

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DEJAN JURSINOVIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PRIMERJAVA VREDNOTENJA PODJETJA IN BANKE

Ljubljana, november 2007

DEJAN JURSIČ

IZJAVA

Študent **DEJAN JURSINOVIČ** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **doc. dr. ALJOŠE VALENTINČIČA**, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne **20. 11. 2007**

Podpis:

Kazalo

1	Uvod.....	1
2	Vrednotenje podjetja	2
2.1	Namen vrednotenja.....	2
2.2	Priprava na vrednotenje.....	3
2.3	Metode vrednotenja.....	5
2.4	Metode sedanje vrednosti donosov	7
2.4.1	Model prostih denarnih tokov podjetju	7
2.4.1.1	Diskontni faktor.....	9
2.4.1.2	Vrednost po obdobju natančnega napovedovanja	10
2.4.2	Najbolj pogoste napake pri vrednotenju.....	11
3	Vrednotenje banke	12
3.1	Opredelitev banke.....	12
3.2	Analiza banke	13
3.2.1	Analiza operativnega okolja	13
3.2.2	Kapital	13
3.2.3	Kvaliteta naložb (sredstev).....	14
3.2.4	Prihodki in dobičkonosnost.....	17
3.2.5	Likvidnost in zakladniško poslovanje banke.....	19
3.3	Metode vrednotenja banke	21
3.3.1	Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE)	21
3.3.2	Knjigovodska vrednost poslovne banke.....	22
3.3.3	Metoda čistega premoženja	23
3.4	Razlike pri bankah glede na nefinančna podjetja.....	23
4	Primer vrednotenja podjetja in banke	26
4.1	Primer vrednotenja podjetja X	26
4.1.1	Splošno o podjetju X	26
4.1.2	Ocena preteklega poslovanja.....	26
4.1.3	Napovedi izkaza poslovnega izida in bilance stanja	27
4.1.4	Izračun diskontnega faktorja	29
4.1.5	Ocena končne vrednosti podjetja	30
4.2	Primer vrednotenja banke Y	31
4.2.1	Predstavitev banke Y	31
4.2.2	Kapital	31
4.2.3	Kvaliteta naložb.....	31
4.2.4	Vodstvo, organizacijska in kadrovska struktura.....	32
4.2.5	Prihodki in dobičkonosnost.....	33
4.2.6	Likvidnost in zakladniško poslovanje banke.....	33
4.2.7	Pregled posameznih področij	33
4.2.8	Ocena vrednosti banke	34
5	Sklep.....	36
	Literatura	38
	Viri.....	39

Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

Priloge

1 Uvod

Osnovni cilj poslovanja podjetja je v skladu z neoklasično finančno teorijo maksimirati tržno vrednost podjetja (Mramor, 1991, str. 34), kar lahko tudi izmerimo. Usmerjenost na vrednost, ustvarjeno za delničarje, nima pozitivnih učinkov samo za delničarje, ampak tudi za celotno gospodarstvo in ostale delničarje. V končni fazi delničarje zanima cena posamezne delnice in njeno gibanje. Lahko rečemo, da ceno vrednostnega papirja določata ponudba in povpraševanje, vendar pa v osnovi ta cena izhaja iz ocenjene vrednosti podjetja, na katero je vezan določen vrednostni papir oziroma ima podlago v njej. Na ceno delnice poleg izračunane vrednosti podjetja lahko vplivajo še številni drugi dejavniki (špekulacije), ki z dejansko vrednostjo podjetja nimajo nikakršne povezave. Analitiki poskušajo na podlagi javno dostopnih informacij, kot tudi skrbnega in natančnega pregleda, določiti oziroma oceniti vrednost proučevanega podjetja.

Vrednotenje podjetja je temelj za določanje tržne vrednosti lastniških deležev za potrebe odločanja lastnikov o prodaji, nakupu in prevzemu podjetij. Vrednost sama po sebi ni dokončno dejstvo, je le ocena najbolj verjetne ocene v nekem trenutku, ko bosta pogajalca (kupec in prodajalec) v skladu s svojimi interesi našla skupni imenovalec. Vrednotenje podjetij v sodobnem konceptu kapitalskega trga obravnava podjetje kot vsako drugo finančno naložbo. Vrednotenje podjetja ali banke je proces, pri katerem se z uporabo podatkov iz preteklosti, sedanjosti in načrtovane prihodnosti ugotavlja vrednost podjetja (banke). Poznamo več vrst vrednotenja: od preprostih do zelo zahtevnih. Katera metoda je za podjetje ali banko najprimernejša, je odvisno od namena vrednotenja, količine podatkov in časa, ki je na voljo.

Cilj diplomskega dela je predstaviti ključne razlike med bankami in podjetji, s katerimi sem se srečal pri izdelavi diplomskega dela v procesu vrednotenja.

V drugem poglavju diplomskega dela bom predstavil proces vrednotenja, pred tem pa definiraj, kaj sploh pomeni oziroma je vrednost. Za ocenjevanje vrednosti so se v sodobnem finančnem svetu pojavile številne metode, ki imajo svoje prednosti in slabosti. Predstavljene so najpogostejše uporabljane metode vrednotenja in najpogostejše težave, ki so jih profesionalni analitiki zaznali pri posameznih primerih vrednotenja. V nadaljevanju bom predstavil najbolj pogosto uporabljano metodo vrednotenja: metodo diskontiranih denarnih tokov.

V tretjem poglavju bom predstavil ključne razlike pri vrednotenju banke glede na podjetje. Opisal bom področja, ki nas pri vrednotenju bank še posebej zanimajo in so različna (jih ne najdemo) pri podjetju. Področja, ki so skupna oziroma enaka kot pri podjetju v poglavju, niso vključena.

V četrtem poglavju bom predstavil primera izračuna vrednosti podjetja X in banke Y. Vrednost podjetja X bom poskušal oceniti na podlagi metode diskontiranih denarnih tokov podjetju. V drugem delu četrtega poglavja bom na podlagi podatkov skrbnega pregleda banke predstavil ključne zadeve o poslovanju banke ter na njihovi podlagi izračunal vrednost banke.

Na koncu diplomskega dela je predstavljen sklep z zaključki in povzetki.

2 Vrednotenje podjetja

2.1 Namen vrednotenja

Podlaga za poslovno odločanje je maksimiranje vrednosti za lastnika podjetja (ang. shareholders value), ki je povezana z maksimiranjem vrednosti podjetja in ne izključuje dejstva, da je treba pri poslovnem odločanju upoštevati tudi interese ostalih interesnih skupin (ang. stakeholders), ki sodelujejo v poslovanju in financiranju podjetja. Glede na širok izbor ciljev, ki si jih lahko zastavi podjetje, lahko pride do problemov pri določanju, kateri cilj je najpomembnejši za podjetje. Najpomembnejši in hkrati edini cilj, ki mu mora slediti podjetje, je maksimiranje vrednosti podjetja. Dobičkonosna podjetja imajo namreč v večini primerov zadovoljne kupce – stranke in lojalne zaposlene, nasprotno pa so z nedonosnimi podjetji nezadovoljni tako kupci (stranke) kot zaposleni v teh podjetjih (Brealey et al., 2000, str. 27).

Vsako sredstvo, finančno ali stvarno, ima vrednost. Ključ za uspešno investiranje in upravljanje teh sredstev leži v razumevanju ne samo tega, kaj je vrednost, ampak tudi, iz česa izhaja vrednost. Vsako sredstvo je lahko vrednoteno, vendar je nekatera sredstva lažje vrednotiti kot druga in metode vrednotenja bodo različne od primera do primera. Metode vrednotenja se uporablja na različnih ravneh vodenja; v podjetju omogočajo izboljšavo sistema odločanja na vseh ravneh (Pratt, 2000, str. 18). Posameznikom, ki v podjetju sprejemajo odločitve, dajejo informacije in jih usmerjajo k sprejemanju odločitev, ki prispevajo k povečevanju vrednosti podjetja. Na najvišjih ravneh upravljanja podjetja omogočajo vrednotenje različnih strateških usmeritev, na najnižjih pa omogočajo, v skladu s sprejeto strategijo podjetja, postavitev operativnih ciljev in meril za doseganja teh ciljev (Nemec, 2002, str. 1).

Na splošno je ocena vrednosti podjetja različna za različne kupce in je lahko različna tako za kupca kot prodajalca. Vrednost podjetja se ne bi smela enačiti oziroma biti določena s ceno, ki je bila dogovorjena med prodajalcem in kupcem v procesu prodaje (Fernandez, 2004a, str. 2). Vrednotenje igra zelo pomembno vlogo v procesu prevzemanja in združevanja. Kupec oziroma prevzemno podjetje mora namreč določiti pravo (pošteno) vrednost za podjetje, preden se odloči za ponudbo, oziroma določi ciljno ceno, do katere je še pripravljen izpeljati posel. Na drugi strani pa mora tudi prodajalec oziroma potencialno podjetje za prevzem poznati vrednost, po kateri naj bi bila prodaja sprejemljiva in v interesu obstoječih delničarjev,

preden se prodajalec odloči, ali bo sprejel ali zavrnil predlagano ponudbo. Na podlagi teh dejstev, pogajalske moči posamezne strani in podkrepljenih argumentov se v procesu pogajanj oblikuje končna (dogovorjena) cena, ki je vedno nekje vmes med izhodiščnima cenama (Fernandez, 2004a, str. 2).

Po Fernandezu (2004a, str. 2) lahko vrednotenje uporabljamo za različne namene:

1. V podjetju, ki kupuje ali prodaja dejavnost (ang. operations):
 - Kupcu vrednotenje pove najvišjo ceno, ki naj jo bi plačal.
 - Prodajalcu pa vrednotenje pove najnižjo ceno, po kateri se mu izplača prodati dejavnost.
2. Vrednotenje podjetij, uvrščenih v borzno kotacijo:
 - Vrednotenje je uporabljeno za primerjavo z vrednostjo delnice na borzi in odločitvijo, ali delnico podjetja kupiti, prodati ali držati.
 - Vrednotenje več podjetij je uporabljeno za določitev tistih delnic, ki bi jih morali imeti v portfelju, saj so nekatere delnice na lahko trgu podcenjene.
 - Vrednotenje več podjetij je uporabljeno za primerjavo med podjetji. Npr.: če investitor meni, da gibanje cene delnice podjetja General Electric boljše od gibanja cene delnice podjetja Amazon, bo kupil delnice prvega podjetja in prodal delnice Amazona.
3. Javna ponudba:
 - Vrednotenje se uporablja, da se upraviči cena delnice, ki je ponujena javnosti.
4. Identifikacija elementov za povečevanje vrednosti (ang. value drivers):
 - Vrednotenje podjetja ali posamezne poslovne enote je ključno za razumevanje, odkrivanje in vrednotenje elementov, ki ustvarjajo vrednost.
5. Strateško planiranje:
 - Vrednotenje podjetja ali posamezne enote je ključno pri ugotavljanju tega, kateri izdelek, država, kupci ... ustvarjajo ali zavirajo rast podjetja.

