko diskontiramo denarni tok podjetja, ki pripada dolžniškemu in lastniškemu kapitalu, se v imenovalcu kot diskontni faktor uporabi tehtano povprečje celotnega kapitala. Od izračunane vrednosti podjetja se nato odšteje dolgove in izračuna vrednost lastniškega kapitala (Madden, 2004, str. 16).

### 3. POSEBNOSTI VREDNOTENJA ZAVAROVALNIC

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

Zavarovalništvo tvori del finančnega trga in pridobiva vedno večjo vlogo v gospodarstvu posameznih držav, saj delež zavarovalništva v domačem bruto proizvodu vztrajno narašča. Zavarovalnice s povečevanjem deleža življenjskih zavarovanj v vseh zavarovanjih postajajo močan konkurent bankam. Zato je trenutni svetovni trend nastajanje bančnega zavarovalništva in urejanje razmer za enotni zavarovalni trg. Zavarovalnice uvrščamo med nedepozitne finančne posrednike, in sicer med pogodbene finančne posrednike. Za zavarovalnice je značilno, da pri njih ljudje nimajo samo naloženih sredstev, ampak jim sklenjena pogodba z zavarovalnico zagotavlja tudi različne vrste denarnih zneskov v prihodnosti. Med pasivo prevladujejo obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih zavarovalnih pogodb, med aktivo pa prevladujejo naložbe zavarovalnice (Ribnikar, 1999, str. 192-194).

Tako zavarovalnice ustvarjajo dobiček na dva načina. Prvi vir so premije, katere zaračunajo za zavarovanja, ki jih ponujajo, in drugi vir so dobički iz investicijskih portfeljev, katere vzdržujejo za poplačila iz naslova zavarovanj.

Pomen naložb v zavarovalništvu močno narašča, saj zavarovalnice vedno več dobička ustvarjajo iz naslova naložb. Dobiček iz pobranih premij pa se počasi znižuje, predvsem na račun velike konkurence na zavarovalniškem trgu. Narava zavarovalniške dejavnosti zahteva specifično naložbeno strategijo, pri čemer mora zavarovalnica upoštevati državno regulacijo.

### **3.1. DOLG IN KAPITAL V ZAVAROVALNICAH**

Za finančne institucije ima dolg drugačen pomen kot za nefinančne družbe, saj finančne družbe ne smatrajo dolg kot vir kapitala, ampak večinoma kot surovino, ki jo je mogoče vključiti v finančne produkte in te prodati po višji ceni oziroma z dobičkom. Posledično se kapital finančnih institucij definira ožje kot pri nefinančnih družbah in vključuje le lastniški kapital. To opredelitev kapitala podpirajo tudi regulatorji, ki spremljajo in določajo višino kazalnikov kapitalne ustreznosti za banke in zavarovalnice (Bezljaj, 2006, str. 45).

Pri nas ureja področje zavarovalništva predvsem Agencija za zavarovalništvo z Zakonom o zavarovalništvu, ki določa kapitalno ustreznost, omejitve v tvegane naložbe ter omejitve vstopa v panogo oziroma združevanja ter prevzemov znotraj panoge. Z vidika vrednotenja je te omejitve pri napovedovanju prihodnjega poslovanja ter pri računanju tveganosti podjetja potrebno upoštevati. Zato pri zunanjem vrednotenju, ko nimamo popolnih informacij o kapitalni ustreznosti finančne institucije, pogosto lahko predpostavljamo, da je količina potrebnega lastnega tveganja v obliki lastniškega kapitala za poslovanje enaka knjigovodski vrednosti lastniškega kapitala podjetja (Koller et al., 2005, str. 666).

V zavarovalništvu se pojavljata termina minimalni in zajamčeni kapital, zaradi obvladovanja tveganj in se izračunavata po točno predpisani metodi med letom zaradi ugotavljanja kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti zavarovalnic. Predstavljata spodnjo mejo za presojanje kapitalne ustreznosti. Kapitalno ustreznost lahko spremeni zakonodajalec, le ta je pri nas urejena z evropsko direktivo o kapitalni ustreznosti zavarovalnic. V primeru velikih nenadnih škodnih dogodkov, lahko postane prizadeta zavarovalnica kapitalno neustrezna.

### **3.2. REGULATIVNI NADZOR V ZAVAROVALNICAH**

Zavarovalnice so praviloma izpostavljene tveganju nezmožnosti poravnavanja dolgoročnih obveznosti, kar pomeni, da v nekem trenutku v prihodnosti ne bodo zmožne poravnati svojih obveznosti do zavarovancev. Poleg tega so tudi med večjimi generatorji prihrankov prebivalstva, zato so zavarovalnice pod strogim nadzorom države. Sam nadzor se vrši preko ugotavljanja kapitalne ustreznosti zavarovalnice in oblikovanjem tehničnih rezervacij ter kritnega premoženja in kritnih skladov (Štravs, 2003, str. 9).

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

Z vidika vrednotenja so predpostavke glede rasti povezane s predpostavkami glede reinvestiranja. Pri finančnih družbah je potrebno te predpostavke skrbno pregledati in zagotoviti, da ustrezajo regulativnim omejitvam (Bezljaj, 2006, str. 51). Regulativa lahko vpliva tudi na merjenje tveganja finančnih institucij. Če se regulatorjeve omejitve spreminjajo ali se pričakuje, da se bodo spremenile, povzroča to določeno negotovost in s tem tveganje v prihodnosti, kar ima lahko vpliv na vrednost. Banke in zavarovalnice oblikujejo rezervacije za potencialne prihodnje izgube. Te rezervacije znižujejo čisti poslovni izid v trenutnem poslovnem letu in so namenjene za kritje izgub v prihodnjih obdobjih. Če se oblikuje preveč rezervacij, bo čisti poslovni izid podcenjen, kar bo znižalo donos na lastniški kapital in delež zadržanega poslovnega izida. Če je pričakovana rast produkt donosa na lastniški kapital in deleža zadržanega dobička, se bo zaradi preveč oblikovanih rezervacij znižala vrednost lastniškega kapitala. Če se oblikuje premalo rezervacij, bo čisti poslovni izid pretiran, zaradi česar je lahko vrednost lastniškega kapitala precenjena.



### **3.3. REINVESTIRANJE V ZAVAROVALNICAH**

Za razliko od proizvodnih podjetij, ki investirajo v zemljišča, zgradbe, stroje in druga opredmetena osnovna sredstva, investirajo finančne institucije predvsem neopredmetena sredstva, kot so blagovna znamka in človeški kapital. Posledično so njihove investicije za nadaljnjo rast pogosto kategorizirane kot operativni izdatki v računovodskih izkazih. Izkaz denarnih tokov tako prikazuje malo ali nič kapitalskih izdatkov in ustrezno nizko amortizacijo. Pri obratnem kapitalu pa naletimo na drugačen problem. V primeru, da bi opredelili obratni kapital kot razliko med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi, bi odpadel velik delež bilance stanja banke med kratkoročna sredstva ali obveznosti. Spremembe v teh kategorijah so lahko občutne in volatilne, pri čemer ni rečeno, da obstaja povezava med reinvestiranjem in rastjo v prihodnosti (Bezljaj, 2006, str. 51). V primeru finančnih podjetij se tako reinvestiranje ne nanaša na sredstva podjetja, temveč na zagotavljanje kapitalske ustreznosti oziroma minimalnega kapitala. To je potreben kapital, ki ga podjetju predpisuje regulator na trgu. Povečanje minimalnega kapitala zmanjšuje kreditno sposobnost podjetij, posledično pa je tudi njihova rast nižja (Damodaran, 2002, str. 579-603).

## **4. PRIMER VREDNOTENJA: ZAVAROVALNICA TRIGLAV**

Zavarovalna skupnost Triglav je nastala na podlagi združitve zavarovalnice Sava in zavarovalnice Triglav leta 1976 in je bila do leta 1990 ena največjih zavarovalnic v Jugoslaviji. Leta 1990 je bil sprejet zvezni zakon o temeljnih sistema premoženjskega in osebnega zavarovanja in na njegovi podlagi so se vse dotedanje zavarovalne skupnosti preoblikovale v delniške družbe z dokapitalizacijo. Zavarovalna skupnost Triglav se je preoblikovala v Zavarovalnica Triglav d.d. decembra 1990.

Zavarovalnica Triglav, d.d., je največja slovenska zavarovalnica z vodilnim tržnim deležem na področju premoženjskih in življenjskih zavarovanj. Je tudi ena od večjih finančnih institucij v Sloveniji. Organizirana je kot delniška družba, ki posluje preko sedeža družbe in dvanajstih območnih enot s pripadajočimi sto devetindvajsetimi predstavništvi, več kot sedemsto zastopstvi in pogodbenimi poslovnimi mesti. V letu 2000 je Zavarovalnica Triglav pričela svoje poslovanje širiti tudi na tuja tržišča. Že več kot 30 let so na hrvaškem tržišču prisotni z zavarovalnico Triglav Osiguranje, d.d., Rijeka. Ustanovili so tudi zavarovalno družbo Triglav Pojištvna, a.s., na Češkem ter kupili kapitalski delež v zavarovalnicah Triglav BH Osiguranje, d.d., Sarajevo in Lovčen Osiguranje, a.d., v Črni gori. Tako je poslovanje Zavarovalnica Triglav močno vpeto v

mednarodne okvire, saj s svojimi hčerinskimi družbami posluje na tržiščih Republike Češke, Hrvaške, Bosne in Hercegovine, Srbije, Makedonije ter Črne gore. Sodeluje z vsemi najpomembnejšimi pozavarovalnicami na svetu, s strani najpomembnejših evropskih zavarovalnic pa je pooblaščen za likvidacijo tujih škod v Sloveniji. Zaradi kapitalskih povezav s svojimi hčerinskimi družbami, lahko v nadaljevanju govorimo o Skupini Triglav. Po dejavnostih jo sestavljajo:

*Tabela 2: Članice skupine Triglav po posameznih državah*

<b>ZAVAROVANJE IN POZAVAROVANJE</b>	
<b>SEDEŽ PODJETJA</b>	<b>DRŽAVA</b>
Zavarovalnica Triglav, d.d.	Slovenija
Pozavarovalnica Triglav Re, d.d.	Slovenija
Triglav, Zdravstvena zavarovalnica, d.d.	Slovenija
Triglav Osiguranje, d.d.	Hrvaška
Pobočka zahranicnej poist'ovne Bratislava	Slovaška
Triglav Pojišt'ovna, a.s.	Češka
Lovćen Osiguranje, a.d.	Črna Gora
Triglav BH Osiguranje, d.d.	Bosna in Hercegovina
Triglav Kopaonik, a.d.o.	Republika Srbija
Vardar Osiguruvanje, a.d.	Makedonija
Triglav Krajina Kopaonik, a.d.o., Banja Luka	Republika Srbska/Bosna in Hercegovina
<b>UPRAVLJANJE INVESTICIJSKIH SKLADOV IN FINANČNEGA PREMOŽENJA</b>	
<b>SEDEŽ PODJETJA</b>	<b>DRŽAVA</b>
Triglav Družba za upravljanje, d.o.o.	Slovenija
Triglav Naložbe, Finančna družba, d.d.	Slovenija
Družba za upravljanje s prostovoljnim pokojninskim skladom Triglav penzijski fondovi, a.d.	Republika Srbija
<b>BANČNIŠTVO</b>	
<b>SEDEŽ PODJETJA</b>	<b>DRŽAVA</b>
Abanka Vipava, d.d.	Slovenija
<b>ZAVAROVALNO ZASTOPNIŠKE DRUŽBE</b>	
<b>SEDEŽ PODJETJA</b>	<b>DRŽAVA</b>
TRI-PRO, d.o.o.	Slovenija

*Vir: Poslovno poročilo Zavarovalnica Triglav, 2008*

K skupini Triglav, oziroma njeni finančni skupini, sodijo tudi pridružene in odvisne družbe, v katerih ima Zavarovalnica Triglav, d.d. več kot 20% kapitalski delež. V skupino sodi tudi Triglav Družba za upravljanje, ki se je uveljavila na področju upravljanja investicijskih družb in kot upravljavec vzajemnih skladov. Je ena izmed vodilnih družb za upravljanje na slovenskem trgu. Prisotnost tržno pomembnega upravljavca investicijskih skladov v skupini med drugim omogoča razvijanje stroškovno učinkovitih naložbenih življenjskih zavarovanj. Zavarovalnica Triglav je kapitalsko prisotna tudi v eni izmed največjih slovenskih bank Abanki Vipava, d.d.. Bančništvo je strateško pomembna dejavnost skupine, saj po eni strani zaokrožuje celovitost ponudbe, po drugi strani pa omogoča razvijanje bančno zavarovalnih produktov, ki so v svetu že dobro uveljavljene (Todić, 2007, str. 19). Delnice Zavarovalnice Triglav, d.d. so bile 9. junija 2008 uvrščene v standardno kotacijo na Ljubljanski borzi, d.d. Uvrstitev je sočasno vpadala z začetkom finančne krize, ki je močno vplivala na padec tečajev delnic na finančnih trgih. Bonitetna hiša Standard&Poor's je 25. septembra 2008 Zavarovalnici Triglav, d.d. dodelila bonitetno oceno »A« s stabilno srednjeročno napovedjo. To je prva bonitetna ocena za to delniško družbo in odraža stabilnost ter varnost poslovanja s to družbo (Poslovno poročilo Zavarovalnica Triglav, 2008).

*Tabela 3: Lastniška sestava največjih delničarjev na dan 31.3.2009*

LASTNIŠKA SESTAVA ZAVAROVALNICE TRIGLAV, D.D.		
DELNIČAR	ŠT. DELNIC	DELEŽ V % OSNOVNEGA KAPITALA IZDAJATELJA
Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije	7.836.628	34,47%
Slovenska odškodninska družba, d.d., Ljubljana	6.397.640	28,14%
Nova ljubljanska banka, d.d., Ljubljana	696.213	3,06%
Hypo Alpe-Adria Bank, a.g., Celovec	470.412	2,07%
Radenska, d.d., Radenci	366.944	1,61%
HIT, d.d., Nova Gorica	255.408	1,12%
NFD 1 delniški investicijski sklad, d.d, Ljubljana	238.998	1,05%
Kingshouse Investments Limited, Limassol	202.152	0,89%
Poteza naložbe, d.o.o., Ljubljana	176.418	0,78%
UniCredit Bank Austria, a.g., Dunaj	162.121	0,71%

*Vir: Poslovno poročilo Zavarovalnica Triglav, 2008.*

V svojem strateškem cilju si je Zavarovalnica Triglav, d.d. zadala postati ena vodilnih zavarovalno-finančnih družb v jugo-vzhodni Evropi in ostati vodilna zavarovalniška skupina v Sloveniji in na področju zahodnega Balkana. Na slovenskem tržišču namerava okrepiti tržni položaj pri zdravstvenih zavarovanjih in postati vodilna na področju pozavarovanja, upravljanja skladov in na področju bančnega zavarovalništva. Na zahodnem Balkanu namerava pridobiti 20 odstotni tržni delež in doseči položaj med tremi vodilnimi zavarovalniškimi skupinami v jugovzhodni Evropi z več kot 10 odstotnim tržnim deležem. Na posameznih trgih Evropske unije se bo še naprej posvečala k razvoju češkega in slovaškega trga, kjer je že prisotna s hčerinsko zavarovalnico oz. predstavništvom ter preučila razširitev poslovanja v zamejska območja v Avstriji, Italiji in Madžarski. Posebno pozornost bodo posvetili analizi zavarovalniškega trga v vzhodni Evropi (Belorusija, Litva, Latvija, Estonija in Ukrajina) ter preučili možnosti za vstop na te trge (Letno poročilo Zavarovalnice Triglav, 2008).

## ***4.1. MAKROOKOLJE IN ZAVAROVALNIŠKI TRGI***

### **4.1.1. Slovenija**

Slovenija zaradi svoje vpletenosti v mednarodno okolje ni bila imuna na posledice gospodarske krize, ki se je začela v letu 2008. Kapitalski trgi so se začeli odzivati na vse težje razmere, s prvimi znaki v jeseni. Nekatere evropske države, med njimi tudi pomembnejši zunanje trgovinski partnerici, Nemčija in Italija, so do konca leta že zašle v recesijo.

Na prebivalca je znašal slovenski domači proizvod BDP v tekočih cenah 18.196 eur oz. skupaj 37.126 mio eurov. Gospodarska rast je znašala 3,5% kar je predstavljalo 3,3% manj kot predhodno leto. Zviševala se je nezaposlenost, investicijska potrošnja je začela upadati, prav tako mednarodna menjava blaga in storitev, na 3,5% (za 12,2 odstotne točke) pa tudi rast uvoza. Povprečna letna inflacija je znašala 5,7%. Ta je bila v močni rasti v prvi polovici leta, na medletni ravni je dosegla 7%, proti koncu leta se je umirila na 2,1%. Tej situaciji se je prilagajala tudi Evropska centralna banka, ki je ohranjala ključno obrestno mero v prvi polovici leta pri 4%, jo v juniju zvišala še za 0,25 odstotne točke zaradi zviševanja inflacijskih pritiskov in jo ob koncu leta znižala do 2,5 % zaradi poslabšanja razmer tako na finančnem kot na realnem sektorju. Kljub močnemu zniževanju so medbančne obrestne mere ostale relativno visoke. Trimesečni EVRIBOR je ob koncu leta znašal 2,93% (Letno poročilo Zavarovalnice Triglav, 2008).

Pri podrobnejši razčlenitvi strukture domačega povpraševanja, ugotovimo, da se je rast investicijske potrošnje več kot prepolovila in je konec leta 2008 znašala 6,1%. Ob tem je rast končne potrošnje upadala na 2,6% (za 1,8 odstotne točke). Pri tem je državna potrošnja nekoliko porasla in sicer na 3,7% (za 1,2 odstotne točke). V deležu BDP je rast

primanjkljaja tekočega računa zanašala -0,2%. Na 3,3% (za 10,5 odstotne točke) je upadla tudi rast izvoza.

Po večletni ekspanziji so delniški trgi doživeli močne zdrse navzdol. Evropski indeks DJ EURO STOXX 50 je upadel za 44,4%, ameriški indeks S&P 500 za 36,5 % ter slovenski SBI 20 pa kar za 67,5%.

V evropskem in svetovnem merilu se slovenski zavarovalni trg uvršča med manjše trge. Za to, je pri presoji in primerjavi slovenskega s tujimi zavarovalnimi trgi, nujno upoštevati našo majhnost in ustrezno uporabljati relativne mere (npr. premija/prebivalca ali zavarovalna penetracija). Po obeh se Slovenija v svetovnem merilu uvršča na visoko 28. mesto. Pri premiji na prebivalca, v okviru zavarovalne penetracije, pa na 26. mesto.

*Tabela 4: Premija na prebivalca in zavarovalna penetracija po različnih državah*

	Premija na prebivalca		Zavarovalna penetracija	
	( v USD)	Svetovni rang	(v %BDP)	Svetovni rang
Slovenija	1.295	28	5,7	26
Avstrija	2.620	20	5,8	25
Slovaška	435	39	3,1	45
Hrvaška	371	42	3,3	43
UK	7.114	2	15,7	2
Grčija	538	37	1,9	63
Srbija	103	64	1,8	66
EU-geografsko	1.962	/	8,0	/
EU-27	1.915	/	8,8	/

*Vir: SwissRE, publikacija SIGMA 3/2008.*

Na zavarovalnem trgu Republike Slovenije je v letu 2008 delovalo 15 klasičnih zavarovalnic in tri tuje ekspoziture, ki so skupaj obračunale premij v znesku 1, 9 milijard evrov. Premoženska zavarovanja so predstavljala glavnino oziroma 73%, 27% pa življenjska zavarovanja (<http://www.zav-zdruzenje.si/statistika.htm>). V navedene podatke nista zajeti dve manjši zavarovalnici in dve tuji podružnici. Ravno tako tudi ne zavarovalni posli, ki se opravljajo v Sloveniji neposredno prek zavarovalnic, delujočih na trgih članic EU (FOSS posli). Kljub temu, da njihov tržni delež narašča, je po splošni oceni v primerjavi s celotno premijo trga, še vedno zanemarljiv. Na slovenskem zavarovalnem

trgu je stopnja koncentracije precejšnja, saj so v letu 2008 štiri največje zavarovalnice obvladovale kar 79% celotnega zavarovalnega trga. Med klasičnimi zavarovalnicami, Zavarovalnica Triglav, d.d., ostaja vodilna zavarovalnica na trgu in sicer s 40% tržnim deležem. Ta delež je skupaj s Triglav Zdravstveno zavarovalnico povečala v letu 2008 še za 0,2%.