2.2 Priprava na vrednotenje

Pomembno je poudariti, da ni enotne metodologije, ki bi bila univerzalna za vrednotenje posameznega podjetja (Pratt, 2000, str. 35). Obstajajo regulatorne razlike, statutarne razlike, različen nadzor, kar pripelje do razlikovanja med posameznimi podjetji. Pratt (2000, str. 35) meni, da mora metodologija temeljiti na razlogu za vrednotenje oziroma biti odvisna od njega.

Vsekakor je proces vrednotenja zahteven in velikokrat pripelje do rezultatov, ki se med seboj razlikujejo. Pri vrednotenju ima veliko težo analitikov pogled in znanje, kako vrednotiti podjetje. Tako lahko rečemo, da je vrednotenje (deloma) tudi subjektivno. Poleg osebnega

pogleda ima velik vpliv na vrednotenje tudi kvaliteta podatkov, na katerih analitik postavlja svoja predvidevanja in ocene o prihodnjem in tekočem stanju podjetja, ter o trenutni, torej končni ceni podjetja. Če je namen vrednotenja podjetja prevzem, potem je lahko ciljno podjetje preveč optimistično pri določanju vrednosti, posebej kadar gre za sovražni prevzem in poskuša vodstvo ciljnega podjetja prepričati svoje delničarje, da je ponujena cena prenizka. Poleg tega lahko prevzemno podjetje v primeru, ko se je odločilo izpeljati prevzem ali združitev iz strateških razlogov, zelo pritiska na analitika, da z oceno vrednosti podpre ta prevzem ali združitev (Bezljaj, 2006, str. 4).

V procesu vrednotenja analitik poskuša pridobiti čim več podatkov, ki jih lahko dobi od podjetja. Za popolno in uspešno poznavanje podjetja bi moral analitik dobiti vsa finančna poročila in ostale podatke v zvezi z podjetjem¹. Pri pridobivanju podatkov je treba omeniti še dilemo, ki spremlja analitike. Ta se nanaša na leta proučevanja zgodovinskih podatkov, torej koliko stare podatke potrebujemo. V praksi se zahteva, da podatki pokrivajo ključno poslovanje; razumno obdobje naj bi bilo pet let, vendar se lahko interval tudi skrajša. Pri tem je treba upoštevati dejstvo, ali je v preteklem času prišlo do pomembnih sprememb v podjetju, ki bi imele ključni pomen za poslovanje in ustvarjanje prihodkov. Pri določanju obdobja proučevanja lahko pride do problema, zaradi problematičnega poslovanja podjetja v zadnjih letih. V tem primeru raje vzamemo daljšo časovno obdobje (deset let) (Pratt, 2000, str. 130).

Pomembno je, da se analitik čim bolj angažira in poišče čim bolj natančne, podrobne in verodostojne podatke. Če vrednotenje poteka s strani podjetja ali zunanjega naročnika so nam na voljo vsi ključni podatki o podjetju. Poleg splošno znanih pa imamo na voljo tudi podatke, ki so javnosti nedostopni in omogočajo boljšo oceno končne vrednosti podjetja. Posameznik, ki se odloči za vrednotenje podjetja od zunaj, ima omejene vire informacij, tako da njegova analiza temelji predvsem na zbiranju splošno znanih podatkov. Predvsem pa temelji na njegovem znanju, kako iz podatkov izluščiti pomembne in koristne informacije, in iz njih narediti uspešno sintezo (Pratt, 2000, str. 128). Pomemben vir informacij je lahko tudi obisk podjetja in srečanje z vodilnim managementom. Če ima podjetje nove programe, nove produkte ali storitve, je treba od vodilnih ljudi pridobiti informacije o tem, kakšne pozitivne učinke pričakuje podjetje od tega. Analitik se mora skupaj z vodstvom pogovoriti o programu podjetja glede investicij, združevanj, raziskav in razvoja. Potrebni so podatki o tem, koliko sredstev je bilo porabljenih in v katere namene ter kako so bili izdatki financirani (Pratt, 2000, str. 156).

Pri analizi trga se mora analitik osredotočiti na analizo konkurentov. Izdelati mora spisec konkurentov, ki jih ima podjetje za vsak njihov produkt in v vsakem segmentu trga, ki ga pokriva. Pri tem pa mora paziti, da svoje konkurente ne definira preozko (ali preširoko), saj je treba v analizo konkurentov dodati tudi potencialne konkurente, ki trenutno niso primerljivi s preučevanim podjetjem. Pri tem pa je najbolj pomembno ugotoviti, na kakšen način podjetje

¹ Več o tem glej v Pratt, 2000, str. 130.

konkurira ostalim konkurentom: ali z diferenciacijo, z unikatnimi izdelki ali s kvaliteto. Poznati je treba tudi navade kupcev, njihove zahteve in geografske preference. Pri trgu je treba poznati tudi njegovo naravo: ali je ciklična ali sezonski (Pratt, 2000, str. 171).

Pomemben del podjetja so tudi dobavitelji. Treba je poznati glavne dobavitelje in njihove izdelke. Pri dobaviteljih je treba poznati njihovo zanesljivost in možnost redne dobave. Podjetje mora tudi vedeti, koliko je odvisno od posameznega dobavitelja in kaj to pomeni za njegovo proizvodnjo. Lahko se zgodi, da pride do problemov pri dobavi materialov ključnih dobaviteljev ali enega samega, kar ima lahko ključne, včasih tudi katastrofalne posledice za podjetje (kupca surovin). Ugotoviti je treba, kako je podjetje pripravljeno na take situacije in kakšna je odvisnost od posameznega dobavitelja. Pri nekaterih podjetjih je cena električne energije ključnega pomena (to je pri proizvodnih podjetjih). Ključna faktorja pri tem sta cena in razpoložljivost. Ugotoviti je treba, kakšne tipe energije podjetje uporablja, količino, ki jo porabi in od kod jo dobiva. Pri vrednotenju je treba upoštevati tudi možnost dviga cen in njegove posledice za celotne stroške podjetja ter posledice izpadov energije za proizvodnjo (Pratt, 2000, str. 162).

V nekaterih podjetjih (proizvodna) delovna sila predstavlja glavni faktor za podjetje. Preveriti je treba razpoložljivost kadrov ter strošek in učinkovitost delovne sile. Pomemben del pri tem imajo tudi sindikati in njihova vloga. V primeru močnih sindikatov je pogajalska moč podjetja precej manjša, zaradi tega delavci uživajo večje pravice, zaradi česar je višji tudi strošek za podjetje (Pratt, 2000, str. 162).

Pri analizi se ne moremo tudi izogniti podatkom o tovarni in njeni opremi. Analitika zanima, v kakšnem stanju je oprema, v kolikšni meri so kapacitete izkoriščene, kakšne so možnosti širjenja kapacitet in kdo je lastnik zemljišča (Pratt, 2000, str. 163).

2.3 Metode vrednotenja

Metode, ki so se v sodobnem času pojavile in so uporabne za vrednotenje podjetja, so predstavljene v spodnji tabeli. Fernandez (2004a, str. 2) je identificiral šest skupin, v katere lahko razvrstimo metode vrednotenja:

Tabela 1: Metode za vrednotenje podjetja, združene v šest skupin

BILANCE STANJA
Ocenjujejo vrednost podjetja na podlagi vrednosti sredstev, ki izhajajo iz bilance stanja:
• Knjigovodska vrednost; • Popravljen književni vrednost; • Likvidacijska vrednost; • Nadomestitvena vrednost.

IZKAZA POSLOVNEGA IZIDA Temeljijo na uporabi večkratnikov, ki izhajajo iz poslovnega izida: • Multiplikator poslovnega izida – PER (ang. Price Earnings ratio) – Cena delnice/dobiček na delnico; • Dividenda na delnico – DPS (ang. Dividend per share); • P/S – (ang. Price to Sales) - Cena delnice/ prodaja na delnico; • EV – (ang. Enterprise Value) – Tržna vrednost investiranega kapitala se izračuna takole: tržna kapitalizacija + prednostne delnice + manjšinski delež + neto dolg; • EV/EBIT – EBIT (ang. Earning Before Interest and Taxes) - Dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki; • EV/EBITDA – EBITDA (ang. Earning Before Interest, taxes, Depreciation and Amortization) - Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo.
MESANE METODE Metode, ki temeljijo na dobrem imenu – Dobro ime (ang. GOODWILL).
METODE SEDANJE VREDNOSTI DONOSOV Ocenjevanje vrednosti podjetja na podlagi diskontiranih prihodnjih denarnih tokov: • Metoda prostega denarnega toka podjetju (FCFF) – (ang. Free Cash Flow to Firm) – Prosti denarni tok podjetju; • Metoda prostega denarnega toka lastniškemu kapitalu (FCFE) – (ang. Free Cash Flow to Equity) – Prosti denarni tok lastniškega kapitala; • Dividendno-diskontni model (DDM) – (ang. Dividend Discount Model) – Dividendno-diskontni model; • Model prilagojene sedanje vrednosti (APV) – (ang. Adjusted Present Value) – Model prilagojene sedanje vrednosti.
METODE VEČANJA VREDNOSTI(ang. Value creation) Ugotavljanje, ali podjetje pokriva svoje stroška kapitala v posameznih obdobjih: • Ekonomsko dodana vrednost (EVA) – (ang. Economic Value Added); • Model denarne dodane vrednosti (CVA) – (ang. Cash Value Added).
OPCIJSKI MODELI Vrednost določenega sredstva ne more biti večja od sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov, ki so pogojeni s tem, ali se bo določen dogodek zgodil ali ne. Sredstvo se lahko vrednoti kot opcija, če so izplačila funkcija vrednosti nekega sredstva, na katerega so vezana. Sredstvo se lahko vrednoti kot nakupna opcija, če je izplačilo odvisno od tega, ali bo vrednost sredstva, na katerega je vezano izplačilo, presegla predhodno določeno stopnjo. Lahko pa se vrednoti kot prodajna opcija, če izplačila rastejo, ko vrednost sredstva, na katerega so vezana izplačila, pade pod predhodno določeno stopnjo. • Black-Scholesov model.