Pozavarovalnica Triglav Re in Sava Re sta v letu 2008 zbrali 241,7 mio eurov pozavarovalnih premij, pri tem ima pozavarovalnica Triglav Re 44, 3% tržni delež.

#### **4.1.2. Hrvaška**

V preteklih letih je stopnja hrvaškega BDP dosegala višjo rast kot je znašala stopnja v EU. V primerjavi z letom 2007 je letna inflacija močno narasla na 5,8% (iz 2,9%) kot posledica vpliva skokovite rasti cen energije in hrane. Osnovni makroekonomski podatki v letu 2008 nam povedo, da je na Hrvaškem živel 4,44 mio prebivalcev, da je rast BDP-ja znašala 3,8%, BDP 63,9 milijarde usd, BSP per capita 14.414 usd ter stopnja inflacije (preračunana na maloprodajne cene) 5,8%. V primerjavi z evrom se je kuna postopoma krepila-apreciirala. V primerjavi z eurom je njen povprečni tečaj znašal v letu 2004 7.5 hrk/eur, v letu 2005 7.4, v letu 2006 7.35, 2007 7,33, v letu 2008 pa kar 7.225 hrk/eur. Na dan 31.7.2009 je tečaj kune za evro znašal 7.36, vendar je ta porast le sezonskega značaja. V primerjavi z enakim obdobjem leto poprej, se je v prvi polovici leta 2008 število zaposlenih oseb zvišalo za 1,1%. Če primerjamo leto 2007 z letom 2008 je zaznati trend zmanjševanja števila brezposelnih oseb, ki je imel svoje dno v letu 1991. Republika Hrvaška je na ekonomskem in fiskalnem področju stremela k ustvarjanju pogojev, ki bi pozitivno vplivali na zaključek pristopnih pogajanj za vstop v EU ter na enakopravno sodelovanje na skupnem trgu (Državni zavod za statistiku, 2009).

Po januarskih napovedih, naj bi se negativno gibanje tečajev na hrvaških borzah nadaljeval tudi v drugo polovico leta 2009. Konec leta se bo to padanje pokazalo kot negativna medletna stopnja gospodarske rasti. Letošnja industrijska proizvodnja se je v primerjavi z januarjem 2008 zmanjšala za 14,1 %. Padec lahko pripisujemo tako recesiji na svetovnih trgih kot tudi manj delovnih dni v letu in redukcijam utekočinjenega plina v državo. Medletna rast kreditov se je v januarju za prebivalstvo povečala za 11,3 % (231 mio hrk), pri pravnih osebah pa za 14,7 % (1,3 milijarde hrk). Prav tako lahko pričakujemo slabši zaključek turistične sezone. Po ocenah naj bi bila obiskanost države 12 % slabša od lanske (Statistički prikaz, 2009).

Prihod tujih investitorjev na hrvaški zavarovalni trg je močno vplival na razvoj zavarovalniške dejavnosti, rast konkurenčnosti ter kakovosti in raznovrstnosti zavarovalniških proizvodov in storitev. Povezave med bankami in zavarovalnicami so prispevale tudi k rasti prodaje življenjskih zavarovanj. Na hrvaškem zavarovalniškem trgu je konec leta 2008 delovalo 10 kompozitnih, 8 premoženjskih in 7 življenjskih oziroma skupaj 25 zavarovalnic. Skupne obračunane zavarovalne premije so znašale 9.68 milijarde hrk. Pri tem največji delež zapopadejo premoženjska zavarovanja (7,13 milijarde hrk -

73,7%), medtem ko življenjska zavarovanja obsegajo 26,3% oziroma zavarovalne premije 2,55 milijarde hrk. Zavarovalnica Croatia osiguranje ima na področju premoženjskih zavarovanj vodilno vlogo s 40,4% tržnim deležem, sledita ji Euroherz in Allianz Zagreb. Allianz Zagreb je s 16,7% deležem vodilna zavarovalnica na področju življenjskih zavarovanj, sledita pa ji Croatia osiguranje in Merkur (Poslovno poročilo skupine Triglav 2008).

#### **4.1.3. Bosna in Hercegovina**

Kljub rasti BDP-ja v letu 2008 so bile gospodarske razmere v Bosni in Hercegovini še vedno neugodne, saj le ta še vedno ni dosegel vrednosti iz predvojnega obdobja. Za to okolje je značilno, da je javni sektor velik, da privatizacija ni bila zaključena in da je bila zabeležena več kot 40% brezposelnost. Zaznati je bilo zmanjševanje zavarovalniškega interesa (kot posledica slabe likvidnosti gospodarskih subjektov) ter neizvajanje reform v povezavi s približevanjem EU v skladu s pričakovano dinamiko. Osnovni makroekonomski podatki so v letu 2008 kazali naslednjo sliko: Število prebivalstva je znašalo 3.99 milijona, BDP za 2008 je znašal 19,36 milijona usd, rast BDP-ja je bila 5,5%. BDP per capita je znašal 4.848 usd, stopnja inflacije je bila 3,8%.

V letu 2008 je v Federaciji BiH delovalo 15 zavarovalnic in 11 v Republiki Srbski, skupaj je delovalo 26 zavarovalnic. Po preliminarnih podatkih se je obračunana zavarovalna premija v primerjavi z letom 2007 povečala za 13% in je znašala 455,2 milijona konvertibilnih mark. V Federaciji BiH 335,3 milijona in v Republiki Srbski 119,9 milijona konvertibilnih mark.

V letu 2008 so napovedi kazale rast BDP-ja 0,5 odstotke, vendar se je že na začetku leta 2009 pokazalo, da bo rast negativna. BDP naj bi se znašal v letu 2009 -3 odstotke (Emerging Europe Monitor, 2009).

Premoženjska zavarovanja so bila v strukturi skupne zavarovalne premije zapopadena s 85,4%, življenjska zavarovanja pa s 14,6%.

Na trgu Federacije BiH so imele najvišje tržne deleže naslednje zavarovalnice: Sarajevo Osiguranje 16%, Bosna Sunce Osiguranje 13,9%, Croatia Osiguranje 11%, Uniqua 9,9% in Triglav BH Osiguranje 9,7%. Največje tržne deleže v Republiki Srbski so imele zavarovalnice: Kosig Dunav Osiguranje 17,5%, Bobar Osiguranje 15,2%, Jahorina Osigurabje 14,8%, Neškovič osiguranje 10,8% in Triglav Krajina Kopaonik 8% (Poslovno poročilo 2009 Zavarovalnica Triglav, d.d.).

#### **4.1.4. Češka**

Izvoz v države EU ter intenzivne tuje in domače investicije so imele za posledico visoko gospodarsko rast med letom 2000 in 2008. Zaradi višje inflacije je bilo pričakovati, da se bo ta rast v prihodnje umirila. Zaradi vse večjega izvoza na področju avtomobilske industrije na področje EU, se je znižal primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance na okrog 3,3% BDP-ja. V primerjavi z eurom je češka krona v letu 2008 aprecirala, vendar je

konec istega leta zaradi vplivov krize že deprecirala, kar je nakazovalo pozitiven vpliv na izvoz v euro območje. Zabeležena inflacija v državi je bila maja 2009 na najnižji ravni vse od leta 2003 in je znašala 1,3 %. Do konca leta se pričakuje, da se bo še nekoliko znižala. BDP se bo približal ničli, in začel rasti skupaj z inflacijo konec leta 2010, saj je takrat pričakovati povečan izvoz, boljša likvidnostna stanja podjetij in boljše pogoje na trgu energentov. Že sedaj smo priča najnižjemu tečaju evro/krona, ki se je znižal od februarja do junija 2009 za 12,4 %. Češka krona naj bi slabela še naprej, predvsem na račun povečanja izvoza in pritoku kapitala v državo (Emerging Europe Monitor, 2009).

Nadaljevala so se tudi pogajanja glede pokojninske reforme in dodatnega zdravstvenega zavarovanja, vendar do končne rešitve ni prišlo. Na osnovi intenzivnega prestrukturiranja industrije, razvoju finančnega sektorja in učinkoviti rabi strukturnih sredstev EU je bilo pričakovati trend nadaljnje rasti. Vse aktivnosti so tekle v smeri vstopa v Euro območje, ki je bilo ciljano na leto 2012. S pričakovano gospodarsko rastjo, se je povečevala tudi rast zavarovalniškega sektorja in hkrati vse večja konkurenca na trgu zavarovalniških storitev.

Makroekonomski podatki v letu 2008 so kazali naslednjo sliko: 10.32 milijona prebivalcev, 4% rast BDP, 217,2 milijarde usd je znašal BDP za 2008, 21.040 usd je znašal BDP per capita, zabeležena je bila 5,7% stopnja inflacije, preračunana na maloprodajne cene.

Na Češkem je v letu 2008 delovalo 29 zavarovalnic, ki so zbrale 136,6 milijarde čeških kron zavarovalnih premij. Od tega je bilo 59% na področju premoženjskih in 41% na področju življenjskih zavarovanj. Po obračunani kosmati premiji so bile po velikosti razvrščene naslednje zavarovalnice: Češka Pojiš'ovna 29,6%, Kooperativna Pojiš'ovna 22,5%, in Allianz 7,2%. Triglav Pojiš'ovna je dosegla 0,9% tržni delež na področju premoženjskih zavarovanj (Poslovno poročilo 2009. Zavarovalnica Triglav, d.d.).

#### **4.1.5. Črna gora**

V letu 2008 je zaradi svetovne ekonomske krize tudi v Črni gori prišlo do upočasnevanja gospodarskih aktivnosti v primerjavi z uspešnim letom 2007, ko je bila večina makroekonomskih pokazateljev pozitivna. Trend upadanja se je najbolj odražal na kapitalskem trgu, v bančnem sektorju, na trgu nepremičnin in v upadanju tujih investicij. Na gospodarske aktivnosti je močno vplivalo drastično zmanjševanje kreditnih plasmajev s strani bank.