Vir: Fernandez, 2004a, str. 2.

V samem procesu vrednotenja so najbolj priznane in najpogostejše uporabljane štiri zgoraj omenjene skupine: metoda balance stanja, metoda izkaza poslovnega izida, mešana metoda in metoda diskontiranih denarnih tokov (Fernandez, 2004a, str. 2).

2.4 Metode sedanje vrednosti donosov

Metode sedanje vrednosti donosov so teoretično najbolj pravilne metode vrednotenja naložb. Vrednost sredstva je funkcija denarnega toka, ki ga to sredstvo generira, življenjske dobe sredstva in tveganja, ki je povezano s temi denarnimi tokovi. Temeljijo na načelu sedanje vrednosti, po kateri je vrednost sredstva enaka sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov tega sredstva (Damodaran, 2001, str. 11):

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

kjer je:

n življenjska doba naložbe,

CF_t denarni tok v obdobju t,

r diskontna stopnja, ki odraža tveganje pričakovanih denarnih tokov.

Obstajajo trije osnovni pristopi k vrednotenju na osnovi diskontiranih denarnih tokov. Prvi pristop vrednoti samo lastniški kapital podjetja. Drugi pristop vrednoti celotno podjetje, kar pomeni poleg lastniškega kapitala tudi ostale dolžniške obveznosti do virov (obveznosti iz kreditov, obveznic, prednostnih delnic ...). Po tretjem pristopu pa se vrednoti podjetje po delih, in sicer posebej poslovanje, od katerega se odštejejo učinki dolga in drugih dolžniških obveznosti na vrednost (Damodaran, 2001, str. 12).

Če predpostavimo, da je podjetje sestavljeno iz več sredstev, potem je mogoče poslovno vrednost podjetja (ang. operating value) izračunati tako, da osnovni princip razširimo na vsa poslovna sredstva podjetja. Denarne tokove v podjetje diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki odraža tveganje vseh sredstev podjetja. Vrednotenje je oteženo, ker nekatera sredstva podjetje že uporablja (ang. asset in place), pri tem pa pomemben del vrednosti odražajo pričakovanja v zvezi z investicijami v prihodnosti. Oceniti moramo tako denarne tokove obstoječih sredstev kot tudi denarne tokove, ki so povezani z rastjo podjetja v prihodnosti (Nemec, 2002, str. 23).

2.4.1 Model prostih denarnih tokov podjetju

Denarni tok v podjetju določa vrednost podjetja in ga imenujemo prosti denarni tok (FCF; ang. Free Cash Flow). FCF je denarni tok po plačilu davkov in vseh investicijah podjetja in je razlika med vsemi prihodki in izdatki podjetja. Opredeljen je kot poslovno-finančna kategorija, ki je neodvisna od načina financiranja podjetja (Mauboussin, 1997, str. 7). Izvira iz

rednih ali osnovnih dejavnosti podjetja in je na voljo vsem, ki investirajo kapital v podjetje, tako upnikom kot lastnikom.

Metoda denarnega toka podjetju vrednoti lastniški kapital kot vrednost poslovanja podjetja (to je vrednost podjetja, ki je na voljo vsem investorjem), zmanjšana za vrednost dolga in ostalih terjatev investorjev (npr. prednostnih delnic), ki so nadrejene navadnemu lastniškemu kapitalu. Vrednost poslovanja in dolga je enaka ustvarjenim denarnim tokovom, ki se jih diskontira po stopnjah, ki odražajo tveganje denarnih tokov (Damodaran, 2001, str. 13):

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

kjer je:

FCF_t pričakovani prosti denarni tok podjetja v obdobju t ,

$WACC$ tehtano povprečje stroškov kapitala.

Za izračun prostega denarnega toka potrebujemo dobiček iz poslovanja, od katerega odštejemo davke. Dobiček iz poslovanja vključuje večino prihodkov in stroškov iz poslovanja, ne vključuje pa: prihodkov in stroškov od obresti, izrednih prihodkov in odhodkov ter prihodkov od neposlovnih investicij podjetja. Ponovni izračun davka je potreben zaradi davčnega ščita, ki ga omogoča financiranje z dolgom (Copeland et al., 2000, str. 164).

Razlika med dobičkom iz poslovanja in davkom na dobiček je čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih (v nadaljevanju: NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Taxes). Čistemu dobičku iz poslovanja po davkih prištejemo amortizacijo. Prosti denarni tok je enak razliki med NOPLAT in vsemi investicijami podjetja (investicije v dolgoročna sredstva in neto obratni kapital) (Brigham, 2004, str. 411). Tabela 2 prikazuje postopek izračuna prostega denarnega toka.

Tabela 2: Izračun prostega denarnega toka

<i>Dobiček iz poslovanja</i>
– davki
<i>= Čisti dobiček iz poslovanja po davkih (NOPLAT)</i>
+Amortizacija
<i>=Denarni tok iz poslovanja</i>
– Investicije (povečanje obratnega kapitala + nove investicije v sredstva podjetja)
<i>= Prosti denarni tok podjetja (FCF)</i>

Vir: Copeland et al., 2000, str. 135; Brigham, 2004, str. 411.

Velikost celotnega FCF je pomembna zato, ker daje lastnikom informacijo o tem, kakšna je sposobnost podjetja za izplačevanje določene dividende. Če podjetje izplačuje lastnikom višje dividende, kot je celotni FCF podjetja, se mora dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice. To lahko prinaša negativne posledice, npr. stroške izdaje novih vrednostnih papirjev, višjo zadolženost od optimalne in zavračanje morda zanimivih investicij, ki bi povečale vrednost

podjetja. Izplačevanje dividend lastnikom, ki so bistveno nižje od prostega denarnega toka, pa pomeni, da podjetje zadržuje denar in izplačuje manjše dividende od tistih, ki bi jih lahko izplačalo (Nemec, 2002, str. 25). Delničarji pristanejo na nižje dividende le v primeru, da podjetje zadržani dobiček uporabi v investicijah, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost.

Narava vrednotenja podjetja je takšna, da zahteva pogled daleč v prihodnost. Dovolj zanesljivo vrednotenje delnic delujočih podjetij zahteva vsaj napovedovanje denarnih tokov lastnikom podjetja za nekaj let vnaprej, potem pa se navadno po določenih predpostavkah, ki naj bi veljale od desetega leta do neskončnosti, oceni doda še ocena končne vrednosti (ang. terminal value) podjetja. Povsem jasno je, da so takšne napovedi precej tvegane (Damodaran, 2001, str. 13).

$$\text{Vrednost podjetja} = \begin{array}{c} \text{sedanja vrednost denarnih tokov} \\ \text{v obdobju natančnega} \\ \text{napovedovanja} \end{array} + \begin{array}{c} \text{sedanja vrednost denarnih tokov} \\ \text{po obdobju natančnega} \\ \text{napovedovanja} \end{array}$$

Vrednost sredstev po obdobju natančnega napovedovanja imenujemo končna vrednost. Končna vrednost sicer lahko pomeni enako kot preostala vrednost (ang. residual/salvage value), ki sicer predstavlja vrednost sredstva na koncu življenjske dobe, ali pa pomeni vrednost podjetja na koncu obdobja natančnega napovedovanja denarnih tokov.

2.4.1.1 Diskontni faktor

Denarne tokove v prihodnosti moramo diskontirati z določenim diskontnim faktorjem, ki odraža celoten strošek financiranja sredstev. Strošek kapitala je sestavljen iz stroška dolga in stroška kapitala, pri tem pa se vsakemu od omenjenih stroškov nameni različen ponder glede na optimalno finančno strukturo podjetja. Za diskontiranje bodočih denarnih tokov moramo izračunati tehtano povprečje stroškov kapitala (v nadaljevanju ang. WACC – Weighted Average Cost of Capital).

Vsako podjetje ima ali poskuša imeti neko ciljno strukturo kapitala, opredeljeno z vrednostjo dolga, navadnega in prednostnega kapitala, ki omogoča maksimiranje cene delnice. Ko pridobiva nove vire financiranja, poskuša zadrževati takšno strukturo, ki je blizu ciljne strukture (Brigham, Gapenski, str. 189). Elementi izračuna WACC so odvisni predvsem od željene ciljne strukture kapitala: to je tista struktura kapitala, pri kateri podjetje po mnenju uprave uresničuje cilje poslovanja. Po tej strukturi se ravna finančnik podjetja, ko se odloča o načinu financiranja podjetja (Nemec, 2002, str. 27).

Izračun stroška lastniškega kapitala se v praksi poskuša ocenjevati s pomočjo modela CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model). CAPM je model določanja cen dolgoročnih naložb, pri katerem je zahtevana stopnja donosa dolgoročne naložbe enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje te naložbe.

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta$$

k_s strošek navadnega kapitala,

$[E(r_m) - r_f]$ tržna premija,

r_f netvegana stopnja donosa,

β mera sistematičnega tveganja.

Tehtano povprečje stroškov kapitala izračunamo po spodnji enačbi:

$$WACC = k_D(1 - \tau) \frac{D}{V} + k_P \frac{P}{V} + k_S \frac{E}{V}$$

k_D strošek dolga pred davki,

k_P strošek prednostnega kapitala,

k_S strošek navadnega kapitala,

τ davčna stopnja podjetja,

D vrednost dolga,

P vrednost prednostnega kapitala,

E vrednost navadnega kapitala,

V vrednost celotnega kapitala.

2.4.1.2 Vrednost po obdobju natančnega napovedovanja

Izračun vrednosti podjetja po obdobju natančnega napovedovanja je zelo težaven in nezanesljiv. Vzrok za računanje omenjene vrednosti je v dejstvu, da je treba pri izračunu končne vrednosti upoštevati tudi predpostavko trajnega obstoja podjetja.

Ocena vrednosti po obdobju natančnega napovedovanja je lahko zelo pomembna pri nekaterih podjetjih. Pri nekaterih podjetjih lahko ta vrednost pomeni tudi 100 % sedanje vrednosti podjetja (investicije vrednost podjetja ustvarijo šele po obdobju natančnega napovedovanja FCF). Pri izračunu te vrednosti si v praksi največkrat pomagamo s tole enačbo:

$$TV = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

TV končna vrednost,

$NOPLAT_{t+1}$ prosti denarni tok v prvem letu po eksplicitnem obdobju,

g dolgoročna rast FCF,

WACC strošek kapitala,

ROIC donos na investirani kapital.

Pomembno je, da parametre v tej enačbi kar se da natančno določimo, ker je končna vrednost zelo občutljiva na njihove spremembe. Parametri morajo odražati pričakovano dolgoročno stabilno stanje, v katero bo prešlo podjetje v scenariju, ki ga vrednotimo. NOPLAT mora

odražati dolgoročne trende gibanja prihodkov in stroškov. Ocena FCF je odvisna od velikosti NOPLAT in od obsega potrebnih investicij v prihodnosti, ki so v obdobju po natančnem napovedovanju običajno nižja. Pričakovani ROIC novih investicij mora biti skladen s pričakovanimi konkurenčnimi pogoji poslovanja. Ekonomska teorija opozarja, da bo konkurenca v panogi za večino podjetij dolgoročno znižala presežne donose. Če pričakujemo, da podjetje dolgoročno ne bo zadržalo konkurenčnih prednosti, moramo predvidevati, da bo ROIC dolgoročno enak WACC. Pri oceni rasti podjetja moramo upoštevati, kakšna bo rast celotnega gospodarstva, in dejstvo, da malo podjetij dolgoročno raste hitreje od gospodarstva. WACC mora odražati vzdržno finančno strukturo in tveganje, ki je konsistentno s pričakovanimi razmerami v panogi, v kateri podjetje deluje (Nemec, 2002, str. 31).

2.4.2 Najbolj pogoste napake pri vrednotenju

Finančna stroka si je glede vrednotenja delnic enotna le v tem, da je dinamična metoda vrednotenja edina teoretično pravilna metoda vrednotenja delnic. Čeprav se je sčasoma razvilo precej njenih različic, vse temeljijo na znanem konceptu, po katerem je vrednost delnic odvisna od pričakovanih koristi, ki jih bo delnica imetnikom prinesla v prihodnosti. Pričakovane koristi bodo tem večje, čim višji bodo pričakovani denarni tokovi, ki jih bo delnica prinesla imetnikom v prihodnosti, čim prej jih bodo imetniki dobili in čim manjše je tveganje, da ne bo tako (Kleindienst, 2000).

V nadaljevanju so predstavljene najpogostejše napake, s katerimi so se avtorji oziroma cenilci (analitiki) srečali pri vrednotenju podjetja (Fernandez, 2003, str. 3–28).

- Uporabljeno zgodovinsko povprečje netvegane stopnje donosa (ang. risk free rate) kot dejansko netvegana stopnja donosa:
Izračun netvegane stopnje donosa z uporabo povprečja podatkov o netveganih stopnjah donosa od leta 1928 naprej, kar pa je narobe, saj nas zanima podatek o netvegani stopnji donosa na dan, ko izračunavamo strošek kapitala.
- Uporabljena diskontna stopnja je nižja od vrednosti netvegane stopnje donosa:
Strošek kapitala je vedno višji od vrednosti netvegane stopnje donosa. WACC je lahko nižji od vrednosti netvegane stopnje donosa le v primeru investicij z zelo nizkim tveganjem (Ruback, 1986, str. 330).
- Vrednotenje posameznih enot podjetja z enakim WACC.
- Neupoštevanje deželnega tveganja ob predvidevanju, da se razprši:
Mnenje, da globalnega investitorja zanima samo sistematično tveganje in da dogodki v državi ne bodo povezani s svetovnimi gibanji, je napačno. Če bi to veljalo, potem bi veljalo, da je zahtevan donos na razpršen portfelj v ZDA enak zahtevanemu donosu razpršenega portfelja v Boliviji.

- Domnevanje, da dogovor z vlado zniža ali celo odpravi deželno tveganje:
Nobena država ne more odpraviti svojega tveganja. Delnice podjetja ne morejo imeti nižjega tveganja kot obveznice države, v kateri podjetje posluje.
- Pretiran optimizem pri načrtovanih denarnih tokovih.
- Napačne predpostavke o bodoči prodaji, maržah ..., ki so v neskladju z ekonomskim okoljem, obeti za industrijo in s konkurenčno analizo.
- Pri stabilnih (zrelih) podjetjih načrtovani denarni tokovi ne morejo biti višji od zgodovinske rasti:
Podjetje, ki je na začetku podjetniškega cikla (novo podjetje), lahko raste z višjo stopnjo rasti, medtem ko uveljavljeno podjetje nima več možnosti za tako hitro rast.
- Uporaba povprečja multiplikatorjev (pri primerjalnem vrednotenju ang. peer comparison), ki temeljijo na dolgem časovnem obdobju.
Multiplikatorji ne smejo obsegati predolgega obdobje; npr. podatek za podjetje A v letu 1995, podatek za podjetje B v letu 1998, podatek za podjetje C v letu 2003, ...
- Pri uporabi multiplikatorjev se ne izključijo vrednosti, ki precej odstopajo od ostalih vrednosti.

3 Vrednotenje banke

3.1 Opredelitev banke

Na podlagi prve alineje 13. člena Zakona o bančništvu (Uradni list RS, št. 131/2006) je banka definirana takole: »Banka je pravna oseba, ki opravlja bančne storitve na podlagi dovoljenja pristojnega nadzornega organa za opravljanje teh storitev.« Banke so finančne institucije, ki sprejemajo depozite od fizičnih in pravnih oseb ter odobravajo kredite iz tako zbranih denarnih sredstev za svoj račun. Od drugih finančnih posrednikov jih loči državno jamstvo za depozite v bankah, nadzor Banke Slovenije nad poslovanjem zaradi procesa emisije knjižnega denarja in funkcija bank v opravljanju plačilnega prometa. Banka lahko poleg bančnih storitev opravlja tudi druge finančne storitve in pomožne bančne storitve. Tudi tu mora pridobiti dovoljenje Banke Slovenije in izpolnjevati druge pogoje, ki jih določa zakon za področje posameznih dejavnosti. Če banke dokažejo kadrovske, tehnološke in organizacijske usposobljenosti, pa lahko dobijo ustrezno dovoljenje za druge finančne storitve, ki jih želijo opravljati in so naštet v 11. in 12. členu Zakona o bančništvu.

3.2 Analiza banke

V nadaljevanju so predstavljena področja, ki analitika pri bankah najbolj zanimajo oziroma se ne pojavljajo pri analiziranju podjetja. Pri pisanju diplomskega dela sem imel možnost vpogleda v gradivo skrbnega pregleda (ang. due dilligence) ene od bank, ki ga je opravil Sektor za upravljanje s tveganji NLB d. d. Iz navedenega poročila sem ugotovil, da analitiki pri skrbnem pregledu poslovanja banke največkrat uporabljajo tako imenovano CAMEL analizo (ang. Capital Asset Quality Management Earnings Liquidity).

3.2.1 Analiza operativnega okolja

V splošnem bi analizo banke razdelili v tri večje sklope: analiza operativnega okolja, zunanja podpora in finančni profil banke. Analiza banke naj bi se ne začela pri ocenjevanju finančnih podatkov, ampak pri analizi operativnega okolja, v katerem banka deluje (Interno gradivo NLB d.d., 2006). Pri operativnem okolju je mišljeno tako ekonomsko stanje države (gospodarska rast, stabilnost deviznega tečaja, inflacija) kot tudi razmere v bančnem sistemu oziroma okolju, v katerem delujejo finančne institucije. Analitik mora pri pregledu bančnega sistema države ugotoviti, ali ima država močno centralno banko, ki nadzoruje sistem in vse banke v sistemu, ali je ta dovolj močna, da svoje odločitve vsili posameznim bankam, kakšen je nadzor bank v sistemu ... Pomemben element analize bančnega sistema je tudi pregled trenutno veljavne zakonodaje in predpisov: višina količnika kapitalske ustreznosti, klasifikacija slabih/zapadlih kreditov, lastništvo, višina maksimalne izpostavljenosti in izpostavljenost do oseb, povezanih z banko (Golin, 2001, str. 161). Poleg vseh navedenih informacij je pri analizi banke pomembno poznati tudi, ali ima banka zunanjo podporo v primeru težav – podporo privatnih lastnikov ali države. Pri obeh možnih virih pomoči pa se je treba vprašati, ali je lastnik (privatni lastnik ali država) pripravljen sodelovati in ali ima možnost sodelovati (zadosti sredstev za pomoč). V bančnem sistemu se največkrat zgodi, da lahko pričakujemo pomoč države le pri 3–5 največjih bankah določene države. Država je pripravljena pomagati navedenim bankam zaradi dejstva, da te banke nosijo finančni oziroma bančni sistem države in bi njihov propad ogrozil finančno stabilnost države, njenih prebivalcev in celotnega gospodarstva (Interno gradivo NLB d.d., 2006).

Omeniti je treba tudi, da zgoraj omenjena področja analize nimajo v vseh državah enake teže. Tukaj mislim predvsem na razvitost države, gospodarstva in finančnega sistema. Na razvijajočih se trgih imata vsekakor operativno okolje, ki je manj stabilno in bolj tvegano, ter zunanja podpora večjo težo kot pa na razvitih trgih, pri tem pa finančni podatki (najbolj pomembna je višina kapitala in rezervacij) nosijo manjšo težo pri končni oceni.

3.2.2 Kapital

Kapital predstavlja blažilec (ang. buffer) proti kreditnim izgubam (Golin, 2001, str. 254). S širitvijo dejavnosti poslovanja se je vloga kapitala razširila in spremenila v zadnjo obrambno

linijo pred možnimi izgubami (kreditne, tržne, operativne ...). Glavna naloga kapitala je absorpcija nepredvidljivih izgub, saj so pričakovane izgube lahko pokrite z rezervacijami (za kredite) (ang. loan loss provisons). Kapital naj bi torej pomenil zaščito depozitarjev in ostalih strank banke pred potencialno izgubo. Kapital je tretja stopnja zaščite v primeru izgub; prva stopnja je dobiček tekočega leta, druga pa so rezervacije. Kapital je tudi potreben za rast banke in širjenje njene dejavnosti. Struktura in višina kapitala nam lahko povesta tudi strategijo upravljanja tveganj. Nizka vrednost kapitala bi lahko pomenila, da banka izvaja agresivno tvegano strategijo, medtem ko visok delež kapitala pomeni slabo upravljanje banke (lahko tudi pomeni, da banka še ni našla ustreznih atraktivnih naložb). Primerjava deleža kapitala je med bankami težko izvedljiva, zato je v preteklosti znotraj Baselske komisije prišlo do vzpostavitve mednarodno primerljivega kazalca – tveganju prilagojenega količnika kapitala (ang. risk-adjusted capital ratio). Na podlagi Baselskih standardov poznamo več vrst kapitala: Tier I² in Tier II³. Najpomembnejši pa je celotni regulatorni kapital (ang. Total Regulatory Capital). Izračun količnika kapitalne ustreznosti in zgoraj navedenih kazalcev poteka tako, da se vsako postavko v aktivih in zunajbilanci uteži na podlagi njene tveganosti (Golin, 2001, str. 281–295). Pri primerjavi med bankami nas najbolj zanima celotni količnik kapitalne ustreznosti (ang. total capital ratio), ki mora na podlagi baselske odločitve znašati najmanj 8 %. S količnikom kapitalne ustreznosti je opredeljen delež kapitala, ki ga mora imeti banka za vse svoje terjatve (tehtana aktiva), ki so z različnimi utežmi prilagojene kreditnemu tveganju. V večini držav (v skladu z Baselskimi standardi) znaša minimalni količnik kapitalne ustreznosti 8 %. Manj pogosta sta količnika kapitalne ustreznosti v višini 10 %, 12 % in ostali.