Vlada je kot odziv na negativne ekonomske tokove sprejela vrsto zakonov ter preventivnih ukrepov, s katerimi je zaščitila bančni sektor, zavarovala njihovo likvidnost ter solventnost in zaščitila depozite gospodarstva ter prebivalstva.

V primerjavi z letom 2007 se je inflacija zvišala iz 3,4% na 8,9%, kar je bila posledica zunanjih dejavnikov, uskladitve cen električne energije in telekomunikacijskih storitev s



strani države ter povišanja cen kmetijskih proizvodov zaradi suše. Država je zabeležila tudi velik zunanjetrgovinski primanjkljaj, kar je bila posledica visoke rasti uvoza materiala in opreme za kapitalne investicije ter potrošniških dobrin.

Ozkost ekonomije in izvoza, nizka konkurenčnost, šibek zasebni sektor, velik delež sive ekonomije, visoka stopnja brezposelnosti, nizek izvoz, visok primanjkljaj na tekočem računu, visoke obrestne mere, slabo delovanje sodnega sistema in korupcija so glavne slabosti črnogorskega gospodarstva.

Na zavarovalnem trgu je bilo pričakovati posledice ekonomske krize, in sicer deloma zaradi povečanja plasmajev tehničnih in garantnih rezerv bank, padca trga vrednostnih papirjev in nepremičnin in deloma zaradi zmanjšanja potrošnje.

V letu 2008 so bili zabeleženi naslednji makroekonomski podatki: 0.68 milijona prebivalcev, 7.5% rast BDP, 4,5 milijarde usd je znašal BDP za leto 2008, 3580 usd je znašal BDP per capita. Zabeležena je bila 8,2% inflacija.

V letu 2008 je v Črni gori delovalo 10 zavarovalnic, in sicer: 3 življenjske zavarovalnice (Delta LIFE, Atlas LIFE, Merkur), ena premoženjska (Delta Osiguranje), ena avtomobilska (Magnat osiguranje) in pet kompozitnih zavarovalnic (Lovčen Osiguranje, Montenegro Osuguranje, Grawe Osiguranje, Swiss Osiguranje, Uniqua). Največji in sicer kar 60% tržni delež naj bi po grobih ocenah imela zavarovalnica Lovčen Osiguranje. Na področju premoženjskih zavarovanj sta bili najbolj perspektivni zavarovanje nepremičnin prebivalstva in malih podjetij. Za to področje je značilna nizka raven zavarovalne kulture, nizko povpraševanje po življenjskih zavarovanjih in nerazvita kapitalska zavarovanja.

#### **4.1.6. Srbija**

Obnova gospodarstva, institucij in gospodarskih subjektov, so bile kljub stabilizaciji in razvoju zmerni. Gospodarska razvitost je bila še vedno relativno nizka. Država je imela med pomembnejšimi cilji: zagotavljanje relativne cenovne stabilnosti in proračunskega ravnotežja, strukturne reforme, prilagajanje evropski zakonodaji, pospeševanje oziroma dokončanje privatizacije ter privabljanje tujih neposrednih naložb. Približevanje evropski uniji in vključevanje v ostale mednarodne integracije sta bila dva glavna cilja gospodarske politike v Srbiji.

V letu 2008 so Srbijo opredeljevali naslednji makro-ekonomski podatki: 7.37 milijona prebivalcev, 52,2 milijarde usd BDP-ja, 6% rast BDP-ja, 7.054 usd je znašal BDP per capita. Zabeležena je bila 8.6% stopnja inflacije.

V primerjavi z letom 2007 je skupna zavarovalna premija v letu 2008 porasla za 16.5% in je dosegla 52,2 milijarde srbskih dinarjev. Na srbskem trgu je delovalo kar 16 (od 22-ih) zavarovalnih družb v večinskem tujem lastništvu ter ena v državno-družbeni lastnini (zavarovalnica Dunav). Zavarovalniški trg si delita z večinskim deležem (53,3%)

zavarovalnici Dunav in DDOR. Kar 87,8% predstavljajo premoženjska zavarovanja in ostalo predstavljajo življenjska zavarovanja (12,2%). Delež slednjih se je znižal na račun prenosa prostovoljnih pokojninskih zavarovanj na novo ustanovljene prostovoljne pokojninske sklade. Največji delež, kar 31,7% predstavljajo zavarovanja avtomobilske odgovornosti, sledijo ostala premoženjska zavarovanja 24,6%, nato avtomobilski kasko 16,2% in življenjska zavarovanja z 12,2% tržnim deležem. Zavarovalnice po obsegu tržnega deleža si sledijo po naslednjem vrstnem redu: Dunav (28,2%), DDOR (25,1%), Delta Generali (16,3). Zavarovalnica Triglav Kopaonik je imela v letu 2008 3,3% tržni delež. Življenjska zavarovanja obvladujejo zavarovalnice v tujem lastništvu (Generali, Unica, Grawe, Wiener Staedtische, Merkur in Basler). Na povečanje obsega prodanih zavarovanj in na kakovost trženja so vplivale tudi banke s prodajo zavarovanj ter 50 pravnih in prek 5000 fizičnih oseb, ki so dobili soglasje za zastopanje ali posredovanje v zavarovalnih poslih.

#### **4.1.7. Makedonija**

Vse aktivnosti makedonske države so usmerjene v članstvo v EU. V tem smislu tečejo tudi prizadevanja za vzpostavitev ugodnega gospodarskega ter političnega okolja za domače in tuje investitorje. Slednje se pozna pri intenzivni rasti gospodarstva ter njegovim potencialom za rast in razvoj. Zaradi albanske manjšine je uvrščena kot močno politično tvegana država.

Makedonsko državo označujejo 34% nezaposlenost, kar 40% sive ekonomije ter zunanjetrgovinski primanjkljaj. Njena prednost je davčna zakonodaja z 10% davkom na dobiček.

Osnovni makro-ekonomski podatki kažejo, da je v državi 2,06 milijona prebivalcev, BDP za 2008 je znašal 4,51 milijarde usd, zabeležena je bila 5% rast BDP in 4,1% stopnja inflacije.

Na trgu je prisotnih 10 premoženjskih in dve življenjski zavarovalnici. Po tržnem deležu je najmočnejša Vardar Osiguruvanje (23,8%), QBE (20,7%) in Sava Tabak (12,7%). Največji izziv se kaže na področju življenjskih, zdravstvenih in pokojninskih zavarovanj ter premoženjskih zavarovanj.

#### **4.1.8. Slovaška**

Slovaško gospodarstvo je eno najhitreje rastočih gospodarstev v EU. Je izvozno orientirano in proizvaja proizvode z visoko dodano vrednostjo.

Osnovni makro-ekonomski podatki za 2008: 5.1 milijona prebivalcev, BDP je znašal 100.57 milijarde usd, zabeležena je bila 7.4% rast BDP, BDP per capita je znašal 18.585 usd, zabeležena je bila 4,1% inflacije.

Napovedi za Slovaško niso preveč optimistične. BDP naj bi drastično padel in znašal leta 2009 okrog 1.3%. Po končani krizi pa naj se ne bi dvignil nad 3.4 odstotka do leta 2012.

Naj spomnim, da je bila povprečna rast v letih 2002-2008 6,5%. To pa je še vedno večja kot je napovedana za euro območje, kjer bi rast BDP-ja znašala okrog 2% (Emerging Europe Monitor, 2009).

Na slovaškem trgu, ki je razvit, odprt in zelo konkurenčen, deluje 22 zavarovalnih družb. Celotna premija je leta 2008 znašala 63,5 milijarde slovaških kron (52.5% življenjska in 47.5% premoženjska zavarovanja). Po tržnem deležu si po velikosti sledijo naslednje zavarovalnice: Allianz (31.3%), Kooperativa (21.9%), ter ostale zavarovalnice z manjšim tržnim deležem.

## **4.2. *FINANČNI REZULTATI SKUPINE TRIGLAV***

Kljub finančni krizi in kriznim dogajanjem v finančnem sektorju so v Skupini Triglav poslovno leto 2008 zaključili s čistim dobičkom. To so dosegli z jasno politiko upravljanja s tveganji in s konzervativno naložbeno politiko. Izkazani poslovni izid pred obdavčitvijo je znašal 2,3 milijona evrov, kar je za 97% manj kot v letu 2007. Izkazani čisti poslovni izid po obdavčitvi pa je dosegel 1,6 milijona evrov in je bil za 97% nižji kot v preteklem letu. Čisti poslovni izid skupine je znašal 3,0 milijone evrov, čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov pa -1,4 milijona evrov.

Na rezultat poslovanja Skupine Triglav v letu 2008 so negativno vplivala neurja v Sloveniji in finančna kriza, ki je imela ključen vpliv na dogajanje na finančnih trgih. Zaradi pomembnejših ali dolgotrajnejših padcev vrednosti naložb so izvedli slabitev naložb.

Čisti prihodki od zavarovalnih premij (izračunani iz obračunanih kosmatih zavarovalnih in sozavarovalnih premij, zmanjšanih za pozavarovalni del in popravljeni za spremembo kosmate prenosne premije, ki je bila korigirana za delež pozavarovateljev v prenosni premiji) so v letu 2008 dosegli 941,0 milijonov evrov, kar predstavlja 11% nominalno rast. Čisti prihodki od premoženjskih zavarovalnih premij so se povečali za 14%, pri življenjskih zavarovalnih premijah za 3 odstotke in pri zdravstvenih zavarovalnih premijah za 15%. Zmanjšanje obračunanih kosmatih zavarovalnih premij za deleže iz pozavarovanja je znašalo 64,5 milijona evrov, kar je za 26% več kot v letu 2007. Prirast kosmatih prenosnih premij v višini 19,9 milijona evrov je bil za 7% višji kot leto prej. Čisti odhodki za škode (kosmati zneski škod, zmanjšani za pozavarovalni in sozavarovalni del ter regresne terjatve in popravljeni za spremembo kosmatih škodnih rezervacij, ki so bile korigirane za delež pozavarovateljev in sozavarovateljev na teh rezervacijah) so v letu 2008 izkazani v višini 583,7 milijona evrov in za 10% presegajo odhodke iz leta prej.