Poleg količnika kapitalne ustreznosti se pri banki ugotavlja delež osnovnih sredstev v kapitalu banke in delež podrejenega dolga v primerjavi s kapitalom banke. Višji kot je delež osnovnih sredstev v primerjavi s kapitalom banke, slabša je njena kapitalna moč, zaradi česar se poveča možnost, da banka v prihodnosti ne bi zmogla poravnati svojih obveznosti. Če je delež višji od 10 %, je kapitalna moč banke nekoliko oslABLJENA, medtem ko je pri deležu nad 25 % kapitalna moč zelo oslABLJENA. Višji kot je delež podrejenega dolga v primerjavi s kapitalom banke, tem slabša postaja nadaljnja možnost zadolževanja banke. Omejevanje možnosti nadaljnega zadolževanja negativno vpliva na pričakovanja o poplačljivosti terjatev, saj banka v primeru potreb ne bi mogla učinkovito zagotoviti potrebnih sredstev. V primeru, da delež preseže 20 %, je ta že zelo visok. Banka se bo zelo težko zadolževala v prihodnosti (Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, 2003).

3.2.3 Kvaliteta naložb (sredstev)

Aktiva banke je ponavadi sestavljena iz treh večjih kategorij, v katere banka plasira svoja sredstva: krediti, portfelj vrednostnih papirjev in medbančni depoziti⁴. Med njimi so najbolj pomembni krediti, ki pri banki (tradicionalna banka) ponavadi predstavljajo okoli dve tretjine

² Osnovni kapital (ang. core capital). Več o tem glej v Jackson (1999) in Janevska (2002).

³ Dodatni kapital (ang. supplementary). Več o tem glej v Jackson (1999) in Janevska (2002).

⁴ Več o sestavi v Prilogi 4: Bilanca stanja za banko.

vseh sredstev. Pri slovenskih bankah je ta delež v letu 2006 znašal 59,6 % in se je zvišal iz 50,2 % v letu 2003 (glej Prilogo 9).

Pri analizi kreditov ne-bank analitik najprej ugotovi, kolikšen odstotek celotne aktive predstavljajo in kolikšno rast so zabeležili v zadnjem letu. Višina kreditov v sredstvih je odvisna od tipa banke. Pri rasti kreditnega portfelja mora biti analitik pozoren na rast kreditov ne-bank, ki ne sme biti previsoka glede na operativno okolje, saj iz tega izhajajo številna vprašanja in možni problemi. Analitiku se pojavijo vprašanja o zadostnosti rezervacij za kredite, o primerni rasti rezervacij, deležu zapadlih kreditov (ang. non-performing loans), sektorski porazdelitvi novih kreditov, boniteti novih kreditojemalcev ... Pri podrobni analizi kreditov se osredotočimo na več področij: ročnost kreditov, sektorska porazdelitev kreditov, valutna porazdelitev, geografska porazdelitev, kratka/dolga devizna pozicija, zavarovanost kreditov, višina slabih kreditov, ... (Interno gradivo NLB d.d., 2006).

Pri ročnosti kreditov ne-bank analitik preveri, kakšna je zapadlost kreditov. Najbolj nas zanima, koliko je dolgoročnih kreditov. Delež dolgoročnih kreditov v vseh kreditih naj ne bi presegal 70 %, saj se s preseganjem tega deleža poslabšuje likvidnost banke in pričakovanja o poravnavi obveznosti s strani banke. Običajno predstavljajo dolgoročni krediti približno dve tretjini vseh kreditov. V majhnih novih bankah je delež pogosto zelo nizek, vendar analitik likvidnosti banke samo zaradi tega ne more opredeliti kot dobre. Pri bankah je tudi pomembno, da je količnik krediti/depoziti (ne-bank) vsaj enak ali nižji od 1 (Miller, 1995, str. 92). Pri slovenskih bankah je konec leta 2006 razmerje med depoziti nebančnega sektorja in krediti znašalo 87 %, medtem ko je še pred tremi leti dosegalo skoraj 130 % (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 57).

Pri ocenjevanju kvalitete aktive se ustavimo tudi pri različnih tipih koncentracije: sektorska, geografska, valutna koncentracija in koncentracija posameznika. Pri porazdelitvi kreditov med sektorje se ugotovi odstotek kreditov, danih posameznim panogam. Ugotovi se panoge, katerim pripadajo najvišji deleži danih kreditov. Treba je oceniti, ali je koncentracija kreditov previsoka in kakšna je tveganost posameznega sektorja (visoka koncentracija kreditov danih npr. kmetijstvu ali gradbeništvu lahko pomeni veliko tveganost in potencialno nevračanje kreditov). Pri geografski koncentraciji je treba ugotoviti, ali so krediti skoncentrirani na ozkem področju in bi zaradi ekonomskih problemov v določeni regiji bilo ogroženo vračanje kreditov. Poleg tega pa nas zanima tudi, kolikšen odstotek vseh kreditov pomenijo največji kreditojemalci, ki posamezno presegajo 10 % kapitala banke. V primeru, da se pojavijo težave pri največjih sedmih, desetih komitentih, ki pomenijo 35 % kreditov (200 % kapitala banke) ne-bank, bi to pomenilo resno težavo za banko in tudi za njen obstoj. Banke svoje kredite dajejo v različnih valutah, zato se pri tem pojavlja valutno tveganje. Če ima banka visok delež kreditov v nestabilnih valutah (nestabilne gospodarske razmere, možnosti spremembe deviznega tečaja, visoka inflacija ...), se izpostavlja visokemu valutnemu tveganju (Interno gradivo NLB d.d., 2006).

Najpomembnejši del analize je ugotavljanje višine slabih kreditov in višine rezervacij za kredite. Zanima nas, kolikšen odstotek vseh kreditov ne-bank so slabi krediti. Slabi krediti so vsi tisti krediti, za katere se pričakuje, da ne bodo povrnjeni v celoti. Definicija slabih/zapadlih (ang. non performing loans, bad, doubtful) kreditov je različna med državami. Nižji delež slabih kreditov izkazuje večjo kakovost kreditnega portfelja ter boljše poslovanje banke v prihodnosti, kar pozitivno vpliva na zmožnost banke izpolniti svoje obveznosti. Analitik mora biti pozoren na naslednje deleže (značilni za banke v razvijajočih državah, v primeru razvitih držav je treba spodaj omenjene odstotke prepoloviti) (Golin, 2001, str. 235; Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, 2003):

- delež manj kot 2 % kaže na dobro kvaliteto aktive,
- delež več kot 10 % je relativno visok, kvaliteta sredstev banke je poslabšana,
- delež, ki presega 20 %, kaže na banko z izredno resnimi težavami.

Pri slabih kreditih moramo biti pozorni tudi na njihovo rast. V primeru, da so zrasli bolj kot pa kreditni portfelj, lahko to pomeni, da ima banka probleme pri ugotavljanju bonitete novih komitentov ali da je banka vstopila v nov, bolj tvegan sektor ali pa je prišlo do problemov v sektorju, v katerem je najbolj izpostavljena.

V povezavi z slabimi krediti nas zanimajo tudi rezervacije, ki jih je banka oblikovala za potencialne izgube, in v kolikšni meri so slabi krediti pokriti z rezervacijami za kredite. Rezervacije so namenjene pokrivanju potencialnih izgub iz terjatev. Višja kot je pokritost slabih kreditov z rezervacijami, bolj stabilno poslovanje v prihodnosti je pričakovati, kar pozitivno vpliva na zmožnost banke, da izpolni svoje obveznosti. Analitik mora biti pozoren na te deleže (Golin, 2001, str. 239; Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, 2003):

- če znaša pokritost 100 %, je ta zadostna,
- če je pokritost več kot 75%, je ta primerna,
- pokritost med 50 in 75 % je komaj zadovoljiva,
- pokritost pod 50 % je šibka,
- pokritost pod 25 % je zelo slaba oz. nesprejemljiva.

Pri skrbnem pregledu so analitiki deležni podrobnih podatkov o kvaliteti kreditnega portfelja. Analitiki ponavadi pregledajo okoli 75 % kreditnega portfelja, kjer gre za pregled t. i. kreditnih map, torej posameznih kreditojemalcev. Analitik pregleda kreditno mapo posameznega kreditojemalca in ugotovi, ali je banka prisodila primerno boniteto kreditojemalcu. Bonitetna razvrstitev je zelo pomembna, saj se na njeni podlagi oblikujejo rezervacije za kredite. Pri pregledu analitik pogosto ugotovi preveč optimistične razvrstitve komitentov banke. Banka določene komitente razvrsti v previsoko bonitetno skupino glede na kvaliteto komitenta, kar ima za posledico prenizko oblikovane rezervacije.

V aktivih se pojavljajo tudi krediti bankam, ki lahko v nekaterih bankah pomenijo visok delež bilančne vsote. V splošnem veljajo za manj tvegano kategorijo sredstev, saj banke ponavadi izbirajo le banke z najvišjo bonitetno razvrstitvijo. Pri slovenskih bankah delež kreditov bankam v bilanci stanja predstavlja okoli 9% v letu 2006 (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 57).

Tretji del bilance stanja, iz katerih banka pridobiva prihodke, je portfelj vrednostnih papirjev, tako lastniških kot dolžniških vrednostnih papirjev. V portfelju vrednostnih papirjev so lahko različni vrednostni papirji: od državnih obveznic in obveznic podjetij do zakladnih menic in kapitalskih naložb. Ročnost vrednostnih papirjev je različna. Ponavadi so vrednostni papirji za trgovanje držani za kratek do srednji rok, da bi se tako realizirali kapitalski dobički. Investicijski vrednostni papirji, ki so držani za strateške namene, so v portfelju za daljši rok. Poleg tržnega tveganja (spreminjanja obrestne mere) smo pri portfelju vrednostnih papirjev izpostavljeni tudi kreditnemu tveganju (državni vrednostni papirji). V primeru likvidnega sekundarnega trga in visoke bonitete veljajo državni papirji za manj tvegane. Obstajajo poslovne politike v nekaterih bankah, kjer je točno določeno, kolikšen delež portfelja vrednostnih papirjev lahko zavzema določena vrsta vrednostnih papirjev. Pri največjih bankah zahodne Evrope (UBS, BNP Paribas, Deutsche bank) delež vrednostnih papirjev v virih financiranja znaša med 20 % in 30 % (Annual Report 2006 BNP Paribas, UBS, Deutsche bank AG, 2007; Deutsche bank AG, 2007, str. 4). Za slovenske banke je značilno, da delež vrednostnih papirjev v bilančni vsoti pada od leta 2003 dalje in v letu 2006 znaša 23,4 % bilančne vsote. Posledica visokega deleža vrednostnih papirjev v bilančni vsoti leži v dejstvu, da je bila Banka Slovenije v preteklih letih prisiljena izvajati aktivno politiko sterilizacije presežka likvidnosti na trgu (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 59).

3.2.4 Prihodki in dobičkonosnost

Banka prihodke ustvarja predvsem iz svojih finančnih sredstev: kreditov, portfelja vrednostnih papirjev in uporabe kapitala banke za servisiranje finančnih storitev.

V osnovi banka prihodke pridobiva iz dveh naslovov: neto obrestnih prihodkov in neto neobrestnih prihodkov⁵. Pri ocenjevanju kvalitete prihodkov in sposobnosti banke za poravnavanje svojih obveznosti mora analitik nujno preveriti stabilnost prihodkov. Stabilni prihodki so tisti prihodki, ki banki zagotavljajo stabilen dobiček in s tem tudi manjše tveganje in bolj stabilno poslovanje banke. Najbolj stabilni viri so neto obrestni prihodki. Nekoliko manj stabilni viri so prejete provizije in opravnine, prihodki iz trgovanja (z valutami, vrednostnimi papirji in drugo) ter v širšem pogledu tudi ostali prihodki (npr. prihodki iz prevrednotenja) pa so manj stabilni. Na podlagi zgoraj naštetega je za banko pomembno, da neto obrestni prihodki predstavljajo vsaj polovico vseh neto prihodkov. Treba je omeniti, da določena zgoraj omenjena dejstva ne veljajo pri specializiranih bankah (npr. investicijske banke), kjer pomenijo provizije in opravnine (zaradi narave dejavnosti) večino prihodkov. V

⁵ Glej Prilogo 5: Izkaz poslovnega izida za banko.

teh primerih se ne ocenjuje, da je banka zato manj zmožna poravnati svoje obveznosti (Interno gradivo NLB d.d., 2006).

Poleg poznavanja strukture prihodkov moramo oceniti tudi dobičkonosnost. Pri razumevanju prihodkov ne smemo izhajati iz sprememb v absolutnem prihodku in dobičku, ampak jih moramo gledati relativno, torej primerjati s kapitalom ali sredstvi banke. Pri oceni kazalnikov donosnosti mora analitik ugotoviti strukturo prihodkov in odhodkov banke. Če je dobiček komitenta posledica prihodkov iz osnovnih bančnih dejavnosti, izboljšane stroškovne učinkovitosti oziroma izboljšanega naložbenega portfelja banke (kar se kaže v odpisu dela rezervacij v obravnavanem obdobju), kazalci donosnosti odražajo pravo sliko donosnosti.

Poznamo več vrst kazalcev, med katerimi sta najpomembnejša donosnost sredstev (ROA) in donosnost kapitala (ROE) (Golin, 2001, str. 120).

Donosnost sredstev: ROA (čisti dobiček ali izguba / sredstva)

Kazalec donosnosti sredstev nam pokaže, kako učinkovito so zaposleni viri banke, tako finančni kot tudi realni, pri zagotavljanju prihodkov.

Analitik mora biti zlasti pozoren na vrednosti kazalca, ki so manjše od 1 %. Vrednosti kazalca, ki so manjše od 1 % in večje od 0,7 %, kažejo na nekoliko poslabšano donosnost, vrednosti kazalca pa, ki so nižje od 0,7 %, kažejo na slabšo donosnost; nižje kot so vrednosti kazalca, slabša je donosnost (Golin, 2001, str. 120; Capital, 2005, str. 6).

Vrednost kazalca je za banke iz držav v razvoju in držav, ki so se nedavno priključile (bolj razvitim državam, najpogosteje višja od 1 %, medtem ko se pri bankah iz razvitih držav pogosto giblje okrog 1 %.

Donosnost kapitala: ROE (čisti dobiček ali izguba / kapital)

Zgoraj omenjeni kazalec ROE je mera donosnosti banke z vidika lastnikov banke, saj se dobiček banke primerja z lastniškim kapitalom. Primerna višina ROE naj bi se gibala okoli 12% (Golin, 2001, str. 126). V primeru nižje vrednosti kazalca je donosnost slabša, kar ima negativen vpliv na oceno zmožnosti poravnavanja obveznosti banke v prihodnosti. Vrednosti kazalca, ki so manjše od 12 in večje od 8 %, kažejo na nekoliko poslabšano donosnost, vrednosti kazalca pa, ki so nižje od 8 %, kažejo na slabšo donosnost (Golin, 2001, str. 126; Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, 2003). V primeru visoke vrednosti kazalca ROE kot posledice neustrezne velikosti (majhnosti) kapitala analitik pri oceni donosnosti kazalcu ne sme dajati prevelikega pomena. Neustrezno majhen kapital je tisti kapital, ki kot delež v virih financiranja odstopa od primerljivih bank (je manjši). Če je kazalec ROE nizek in je to posledica visokega deleža kapitala v virih financiranja, vrednost kazalca ne

pomeni nujno slabe donosnosti: v tem primeru je treba večji pomen dati kazalcu ROA. Visok kapital je tisti kapital, ki kot delež v virih financiranja odstopa od primerljivih bank (je večji).

Za slovenske banke je značilno, da se donosnost na kapital v zadnjih letih povečuje in v letu 2006 znaša dobrih 15 %. Vzrok za povečanje donosnosti bank je bil v sovpadanju številnih dejavnikov: pozitivne rasti neto obrestnih prihodkov, močnega povečanja neobrestnih prihodkov zaradi ugodnih borznih gibanj, zmernega povečanja operativnih stroškov ter zmanjšanja stroškov oslabitev in rezervacij, ki je v veliki meri posledica uvedbe MSRP (Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 69). Prav tako se zvišuje donos na aktivo, ki je zrasel iz 1,11 % v letu 2002 na 1,25 % v letu 2006 (glej Prilogo 10).

Banke (kot tudi podjetja) zanima tudi višina in gibanje stroškov. Gre predvsem za operativne in administrativne stroške⁶. Operativne stroške velikokrat opazujemo v povezavi z učinkovitostjo banke, ki jo ugotavljamo z dvema kazalcema (Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, 2003):

Stroški poslovanja /Prihodki

Nižja stroškovna učinkovitost vpliva na oslABLJENO donosnost banke, kar ima negativen vpliv na pričakovanja o zmožnosti poravnavanja obveznosti banke v prihodnosti. Analitik mora usmeriti pozornost predvsem na vrednost kazalca, ki presega 70 %, saj takšna vrednost kaže na banko, ki je stroškovno manj učinkovita. Vrednost kazalca, ki je manjša od 70 in večja od 50 %, kaže na sprejemljivo stroškovno učinkovitost, medtem ko so banke z zelo nizkimi vrednostmi kazalca vprašljive z vidika omogočanja primernih pogojev za poslovanje banke (Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, 2003).

Neto neobrestni prihodki /Stroški poslovanja

Banka je učinkovita pri svojem poslovanju, čim višja je pokritost stroškov z neto neobrestnimi prihodki, zaradi česar se pričakovanja o bodoči zmožnosti izpolnjevanja obveznosti izboljšajo. Analitik mora upoštevati relativno velikost obeh postavk, saj v primeru bistvenega odstopanja ene ali druge od povprečja bančnega sistema tak kazalec ne pokaže realne slike učinkovitosti. Vrednost kazalca se najpogosteje giblje okrog 70 % (Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, 2003; Interno gradivo NLB d.d., 2006).

3.2.5 Likvidnost in zakladniško poslovanje banke

Primarna funkcija banke je zbiranje sredstev in njihovo investiranje. Za uspešno investiranje pa je potrebno, da banka pozna stabilnost virov financiranja (depoziti ne-bank⁷ + depoziti

⁶ Podrobnejša struktura je podana v Prilogi 5.

⁷ Posamezniki in podjetja.

bank + ostali viri⁸). Med vsemi viri financiranja med najbolj stabilne spadajo vloge na vpogled (okoli 70 % vlog je stabilnih), pri čemer je treba omeniti, da so vloge s strani prebivalstva najbolj stabilne⁹ (Golin, 2001, str. 304). Ti so tudi najcenejši vir financiranja. Za manj stabilne in dražje vire veljajo vezane vloge. Depoziti bank veljajo za bolj volatilne vire financiranja. Dokler banka nima problemov z ugledom, nima problemov pri privabljanju depozitov od bank. V primeru težav (banke hitreje zaznajo težave v banki kot prebivalci) pa so banke prve, ki umaknejo svoje depozite.

Likvidna sredstva so tista sredstva, ki jih je hitro in enostavno zamenjati v denar, pri čemer ne prihaja do dodatne izgube pri zamenjavi. Med likvidna sredstva spadajo denar in denarni ekvivalenti, depoziti pri bankah, sredstva, namenjena trgovanju, in vrednostni papirji, namenjeni trgovanju (državne obveznice). Pri državnih vrednostnih papirjih lahko pride do problema, saj so nekateri državni vrednostni papirji držav v razvoju, ki jih ima banka, razvrščeni v slabšo bonitetno skupino in so zato manj likvidni, saj ne obstaja sekundarni trg. Pri analizi likvidnosti si lahko pomagamo tudi s pomočjo več kazalcev (kazalec dolgoročni krediti/krediti je bil omenjen že pri kvaliteti sredstev) (Golin, 2001, str. 327–337; Miller, 1995, str. 138–144):

Kredit /Depoziti (ne-bank)

Pri nižji vrednosti kazalca je boljša pokritost kreditov z depoziti. Tako je izboljšano tudi likvidnostno stanje banke in obratno. Kazalec naj bi bil čim bližje vrednosti 1 (Golin, 2001, str. 329; Miller, 1995, str. 139).