Pri premoženjskih zavarovanjih so se čisti odhodki za škode v primerjavi s predhodnim letom povišali za 9%, odhodki za škode pri življenjskih zavarovanjih so se povišali za 8% in pri zdravstvenih zavarovanjih za 20%. Obračunani deleži pozavarovateljev v kosmatih

škodah so se povečali za 157% in so znašali 55,7 milijona evrov. Prirast kosmatih škodnih rezervacij v višini 53,9 milijona evrov je bila za 31% nižja kot v letu prej. Med odhodki za škode so se prihodki od regresnih terjatev povišali za 13% in znašali 21,4 milijona evrov.

Razmerje čistih odhodkov za škode v primerjavi s čistimi prihodki od zavarovalnih premij se je glede na leto 2007 izboljšalo za 0,7 odstotne točke, z 62,7% na 62,0%.

Prihodki od finančnih sredstev so dosegli 91,4 milijona evrov, kar je za 2% več kot leto prej. Največji delež med njimi so predstavljali prihodki od obresti v višini 68,3 milijona evrov in 12,5 milijona evrov prihodkov od dividend. Čistih odhodkov zaradi spremembe poštene vrednosti finančnih sredstev je bilo za 137,8 milijona evrov, čiste izgube od prodaje finančnih sredstev pa za 9,9 milijona evrov. V letu 2008 so finančni odhodki dosegli višino 45,7 milijona evrov. Največji delež med njimi predstavljajo odhodki iz naslova trajne slabitve v višini 35,7 milijona evrov. Prihodki od naložbenih nepremičnin so znašali 5,8 milijona evrov, odhodki pa 3,6 milijona evrov.

Zavarovalnica Triglav je v prvih treh mesecih 2009 obračunala za 207,8 mio evrov zavarovalne premije, kar je 2% več kot v enakem obdobju lani. V istem obdobju so v zavarovalnici likvidirali za 106,2 mio evrov škod, kar je 24% povečanje v primerjavi z enakim obdobjem v letu 2008. Visoka rast škod na področju premoženjskih zavarovanj je posledica večjega števila rešenih škod iz rezerve, zlasti iz naslova množičnih škod iz leta 2008. Iz lanskega leta je potrebno likvidirati še okoli 20 mio evrov škod, vendar te škode ne vplivajo na letošnji rezultat poslovanja. Na rast tekočih likvidiranih škod pa so vplivale predvsem slabe vremenske razmere, rast avtomobilskega kaska in zavarovanj doma, rast stroškov avtomobilskih materialnih škod in gospodarske razmere, ki zmanjšujejo kreditno sposobnost kreditojemalcev. Kosmati obratovalni stroški so dosegli višino 40,4 mio evrov in so se v primerjavi z lanskim obdobjem povečali za 3%. Izkazani dobiček pred obdavčitvijo je znašal 3,8 mio evrov, kar je za 43% manj, kot je znašal poslovni izid v enakem obdobju lanskega leta. Pomemben vpliv na poslovni izid je imel predvsem nižji donos finančnih naložb in trajne oslabitve naložb v višini 2,2 mio evrov, zaradi aktualnih dogodkov na finančnih trgih. Na nižji dobiček pa je v opazovanem obdobju vplivala tudi rast škod in to predvsem na področju premoženjskih zavarovanj.

Zavarovalnica Triglav, d.d. izkazuje na dan 31.3.2009 bilančno vsoto sredstev v višini 2.465,9 mio evrov, ki se je v primerjavi s stanjem na isti dan lansko leto povečala za 7%. Zunaj bilančna evidenca je na koncu prvega tromesečja znašala 80,8 mio evrov in je ostala na ravni lanskega leta. Celoten kapital je na dan 31.3.2009 znašal 484,4 mio evrov (indeks 100), delež kapitala v bilančni vsoti pa se je znižal z 20,9% na 19,3%. Osnovni delniški kapital je znašal 23,7 mio evrov in je razdeljen na 22.735.148 navadnih imenskih kosovnih delnic. Kapitalske rezerve so znašale 53,4 mio evrov (indeks 100) in rezerve iz dobička 34,8 mio evrov. Presežek iz prevrednotenja je znašal 116 mio evrov (indeks 98), kar je posledica vrednotenja finančnih sredstev, ki so bila v prvem tromesečju 2009 dodatno

oslabljena za 2,2 mio evrov. Preneseni poslovni izid je znašal 257,2 (indeks 105) in čisti poslovni izid obračunskega obdobja 3,7 mio evrov.

## 5. VREDNOTENJE ZAVAROVALNICE TRIGLAV Z METODO DCF

Podjetje bom vrednotil po metodi DCF, katero sem opisal že v poglavju 4.3.1. Ta metoda temelji na prihodnjih denarnih tokovih in določenih ocenah, katerih točnost je v veliki meri odvisna od podatkov, ki so na voljo. Namen vrednotenja ni v tolikšni meri ugotavljanje »prave« tržne vrednosti podjetja oz. delnice, temveč analitsko prikazati postopek vrednotenja. Ocena vrednosti bo temeljila na čim bolj preudarnih in smiselnih ocenah ter napovedih. Vse napovedi so oblikovane na podlagi javno dostopnih podatkih in na nekaterih pričakovanih finančnih analitikov, objavljenih v medijih ali pa pridobljenih preko osebnih intervjujev. Zaradi subjektivnosti same metode, je potrebno rezultate vzeti s precejšnjo rezervo in jih mogoče dopolniti z dodatnimi informacijami, katere mi v času pisanja diplomske naloge niso bile znane. Pri vrednotenju sem se v večini primerov opiral na podatke, ki izhajajo iz razmer na slovenskem trgu in manj na ostale trge, kjer je prisotna Zavarovalnica Triglav, d.d.. To izhaja iz dejstva, da je 75% kosmatih premij prispeva slovenski trg, na drugem mestu pa je hrvaški trg s 5,3% pobranih kosmatih premijah (Poslovno poročilo 2009, Zavarovalnica Triglav, d.d.).

### **5.1. NAPOVED POSLOVANJA**

Pri napovedi poslovanja Zavarovalnice Triglav se bom naslanjal predvsem na historične podatke dosedanjih stopenj rasti. Le te bom prilagodil trenutnim razmeram na trgu, saj bi v nasprotnem primeru dobil preveč optimistične rezultate. Na račun finančne krize bom v napovedih upočasnil rast zavarovalnice ter upošteval možnost dodatnih oslabitev v primeru poglobljanja le te. Bistvenega pomena je tudi razvoj trgov na katerih nastopa Zavarovalnica Triglav. Glede na to, da gre v večini primerov za razvijajoče se trge, ne smemo zanemariti potencialne rasti takih trgov. Upoštevati moramo tudi strukturne spremembe na samih trgih, kjer z dvigom standarda v posameznih državah začne naraščati delež življenjskega zavarovanja in se razmerje med premoženjskimi in življenjskimi zavarovanji počasi izenačuje. Ker Zavarovalnica Triglav d.d. nima enakomerno porazdeljenega tržnega deleža po posameznih trgih, je potrebno vsak trg posebej oceniti in določiti njegovo utež. Največjo utež ima slovenski trg, saj zavarovalnica na njem pobere

kar 75,7% kosmate zavarovalne premije preko Zavarovalnice Triglav in še 6% preko Triglav, Zdravstvene zavarovalnice.

Zaradi spreminjajočih se razmer na zavarovalniškem in finančnem trgu, bom napovedal tri različice poslovanja in sicer pesimistično, zmerno in optimistično napoved.

*Tabela 5: Izkaz uspeha za leta 2006, 2007, 2008<sup>1</sup>*

	2006	2007	2008
Čisti prihodki od zavarovalnih premij	755.779.029	847.230.636	941.032.569
Drugi čisti prihodki	281.114.486	283.663.022	47.964.047
Čisti odhodki za škode	485.668.546	531.569.482	583.723.107
Drugi stroški in odhodki	495.728.959	530.304.378	411.243.975
Poslovni izid pred obdavčitvijo	55.496.010	69.019.798	2.346.028
Odhodek za davek	18.977.112	14.561.452	786.418
Čisti poslovni izid	36.518.898	54.458.346	1.559.610
Čisti poslovni izid skupine	32.353.661	51.939.235	2.951.518
Čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov	4.165.237	2.519.111	-1.391.908

*Vir: Poslovno poročilo Zavarovalnica Triglav, 2008.*

### **5.1.1. Pesimistična napoved**

*Tabela 6: Pesimistična napoved za leta 2009-2013*

<sup>1</sup> Konsolidirano letno poročilo za leto 2008 je narejeno po mednarodnih standardih računovodskega poročanja (MSRP).

	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti prihodki od zavarovalnih premij	969.263.540	998.341.447	1.028.291.691	1.069.423.358	1.112.200.293
Drugi čisti prihodki	47.964.047	50.000.000	60.000.000	80.000.000	100.000.000
Čisti odhodki za škode	581.558.124	599.004.868	616.975.015	641.654.015	667.320.176
Drugi stroški in odhodki	423.581.294	436.288.733	449.377.395	467.352.490	486.046.590
Poslovni izid pred obdavčitvijo	12.088.169	13.047.846	21.939.281	40.416.853	58.833.527
Odhodek za davek	2.417.634	2.609.569	4.387.856	8.083.371	11.766.705
Čisti poslovni izid	9.670.535	10.438.277	17.551.425	32.333.483	47.066.822
Čisti poslovni izid skupine	11.670.535	21.488.628	17.551.425	31.686.813	45.654.817
Čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov	-2.000.000	0	0	646.670	1.412.005

Pri tej napovedi sem predvidel nadaljevanje finančne krize naslednji dve leti. Rast pobranih premij se bo upočasnila in dosegala prva tri leta 3 odstotno rast, v letu 2012 in 2013 pa 4 odstotno. Zaradi finančne krize naj bi se finančni prihodki še naprej zmanjševali<sup>2</sup>, ravno tako tudi odhodki zaradi spremembe poštene vrednosti finančnih sredstev. Tako bi drugi čisti prihodki ostali nekje na ravni iz leta 2008 in se povečevali na 100 mio evrov leta 2013. Predvideval sem, da se pretekli drugi čisti prihodki, med katere spadajo tudi donosi finančnih sredstev, iz leta 2007 in 2006 ne bodo v napovedanem obdobju ponovili in da so bili v omenjenih letih izredni. Leta 2013 bi po moji oceni dosegli največ 35 odstotkov v primerjavi z letom 2007. V skladu s težnjami in napovedmi Zavarovalnice Triglav sem predvidel enotni delež izplačanih škod v primerjavi s pobranimi premijami. Te bi vsako leto rasle in znašale 60 odstotkov pobranih premij. Padec drugih stroškov in odhodkov je bil iz leta 2007 na 2008 izreden in je znašal 119 mio evrov. Ta padec je posledica drastičnemu znižanju postavke ostale obveznosti iz zavarovalnih pogodb<sup>4</sup>, saj bi v nasprotnem primeru zavarovalnica zaradi slabitev finančnih naložb v letu 2008 poslovala z izgubo. Nižjih stroškov od doseženih v letih napovedi ni mogoče pričakovati, saj so ti na minimalni stopnji. Skozi vsa leta napovedi sem predvidel rast stroškov v enakem odstotku kot bodo rasle pobrane premije. Prva 3 leta 3 odstotke, naslednji dve leti pa 4 odstotke. Obdavčitev znaša 20 odstotkov. Čisti poslovni izid moramo ločiti na tisti del, ki pripada večinskim lastnikom in na tisti, ki pripada manjšinskim lastnikom.