Dolgoročni viri financiranja /Dolgoročni krediti

Manjši kot je razkorak v vrednostih postavk v kazalniku, trdnejša je struktura financiranja in boljše je likvidnostno stanje banke – in obratno. Vrednost kazalca, ki je nižja od 0,4, kaže na manj primerno strukturo financiranja po ročnosti, kar vpliva na poslabšanje likvidnostnega stanja banke in na manj ugodna prihodnja pričakovanja o poravnavanju obveznosti s strani banke (Golin, 2001, str. 328).

Pri ocenjevanju likvidnosti se mora analitik posvetiti tudi analizi obrestne občutljivosti, ujemanju ročnosti in valutne sestave virov financiranja in aktive. Analitik mora oceniti ujemanje ali razlike med aktivo in viri financiranja. Banke se morajo izogibati čim večjemu razkoraku med ročnostmi v posameznih obdobjih, vendar pa smo priča dejstvu, da ima banka veliko kratkoročnih virov financiranja (vloge na vpogled in kratkoročne vloge¹⁰). Na drugi strani pa banka daje veliko dolgoročnih kreditov. Iz tega izhaja nevarnost, da bi v času

⁸ Predvsem zakladne menice, zadolžnice in obveznice s strani bank.

⁹ Depoziti bogatih strank in podjetij so manj stabilni od depozitov prebivalstva. Depoziti navedenih kategorij so bolj obrestno občutljivi.

¹⁰ Ročnost od 1–12 mesecev.

gospodarskih problemov prišlo do nelikvidnosti banke (banke ne bi mogla vrniti depozitov, saj ima danih veliko dolgoročnih kreditov) (Interno gradivo NLB d.d., 2006).

3.3 Metode vrednotenja banke

3.3.1 Prosti denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE)

Pri vrednotenju banke lahko poleg modela prostih denarnih tokov podjetju (uporabljen pri izračunu vrednosti podjetja) uporabimo tudi model prostih denarnih tokov lastniškemu kapitalu (ang. Free Cash Flow to Equity – FCFE).

Coopeland, Koller in Murrin (Coopeland et al, 2000, str. 428) menijo, da je vrednotenje finančnih institucij (bank) po metodi denarnih tokov lastniškemu kapitalu lažje, saj banke ustvarjajo vrednost tudi na pasivni strani balance stanja. Metodo diskontiranih denarnih tokov podjetja je težje uporabljati za banke, ker so glavni vir financiranja brezobrestni depoziti, ki se zberejo prek poslovanja s fizičnimi osebami, in ne posojila, pridobljena na kapitalskih trgih. Omenil bi, da ostali avtorji (Damodaran, 2001; Pratt, 2000; Brigham, 2004), ki so se tudi ukvarjali z navedeno tematiko, v svojih delih niso navedli nikakršnih prednosti te metode pred metodo prostih denarnih tokov podjetja; navedli so jo kot eno od možnosti za vrednotenje finančnih institucij.

Jensen definira denarni tok navadnim delničarjem kot »presežek nad denarnim tokom, ki je potreben, da se financira vse projekte, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost« (Jensen, 1989, str. 13), in sicer ob predpostavki, da je obstoječa sestava financiranja podjetja enaka ciljni. Vrednost lastniškega kapitala podjetja je tako enaka sedanji vrednosti pričakovanih prostih denarnih tokov navadnim delničarjem (Damodaran, 2001, str. 10):

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

kjer je:

$FCFE_t$ pričakovani prosti denarni tok navadnim delničarjem v obdobju t ,

k_e zahtevana stopnja donosa (strošek) lastniškega kapitala.

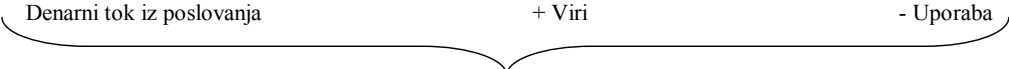
Denarni tok lastniškemu kapitalu (FCFE) predstavlja denarni tok, ki ostane po izpolnitvi vseh finančnih obveznosti, tudi odplačila glavnice kreditov, po pokritju kapitalskih izdatkov in potreb po dodatnem obratnem kapitalu.

Da bi ocenili, koliko denarja je podjetje sposobno izplačevati svojim delničarjem, moramo začeti pri čistem poslovnem izidu, katerega moramo preračunati v denarni tok. Kot prvo zmanjšamo čisti poslovni izid za potrebe podjetja po dodatnih investicijah. Kar pomeni, da oštejemo kapitalske izdatke, ki zajemajo tako naložbe za vzdrževanje obstoječih osnovnih

sredstev kot nove naložbe v osnovna sredstva in predstavljajo odliv denarnih sredstev (npr. izdatke za prevzeme, ki se jih plača z denarjem).

Spodnja slika prikazuje Coopelandovo definicijo prostega denarnega toka navadnim delničarjem banke (Copeland et al., 2000, str. 430):

Slika 1: Definicija prostega denarnega toka navadnim delničarjem banke

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA	BILANCA STANJA	
	Viri	Uporaba
Obrestni prihodki + Prihodki od provizij - Obrestni odhodki - Oblikovanje rezervacij za slaba posojila + Ostali neobrestni prihodki - Neobrestni odhodki (vključno z amortizacijo) + Dobiček (izguba) iz tečajnih razlik - Davki = Čisti dobiček + Izredne postavke + Amortizacija	Neto odplačana posojila + Povečanje vlog + Povečanje zunanjega dolga + Povečanje drugih obveznosti + Povečanje obveznosti do dobaviteljev	Nova dana posojila + Povečanje vrednostnih papirjev + Povečanje terjatev do kupcev + Povečanje neto opredmetenih sredstev + Povečanje drugih sredstev - Zmanjšanje vlog - Zmanjšanje zunanjega dolga
 Denarni tok iz poslovanja	 + Viri	 - Uporaba
 = Prosti denarni tok navadnemu lastniškemu kapitalu		

Vir: Copeland et al., 2000, str. 430.

Čeprav oblikovanje rezervacij za slaba posojila v tekočem letu tako kot amortizacija ni denarni tok (obe kategoriji vplivata na denarni tok le prek davčnih učinkov), je iz praktičnih razlogov priporočljivo, da se oblikovanje takšnih rezerv pri izračunu denarnega toka iz poslovanja čistemu dobičku ne doda nazaj in se obravnava kot dejanski denarni odtok, saj namreč dejanski denarni odtoki, ki so posledica neodplačevanja posojil, niso javno dostopni (Bezljaj, 2006, str. 53). Prosti denarni tok navadnim delničarjem je torej »čisti dobiček plus nedenarni stroški minus denarni tok, potreben za rast balance stanja« (Copeland et al., 2000, str. 429).

3.3.2 Knjigovodska vrednost poslovne banke

Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala navadnih delničarjev banke je enaka vsoti nominalne vrednosti navadnih delnic, vplačanega presežka kapitala, rezerv in oblikovanih rezervacij za slaba posojila. Knjigovodska vrednost se lahko izračuna tudi kot razlika med vrednostma bančnih sredstev in dolžniškega kapitala, izkazanima v premoženjski bilanci poslovne banke (Kleindienst, 1999, str. 18).

Knjigovodska vrednost bančnega kapitala je navadno boljša ocena vrednosti banke kot to velja za nefinančna podjetja (Kleindienst, 1999, str. 19).

3.3.3 Metoda čistega premoženja

Metoda čistega premoženja (ang. net asset value) temelji na predpostavki substitucije, po kateri preudaren investitor ne bo plačal za določeno sredstvo več kot znašajo stroški zamenjave tega sredstva z enako zaželenim substitutom. Na podlagi tega pristopa se vrednost podjetja ugotavlja s prilagoditvijo knjigovodskih vrednosti sredstev in obveznosti na njihove poštene tržne vrednosti. Bilanca stanja temelji na podlagi splošno sprejetih računovodskih standardov, ki uporabljajo predpostavko stroškov, kar pomeni, da knjigovodska vrednost ne upošteva poštene tržne vrednosti sredstev podjetja. Metoda čistega premoženja je odvisna od posamične ocene teh vrst sredstev (SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook, 2005, str. 21):

- obratnih sredstev,
- osnovnih sredstev,
- neopredmetenih sredstev.

Vsoto poštene tržne vrednosti kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti se potem odšteje od poštene tržne vrednosti sredstev, s čimer pridemo do poštene tržne vrednosti lastniškega kapitala.

Ta metoda je namenjena le za vrednotenje banke na podlagi skrbnega pregleda, saj je ne more uporabiti nekdo, ki ima na razpolago samo javno dostopne informacije. Dosledno izvajanje metode čistega premoženja zahteva, da se ovrednotijo vsa posamična sredstva in obveznosti posebej, kar pa je v praksi izredno težko izvedljivo (SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook, 2005, str. 21).

3.4 Razlike pri bankah glede na nefinančna podjetja

Že v osnovi imata banka in podjetje drugačen namen oziroma drugačno vlogo v poslovnem svetu. Temeljna razlika banke glede na podjetje izhaja iz posebnosti njihovega poslovanja in poslovnega okolja. Banka velja za posrednika med suficitarnimi in deficitarnimi enotami. Njen glavni cilj je zbirati denarna sredstva od depozitarjev in jih (največkrat) v obliki kreditov dajati subjektom, ki za svoj obstoj in razvoj potrebujejo denarna sredstva, ki jih nimajo na razpolago. Banka je s tradicionalnimi posli poskušala zaslužiti z razliko med obrestnimi merami. Banke pa niso monopolne institucije, temveč se soočajo tudi s konkurenco neposrednih financ, ki omogočajo neposreden pretok finančnih prihrankov od deficitarnih k suficitarnim finančnim celicam. Banke lahko neposrednim financam konkurirajo le toliko časa, dokler razlika med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami ni prevelika. V nasprotnem primeru neposredne finance postanejo privlačnejše in začnejo nadomeščati posredniško funkcijo (Ribnikar, 1993, str. 216). Ribnikarjeva ugotovitev velja predvsem v primeru, ko so v narodnogospodarskem prostoru ustvarjene razmere za razvoj neposrednih financ.