Deleži manjšinskih lastnikov se v kapitalu odvisnega podjetja obračunavajo vsako leto na novo. Če odvisno podjetje posluje z izgubami in te v nekem trenutku presežejo vrednost njegovega kapitala, se v skupinski bilanci stanja pojavi negativen manjšinski kapital med sredstvi. Le če niso manjšinski lastniki obvezani in sposobni pokrivati izgube, se izguba, ki presega manjšinski kapital, obračuna z večinskim kapitalom. Če odvisno podjetje v

<sup>2</sup> Glej prilogo Izkaz poslovnega izida Zavarovalnice Triglav, d.d. za leto 2008.

naslednjih letih dosega dobičke, se ti toliko časa obračunavajo samo z večinskim kapitalom, dokler ni poravnana vsa izguba, ki bi pripadla manjšinskim lastnikom, a je bila obračunana z večinskim kapitalom (Kako konsolidirati računovodske izkaze, 2009). Ker sem predvidel nadaljevanje finančne krize še vsaj dve leti na domačem trgu, lahko predvidimo, da se bo na tujih trgih, (balkanski trg in trg jugo-vzhodne Evrope), kriza obdržala dlje časa. Odvisne družbe že zdaj poslujejo z izgubo, to se vidi iz negativnega čistega poslovnega izida manjšinskih lastnikov v letu 2008. Te izgube bo po vsej verjetnosti pokrivala matična družba, zato sem predvidel, da bo manjšinski poslovni izid v naslednjem letu tudi negativen in bo znašal 2 mio evrov, v naslednjih dveh letih, ko se bo poslovanje izboljšalo, pa bo ostal na ničli, saj si bo vsa dobiček izplačeval le večinski lastnik, ki je pokrival izgube v slabših letih. Za leto 2012 in 2013 sem določil manjšinski delež na podlagi historičnih podatkov in znaša 2 odstotka od čistega poslovnega izida.

### 5.1.2. Optimistična napoved

*Tabela 7: Optimistična napoved za leta 2009-2013*

	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti prihodki od zavarovalnih premij	1.035.135.826	1.138.649.408	1.252.514.349	1.377.765.784	1.515.542.363
Drugi čisti prihodki	53.000.000	60.000.000	90.000.000	160.000.000	280.000.000
Čisti odhodki za škode	621.081.495	683.189.644	751.508.609	826.659.470	909.325.417
Drugi stroški in odhodki	448.255.932	488.598.966	532.572.873	580.504.432	632.749.831
Poslovni izid pred obdavčitvijo	18.798.399	26.860.798	58.432.867	130.601.882	253.467.115
Odhodek za davek	3.759.680	5.372.160	11.686.573	26.120.376	50.693.423
Čisti poslovni izid	15.038.719	21.488.638	46.746.294	104.481.506	202.773.692
Čisti poslovni izid skupine	16.038.719	21.488.628	46.746.294	102.391.875	196.690.481
Čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov	-1.000.000	0	0	2.089.630	6.083.211

Pri optimistični napovedi sem predvidel rast pobranih premij skozi vseh pet let napovedi in sicer po dosedanjih stopnjah rasti, ki se gibljejo okoli 10 odstotkov. Rast premij bi temeljila predvsem na tujih trgih, kjer sem predvidel rast življenjskega standarda in izboljšanje ekonomske situacije. Posledično lahko pričakujemo večjo stopnjo pobranih premij na prebivalca in s tem večjo zavarovalno penetracijo. Izboljšati bi se morale tudi razmerje med premoženjskimi in življenjskimi zavarovanji, v korist slednjih. Zavarovalnica ima na teh trgih tudi možnost prodaje novih zavarovalnih produktov, ki so bili do sedaj zanemarljivo majhni. Pri drugih čistih prihodkih sem predvidel konec finančne krize v letu 2010 in popolno okrevanje trga do leta 2013. Tako so drugi čisti



prihodki to leto na ravni iz leta 2007 in znašajo 280 mio evrov. Čisti odhodki se povečujejo skupaj s pobranimi premijami in znašajo tako kot pri pesimistični napovedi 60 odstotkov pobrane premije. Drugi stroški in odhodki naraščajo in sicer linearno vsako leto za 9 odstotkov. Obdavčitev je 20 odstotna. Pri optimistični napovedi je čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov leta 2009 še vedno negativen, naslednji dve leti nič, saj bo pretekle izgube pokrival večinski lastnik, predzadnje leto napovedi bo znašal 2 odstotka in zadnje leto 3 odstotke. Ta rast je napovedana zaradi boljšega poslovanja hčerinskih zavarovalnic.

## 5.2. STROŠEK LASTNIŠKEGA KAPITALA

Strošek lastniškega kapitala bom ocenil po metodi CAPM, ki je podrobneje opisana v poglavju 4.1.4.3.

$$k_s = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (10)$$

$$\text{Strošek lastniškega kapitala} = 2,28 \% + 5,54\% \times 1,0145 = 7,9 \%$$

Za netvegano obrestno mero ( $r_f$ ) sem izbral nemško 10 letno državno obveznico, z dospelostjo 7. 4. 2019 in ki je kotirala na današnji dan (25.8.2009) pri 3.28 odstotkih (Finančno-poslovni portal Bloomberg, 2009).

Tržno premijo za tveganje sem dobil na spletni strani Damodaran Online (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) in so izračunane na podlagi ocene posamezne države s strani bonitetne hiše Standars and Poors. Za Slovenijo znaša 5,54 odstotka.

Zavarovalnica Triglav d.d je pričela kotirati na Ljubljanski borzi šele 9.9.2008 zato historični izračun bete ( $\beta$ ), ki bi primerjal gibanje cene delnice in borznega indeksa SBI20, ni najbolj primeren. Zato sem se odločil uporabiti sektorsko beto, izračunano na spletni strani Damodaran Online ([http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)) in ki odraža bete 113 zavarovalnic izračunane januarja 2009. Beta življenjskih zavarovalnic znaša 1,27, premoženjskih pa 0,92. Ker je Zavarovalnica Triglav kompozitna zavarovalnica sem beto prilagodil glede na delež življenjskih in premoženjskih zavarovanj. Premoženjska zavarovanja so znašala 73 odstotkov, življenjska pa 27 odstotkov (Letno poročilo 2009, Zavarovalnica Triglav, d.d.).

Izračun skupne bete :

$$0,92 \times 0,73 + 1,27 \times 0,27 = 1,0145$$

## 5.3. DISKONTIRANI DENARNI TOKOVI

Pri vrednotenju Zavarovalnice Triglav, d.d. moramo upoštevati predvsem denarne tokove večinskega lastnika. Le tega sem dobil tako, da sem od čistega poslovnega izida odštel čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov. Če bi hotel izračunati čisti denarni tok večinskega lastnika, bi moral upoštevati tudi spremembe kapitala in dolga. O dokapitalizaciji Zavarovalnice Triglav se govori že dolgo, vendar se vedno odloži na poznejši čas. (Dnevnik Žurnal, 2009). Zaradi recesije dvomim, da bo država našla denar in dokapitalizirala zavarovalnico v bližnji prihodnosti. Ravno zaradi nedorečenosti pridobivanja dodatnega kapitala in dolga, sem se odločil, da bom pri diskontiranju denarnih tokov upošteval le čisti poslovni izid večinskega lastnika, saj bi vključevanje dodatnih negotovosti, le razvrednotilo dobljeni rezultat z vidika točnosti.

Za izračun diskontnega faktorja sem uporabil strošek lastniškega kapitala po metodi CAPM, ki znaša 7,9 odstotka.

*Tabela 8: Diskontirani denarni tokovi za leta 2009-2013, optimistična napoved.*

	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti poslovni izid	16.038.719	21.488.628	46.746.294	102.391.875	196.690.481
Diskontni faktor	0,9268	0,8589	0,7960	0,7377	0,6837
Diskontirani denarni tok	14.864.684	18.456.582	37.210.050	75.534.486	134.477.281
Skupaj diskontiran denarni tok	280.543.083				

*Tabela 9: Denarni tokovi za leta 2009-2013, pesimistična napoved.*

	2009	2010	2011	2012	2013
Čisti poslovni izid	11.670.535	21.488.628	17.551.425	31.686.813	45.654.817
Diskontni faktor	0,9268	0,8589	0,7960	0,7377	0,6837
Diskontirani denarni tok	10.816.251	18.456.582	13.970.934	23.375.361	31.214.198
Skupaj diskontiran denarni tok	97.833.326				

#### 5.4. PREOSTALA VREDNOST

Preostala vrednost nam pove, kolikšna je vrednost podjetja po obdobju, za katerega smo predvideli denarne tokove. V mojem primeru je to vrednost Zavarovalnice Triglav po letu 2013. Za izračun preostale vrednosti potrebujemo zadnji diskontiran denarni tok, strošek lastniškega kapitala in predvideno stopnjo rasti po obdobju napovedi. Pri optimistični napovedi sem predvidel dolgoročno rast Zavarovalnice Triglav 5 odstotkov, pri pesimistični pa 3 odstotke.

Optimistična napoved:

$$\text{Preostala vrednost} = \frac{(100.477.281 \cdot 1,05^6)}{(7,9\% - 5\%)} = 231.857.381$$

Pesimistična napoved:

$$\text{Preostala vrednost} = \frac{(81.214.198 \times 34\%)}{(7,94\% - 34\%)} = 19.110.733$$

## 6. OCENA VREDNOSTI ZAVAROVALNICE TRIGLAV

Oceno vrednosti Zavarovalnice Triglav dobimo tako, da seštejemo diskontirane denarne tokove večinskega lastnika in jim prištejemo še preostalo vrednost. Dobljeni znesek delimo s številom delnic Zavarovalnice Triglav. Pri tem moramo paziti, da odštejemo vse lastne delnice. Dobljeni rezultat, bi moral kazati pošteno vrednost delnice.

*Tabela 10: Ocena vrednosti Zavarovalnice Triglav, pesimistična ocena.*

Vrednost diskontiranih denarnih tokov ( mio evrov)	<b>97.833.326</b>
Preostala vrednost (mio evrov)	<b>19.110.733</b>
Vrednost lastniškega kapitala ( mio evrov)	<b>116.944.059</b>
Število delnic	<b>22.735.138</b>
<b>Vrednost delnice (evrov)</b>	<b>5,14</b>

*Tabela 11: Ocena vrednosti Zavarovalnice Triglav, optimistična ocena.*

Vrednost diskontiranih denarnih tokov ( mio evrov)	<b>280.543.083</b>
Preostala vrednost (mio evrov)	<b>231.857.381</b>
Vrednost lastniškega kapitala ( mio evrov)	<b>512.400.464</b>
Število delnic	<b>22.735.138</b>
<b>Vrednost delnice (evrov)</b>	<b>22,54</b>

Dne 26. 8.2009 je bila tržna vrednost (najvišja poprečna zaključna) delnice Zavarovalnice Triglav, d.d. na ljubljanski borzi 22, 43 eura.

SKLEP

Osnove metod za vrednotenje podjetij so v večini primerov enake, vendar jih je potrebno prilagoditi vsaki posamezni situaciji. Tudi pri vrednotenju finančnih podjetij, moramo upoštevati posebnosti in prilagoditi metodo svojemu namenu.

V diplomski nalogi sem opisal najpogostejše metode vrednotenja, ki temeljijo na donosu, sredstvih in na načinu tržnih primerjav. Pri opisu metod sem se opiral predvsem na njihovo uporabnost in pogostost uporabe v praksi. Ker temelji diplomatska naloga na javno dostopnih informacijah, le te pa velikokrat niso uporabne, so mnoge metode v praksi težko izvedljive, ali pa ne dajejo uporabnih podatkov. Predvsem tiste metode, pri katerih je potrebno predvideti prihodnje poslovanje so v veliki meri odvisne od samega ocenjevalca in dajejo subjektivne ocene, katere se med ocenjevalci močno spreminjajo. Ravno zaradi tega, je moja diplomatska naloga dober prikaz teoretičnega in praktičnega poteka ocenjevanja določenega podjetja, vendar se ne smemo preveč zanašati na dobljeni rezultat, saj je ta preveč odvisen od raznih predpostavk in napovedi v modelu.

Izbrana metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF) je dober model za razumevanje vrednosti podjetja na podlagi ustvarjenih prihodnjih denarnih tokov in nazorno prikaže potrebne izračune, za oceno končne vrednosti podjetja. Pri tej metodi sem predvidel denarne tokove za naslednjih 5 let, poiskal ustrezno donosnost lastniškega kapitala in diskontiral denarne tokove na sedanji čas. Določil sem tudi potencialno rast družbe po ocenjenem obdobju, kot da bi le ta poslovala v neskončnost in izračunal preostalo vrednost podjetja. Diskontirane denarne tokove sem seštel in jim prištel preostalo vrednost. Seštevek sem nato delil s številom delnic in dobil rezultat. Zaradi nepredvidljive situacije na finančnih trgih, sem za diplomatsko delo izračunal dve različici, pesimistično in optimistično.

Pri pesimistični različici sem predvidel nadaljevanje finančne krize in stagnacijo poslovanja naslednje dve leti ter ohranitev negativnih finančnih učinkov, ki jih je prinesla finančna kriza. Dobljeni rezultat je pokazal, da je poštena vrednost Zavarovalnice Triglav, d.d. v takih razmerah 5,14 eura, kar je močno pod trenutno tržno vrednostjo na borzi.

Pri optimistični različici pa sem predvidel konec finančne krize v naslednjem letu in konstantno rast pobranih premij do konca leta 2013. Glavna predpostavka je bila, da se bodo finančni prihodki do leta 2013 vrnil na raven iz leta 2007. V tem primeru je izračunana poštena vrednost Zavarovalnice Triglav, d.d. 22,54 eura, kar je približno toliko, kot je trenutna cena na borzi. Na dan 26.8.2009 je delnica Zavarovalnice Triglav (ZVTG) kotirala pri 22,43 eura in kaže, glede na moj izračun, optimistično ozračje, pri trgovanju s to delnico.

Pri pisanju diplomske naloge sem se srečeval z določenimi težavami, saj sem jo pisal ravno v času največje finančne krize po drugi svetovni vojni. Vsi trenutni podatki, katere sem potreboval pri ceno, so pretirano odstopali od večletnih povprečij, zato je bila njihova

uporaba precej tvegana. Tudi uporaba določenih koeficijentov mogoče ni bila ravno posrečena, saj se slovenski finančni trg močno razlikuje od ameriškega in evropskega. Zaradi majhne likvidnosti in časovno kratkega obdobja trgovanja z delnico Zavarovalnice Triglav včasih ni bilo moč izračunati določenih podatkov in sem moral uporabiti podatke za evropsko zavarovalniško panogo. Tvegana je tudi ocena gibanja trgov na katerih posluje Zavarovalnica Triglav. Gre za balkanske trge in trge jugo-vzhodne Evrope, kjer so se pokazali negativni učinki finančne krize še toliko bolj. V teh državah lahko na račun monetarne politike pričakujemo še večja spreminjanja deviznega tečaja in s tem precejšnje valutno tveganje. Nepredvidljive razmere so tudi na domačem trgu. Zavarovalnica Triglav je v večinski državni lasti, zato je njeno gospodarjenje v veliki meri odvisno od volje politikov. Načrtovana dokapitalizacija bi precej vplivala na vrednost zavarovalnice, vendar jo zaradi nepredvidljivih javno finančnih razmer nisem vključil v svoj model.

## LITERATURA IN VIRI

1. Bartley, J. M.(1999). *CFROI Valuation: A total system approach to valuing the firm*. Butterworth – Heinemann.
2. Bezljaj, P. (2006). *Vrednotenje finančnih institucij s poudarkom na posebnostih vrednotenja poslovnih bank* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Bratkovič, B. (2007). *Vrednotenje za potrebe nakupa izbranega podjetja* (magistersko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Brigham, E.F. et al. (2004). *Intermediate Financial Management* (8th Edition). Thomson: South-Western.
5. Copeland, T. et al. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd Edition). New York: John Wiley & Sons, Inc.
6. Damodaran, A. (2003). *Investment Philosophies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
7. Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*. New York: Yohn Wiley & Sons.
8. Damodaran, A. (2001). Valuing Financial Service Firms. Najdeno 25. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/finfirm.pdf>
9. Damodaran Online. Najdeno 14.9.2009 na spletnem naslovu [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
10. Dnevnik Žurnal. Najdeno 24.8.2009 na spletnem naslovu <http://www.zurnal.org/Nadzorniki-tudi-o-kapitalski-ustreznosti/novice/gospodarstvo/80913>.
11. Ehrbar, A., & Stewart S. (1998). *EVA: the real key to creating wealth*. New York: J. Wiley.
12. Emerging Europe Monitor. (2009). Najdeno 20. Julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.emergingeuropemonitor.com/file/monitor/8/7226/central-europe--baltic-states-monitor.html>



13. Finančno-poslovni portal Bloomberg. Najdeno 25. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html>
14. Kunšek, M. (2009, 27. februar). Kako konsolidirati računovodske izkaze. Najdeno 20. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.findinfo.si/DnevneVsebine/Aktualno.aspx?id=7107>
15. Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4th Edition). New Jersey: McKinsey&Company.
16. Letno poročilo za leto 2008, Zavarovalnica Triglav, d.d. Najdeno 30. maja na spletnem naslovu <http://www.triglav.si/pokazi.asp?id=1889>
17. Movrin, P. (2008). *Metode vrednotenja podjetij na primeru skupine Gorenje* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Mramor, D. (2000). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo. 3. zvezek. 1. izdaja. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
20. Rader, B. (2002). *Vrednotenje delniških družb-primer podjetja Lek d.d.* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. Reilly, F. K. & Brown, K.C. (2003). *Investment Analysis and Portfolio Management*. (7th Edition). Masonic (Ohio): South-Western.
22. Ribnikar, I. (1999). Monetarna ekonomija. 1. del: *Denar, finančne institucije in denarna politika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. Ross Stephen, A. (2002). *Corporate finance*. Boston (Mass.): McGraw-Hill/Irwin.
24. Slovensko zavarovalno združenje. Najdeno 16.9.2009 na spletnem naslovu <http://www.zav-zdruzenje.si/statistika.htm>
25. Statistične informacije 2009, Državni zavod za statistiku. Najdeno 10. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.dzs.hr/>

26. Statistički prikaz, broj 160, Ministarstvo financija. Najdeno 11. junija 2009 na [http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Statistika\\_hrvatski\\_160.pdf](http://www.mfin.hr/adminmax/docs/Statistika_hrvatski_160.pdf)
27. Stewart Bennett, G. (1991). *The quest for value: the EVA management guide*. New York: HarperBusiness.
28. Škof, M. (1994). *Vrednotenje podjetij* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Štravs, M. (2003). *Posebnosti računovodstva v zavarovalnicah* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
30. Todić, D. (2007). *Naložbena zavarovanja Zavarovalnice Triglav* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
31. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o zavarovalništvu (ZZavar-A). Uradni list RS. (št. 21/2002).
32. Zakon o zavarovalništvu. Uradni list RS. (št. 13/2000).

# **PRILOGA**

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA ZAVAROVALNICE TRIGLAV, D.D. ZA LETO 2008

PRILOGA 2 : GRAF GIBANJA VREDNOST DELNICE IN ENOTNEGA TEČAJA ZAVAROVALNICE TRIGLAV (ZVTG) NA LJUBLJANSKI BORZI

PRILOGA 3: GRAF GIBANJA VREDNOSTI DELNICE ZVTG IN SLOVENSKEGA DELNIŠKEGA INDEKSA SBI20

PRILOGA 3: SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

PRILOGA 1: IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA ZAVAROVALNICE TRIGLAV, D.D. ZA LETO 2008

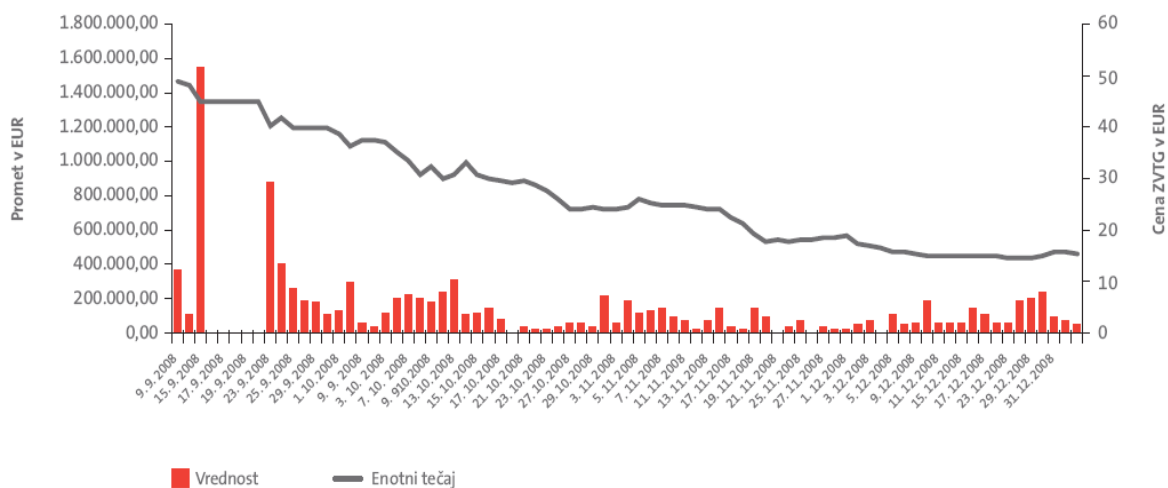
*Tabela 1: Izkaz poslovnega izida Zavarovalnice Triglav, d.d. za leto 2008*

	V EUR		
	LETO 2008	LETO 2007	INDEKS
<b>ČISTI PRIHODKI OD ZAVAROVALNIH PREMIJ</b>	941.032.569	847.230.636	111
1. Obračunane kosmate zavarovalne premije	1.024.451.610	915.424.885	112
2. Delež po(so)zavarovateljev v kosmati zavarovalni premiji	-64.515.171	-51.005.847	126
3. Sprememba kosmate prenosne premije	-19.851.568	-18.520.781	107
4. Sprememba prenosne premije za po(so)zavarovalni del	947.698	1.332.379	71
<b>DRUGI ČISTI PRIHODKI</b>	47.964.047	279.202.156	17
1. Prihodki od finančnih sredstev	91.365.343	89.857.958	102
2. Prihodki od naložbenih nepremičnin	5.803.361	6.568.929	88
3. Prihodki od provizij	36.596.027	38.409.518	95
4. Čisti prihodki / (odhodki) zaradi spremembe poštene vrednosti finančnih sredstev	-137.764.962	47.484.053	
5. Čisti dobički / (izgube) od prodaje finančnih sredstev	-9.874.952	27.647.444	
6. Drugi prihodki iz zavarovalnih poslov	7.301.417	5.168.488	141
7. Drugi prihodki	54.537.813	64.065.766	85
<b>ČISTI ODHODKI ZA ŠKODE</b>	583.723.107	531.569.482	110
1. Obračunani kosmati zneski škod	617.964.516	498.960.083	124
2. Prihodki od uveljavljenih kosmatih regresnih terjatev	-21.432.255	-19.022.363	113
3. Obračunani delež po(so)zavarovateljev v kosmatih škodah	-55.658.365	-21.618.532	257
4. Sprememba kosmatih škodnih rezervacij	53.929.623	78.058.826	69
5. Sprememba kosmatih škodnih rezervacij za po(so)zavarovalni del	-14.366.180	-6.155.904	233
6. Odhodki iz izravnalne sheme	3.285.768	1.347.372	244
<b>DRUGI STROŠKI IN ODHODKI</b>	411.243.975	530.304.378	78
1. Odhodki za bonuse in popuste	12.388.561	11.160.425	111
2. Spremembe ostalih obveznosti iz zavarovalnih pogodb	24.376.537	192.482.652	13
3. Stroški pridobivanja zavarovanj	134.953.597	122.733.462	110
4. Ostali obratovalni stroški	73.450.325	59.876.219	123
5. Finančni odhodki	45.719.495	8.457.269	541
6. Odhodki naložbenih nepremičnin	3.616.634	3.179.247	114
7. Drugi odhodki iz zavarovalnih poslov	52.953.040	45.386.957	117
8. Drugi odhodki	63.785.786	87.028.147	73
<b>DELEŽ DOBIČKA / (IZGUBE) PRIDRUŽENIH DRUŽB (+/-)</b>	8.316.494	4.460.866	186
<b>POSLOVNI IZID PRED OBDAVČITVIJO</b>	2.346.028	69.019.798	3
Odhodek za davek	786.418	14.561.452	5
<b>ČISTI POSLOVNI IZID</b>	1.559.610	54.458.346	3
- Čisti poslovni izid Skupine	2.951.518	51.939.235	6
- Čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov	-1.391.908	2.519.111	-55

Vir: Poslovno poročilo Zavarovalnica Triglav, 2009.

## PRILOGA 2 : GRAF GIBANJA VREDNOST DELNICE ZAVAROVALNICE TRIGLAV (ZVTG) NA LJUBLJANSKI BORZI

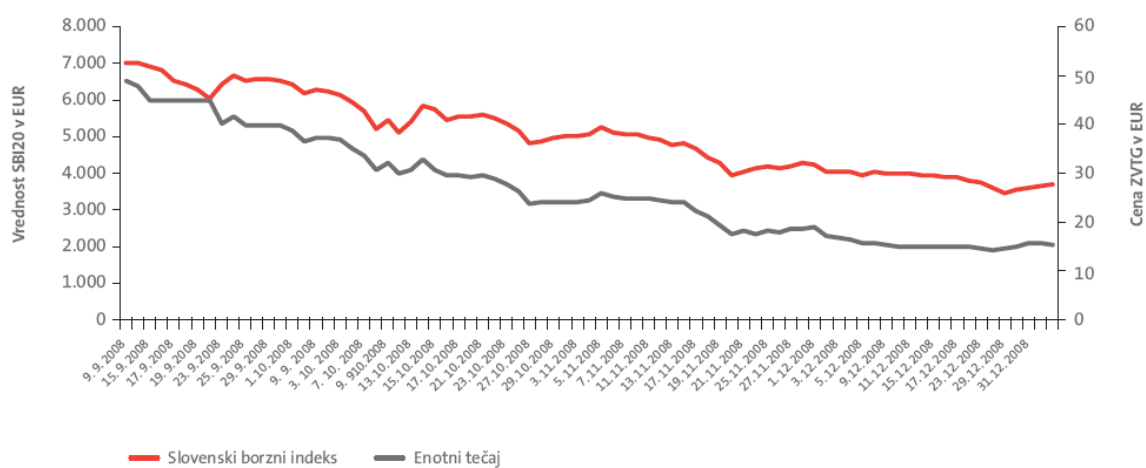
Tabela 2: Gibanje vrednosti delnice Zavarovalnice Triglav (ZVTG) na Ljubljanski borzi



Vir: Poslovno poročilo Zavarovalnica Triglav, 2009.

PRILOGA 3: GRAF GIBANJA VREDNOSTI DELNICE ZVTG IN SLOVENSKEGA DELNIŠKEGA INDEKSA SBI20

Tabela 3: Graf gibanja vrednosti delnice Zavarovalnice Triglav, d.d. in slovenskega borznega indeksa SBI20.



Vir: Poslovno poročilo Zavarovalnica Triglav, 2009.

### PRILOGA 3: SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

**Book Value** - knjižna vrednost ,

**Cash Flow Return On Investments ( CFROI)** – denarni tok iz naložb,

**Discounted Cash Flow ( DCF)** – diskontirani denarni tokovi,  
**Employeeism** – vpliv zaposlenih v podjetju,  
**Earnings Before Interest And Taxes Depreciation And Amortization (EBITDA)** – poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo,  
**Economic Value Added (EVA)** - model ekonomske dodane vrednosti,  
**Earnings Before Interest And Taxes (EBIT)** – poslovni izid iz poslovanja pred obrestmi in davki,  
**Exces Marketable Securites** – presežne finančne naložbe,  
**Fair Market Value** - poštena tržna vrednost,  
**Going Concern Value** – vrednost podjetja, ki posluje v neskončnost,  
**Gross Investment** – vrednost začetne investicije,  
**Gross Cash Flow** – denarni tok iz sredstev,  
**Hipotetical Value** - hipotetična vrednost,  
**Insurable Value** - zavarovalna vrednost,  
**Intrinsic Value** - notranja vrednost,  
**Investment Value** - vrednost za investitorja,  
**Liquidation Value** - likvidacijska vrednost,  
**Management Buy Out ( MBO)** – managerski odkup podjetja,  
**Mortgage Value** - hipotečna vrednost,  
**Net Cash Receipts** – neto denarni tokovi,  
**Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT)** – dobiček iz poslovanja zmanjšan za davke,  
**Neto Present Value ( NPV)** – neto sedanja vrednost,  
**Return On Equity (ROE)** – donosnost kapitala,  
**Return On Invested capital ( ROIC)** – donos na investiran kapital,  
**Total Firm Warranted Value** – skupna vrednost podjetja,  
**Vair Value** - poštena vrednost,  
**Weighted Average Cost of Capital (WACC)** – tehtani povprečni stroški kapitala.