Pomoč države: v primeru določenih težav v okolju (lahko tudi v celotni državi), lahko pride do propadanja podjetij. Posledica tega je izguba komitentov, kreditov banke in možnost navala

varčevalcev po svoje prihranke. Vse to lahko pripelje tudi do resnih težav za banko. V takem primeru se za ključne (če ne vse) banke v težavah (države) pričakuje pomoč od države (Golin, 2001, str. 369). Dajanje državnih pomoči podjetjem v težavah ni v skladu z 87. členom Pogodbe o EU, saj le-ta lahko vpliva na konkurenčnost. Obstajajo pa izjeme, kjer Evropska komisija na podlagi strogih kriterijev obravnava posamezni primer in odloči o upravičenosti pomoči. V preteklosti so bila določena podjetja deležna take pomoči predvsem zato, da bi se tako ohranjala delovna mesta in socialni položaj delavcev ter posledično celotne regije. Pri bankah pa lahko pričakujemo posredovanje države. Država je pripravljena pomagati navedenim bankam zaradi dejstva, da te nosijo finančni oziroma bančni sistem države in bi njihov propad ogrozil finančno stabilnost države, njenih prebivalcev in celotnega gospodarstva (Interno gradivo NLB d.d., 2006).

Dolg: za finančne institucije ima dolg drugačen pomen kot za nefinančne družbe, saj finančne družbe nimajo dolga za vir kapitala, ampak večinoma za surovino, ki jo je mogoče vključiti v finančne produkte in te prodati po višji ceni oziroma z dobičkom. Zato 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 kazalcev kapitalske ustreznosti za banke in zavarovalnice (Damodaran, 2001, str. 576).

Finančne institucije se ponavadi financirajo s toliko dolga, kot jim ga omogoča regulator, kar pomeni, da je malo verjetno, da bi imela institucija finančni vzvod, ki bi presegal predpisanega, ali vzvod, ki bi bil občutno nižji od predpisanega. Obstaja nevarnost, ki izhaja iz regulatorjevega obravnavanja različnih vrst finančnih virov. Regulatorne zahteve pogosto temeljijo na knjigovodskih vrednostih dolga in lastniškega kapitala, kar ni vedno racionalno. V primerih, ko so kapitalske zahteve za banke postavljene prenizko glede na tveganost portfeljev posojil, so lahko banke, ki še izpolnjujejo te zahteve, prezadolžene. Nasprotno bodo banke, ki ne izkoriščajo povsem svojih zmožnost zadolževanja, vredne manj kot banke, ki te zmožnosti izkoriščajo (Damodaran, 2001, str. 578; Miller, 1995, str. 235).

Kapital: pri bankah je značilno tudi, da je kapital manjši odstotek virov financiranja kot pri tipičnem podjetju¹¹. Poleg vseh navedenih razlik glede kapitala je pomembna tudi vloga regulatorja pri tem. Poslovne banke so pri določanju deleža lastniškega kapitala precej manj samostojne od nefinančnih podjetij. Centralna banka namreč predpisuje minimalno kapitalsko ustreznost poslovne banke, da bi zaščitila vlagatelje, poleg tega pa centralna banka prek višine kapitala uravnava tudi obseg tveganih dejavnosti poslovne banke (Ribnikar, 1993, str. 308). Iz tega izhaja, da so banke precej bolj regulirane od podjetij in da imajo banke precej manj svobode pri odločitvi o kapitalski strukturi.

¹¹ Delež lastniškega kapitala v bilančni vsoti povprečne ameriške banke je konec leta 1992 znašal 8,5 % (Kaufman, 1995, str. 182), medtem ko je bil delež navadnega lastniškega kapitala v virih financiranja tipičnega ameriškega podjetja leta 1993 45,2 % (Brigham, 1993, str. 455).

Nadzor regulatorja: centralna banka oziroma regulator ima zelo velik nadzor in vpliv nad celotnim bančnim sistemom. Pri podjetjih tega nismo navajeni. Regulirani so le sektorji, kjer ima podjetje naravni monopol nad izvajanjem svojih storitev, proizvodnjo ... Z vključitvijo Slovenije v EU se tudi ta poostren nadzor s strani državnih institucij počasi odpravlja in bo po določenem obdobju dokončno odpravljen. Za banke pa Evropska centralna banka ne predvideva opuščanja nadzora, ampak v določenih primerih postavlja nove in višje zahteve, ki jih morajo banke evroobmočja izpolnjevati. Centralna banka ne ureja samo vprašanja kapitalske ustreznosti, ampak banke omejuje pri izbiri potencialnih naložb, v katere investirajo svoja sredstva. Centralna banka tudi omejuje vstop novih družb v sektor, združitve in prevzemi se dogajajo pod strogim nadzorom centralne banke. Z vidika vrednotenja so predpostavke glede rasti povezane s predpostavkami glede reinvestiranja. Pri finančnih družbah je treba te predpostavke skrbno pregledati in zagotoviti, da ustrezajo regulativnim omejitvam. Regulativa lahko vpliva tudi na merjenje tveganja finančnih institucij. Če se regulatorjeve omejitve spreminjajo ali se pričakuje, da se bodo spremenile, povzroča to določeno negotovost in s tem tveganje v prihodnosti, kar lahko vpliva na vrednost.

Likvidnost: delež realnih naložb v aktivni premoženjske bilance tipične poslovne banke je precej manjši od deleža lastniškega kapitala v njeni premoženjski pasivi. Za razliko od nefinančnih podjetij torej v aktivni premoženjske bilance poslovne banke prevladujejo finančne naložbe, ki proizvajajo denarne tokove neposredno. Njihovo vrednotenje je zato precej lažje in bolj smiselno od vrednotenja posameznih kategorij sredstev nefinančnega podjetja. Bančne naložbe in obveznosti so v primerjavi z naložbami in obveznostmi nefinančnih podjetij precej bolj standardizirane, na razvitih trgih kapitala pa se z vrsto kategorij bančnih sredstev in obveznosti aktivno trguje tudi na sekundarnem trgu kapitala, kar dodatno olajšuje njihovo vrednotenje (Miller, 1995, str. 242).

Beta: ko ocenjujemo beto za nefinančna podjetja, poudarjamo pomembnost netehtane bete in njeno tehtanje s količnikom dolg/kapital podjetja. Pri finančnih podjetjih sta ta dva postopka nepotrebna. Prvič: finančna podjetja so precej bolj homogena v smislu kapitalske strukture – imajo ponavadi podoben finančni vzvod. Drugič: dolg finančnih podjetij je precej težko izmeriti (Damodaran, 2001, str. 581).

Primerjalno vrednotenje: razlika med podjetji in bankami je tudi pri metodi primerjalnega vrednotenja (ang. peer comparison). Ta metode se lahko uporablja le v primeru, če delnice podjetja ali banke kotirajo na organiziranem trgu kapitala in je vrednost delnice v vsakem trenutku znana. Pri tej primerjavi smo velikokrat omejeni s podatki. Če imamo majhno podjetje in poskušamo poiskati sorodno podjetje, se pojavijo določena vprašanja: ali najdemo podjetje, ki deluje v isti panogi, proizvaja enake izdelke, na katerih trgih posluje podjetje, predvsem pa je problem najti enako veliko podjetje. Na spletnem mestu Bloomberg, kjer so taki podatki dostopni, so ponavadi ti na razpolago le za največja podjetja, ki so lahko tudi do 100-krat večja od proučevanega podjetja. Pri bankah je ta problem malo manjši; delujejo v istem sektorju, poleg tega so si zaradi regulacije dokaj podobne in ima velikostna razlika

manjši vpliv. Poleg zgoraj omenjenih težav pri bankah naletimo tudi na problem pri izbiri kazalcev za primerjavo. Nekatere multiplikatorje, na primer EV/EBITDA ali EV/EBIT, ni mogoče enostavno prilagoditi za vrednotenje bank, saj za banke ni mogoče enostavno oceniti niti tržne vrednosti investiranega kapitala podjetja (EV) niti poslovnega izida iz poslovanja. Glede na to, da je za družbe, ki se ukvarjajo s finančnimi storitvami, najustreznejše vrednotenje na podlagi lastniškega kapitala, so za vrednotenje na podlagi multiplikatorjev primerni večkratniki lastniškega kapitala. Trije najpogostejše uporabljeni mnogokratniki lastniškega kapitala so mnogokratnik čistega poslovnega izida, mnogokratnik knjigovodske vrednosti in mnogokratnik prodaje. Zadnji mnogokratnik ni najustreznejše merilo za vrednotenje teh institucij, saj prodaje poslovne banke ni tako enostavno oceniti, zato se je najbolje osredotočiti na multiplikator čistega poslovnega izida in multiplikator knjigovodske vrednosti (Damodaran, 2001, str. 30).

4 Primer vrednotenja podjetja in banke

4.1 Primer vrednotenja podjetja X

4.1.1 Splošno o podjetju X

V nadaljevanju bom predstavil izračun vrednosti podjetja na podlagi modela prostih denarnih tokov. Zaradi informacij, ki sem jih pridobil in niso znane javnosti, ne morem razkriti pravega imena podjetja za katero sem opravil predstavljeno analizo. Zaradi zaupnosti podatkov in možnosti prepoznavanja podjetja so podatki prilagojeni.

Podjetje, ki sem ga uporabil pri izračunu, je storitveno podjetje. Glavne dejavnosti podjetja so izvajanje plinskih, sanitarnih in vodovodnih instalacij. Poleg navedenih dejavnosti se podjetje ukvarja tudi z organizacijo in posredovanjem pri gradnji, s projektiranjem, svetovanjem, nadzorom izvajanja, popravilom ter vzdrževanjem vseh vrst cevovodnih instalacij v industriji, infrastrukturi in energetiki. V zadnjem času je podjetje zmanjšalo širino pokrivanja trga in se osredotočilo predvsem na izvajanje in inženiring strojnih instalacij. Podjetje načrtuje zmerno rast poslovanja in ohranitev ključnih kazalcev dobičkonosnosti.

4.1.2 Ocena preteklega poslovanja

Podjetje je v letu 2005 čiste prihodke iz prodaje povečalo za 62 % na 7 milijard evrov. Pri tem je treba opozoriti na dejstvo, da je podjetje v letu 2004 poslovalo slabše kot v letu 2003. Vzrok za to je specializacija podjetja v letu 2003. Podjetje je v letu 2005 poslovalo z dobičkom v višini slabih 30 milijonov evrov, kar je bilo za trikrat več kot leto prej. Dobiček iz poslovanja (EBIT) je v letu 2005 znašal 112 milijonov evrov, marža EBIT je znašala 1,6 % (leto prej 0,5%). EBITDA (dobiček iz poslovanja + amortizacija) pa je znašal 178 milijonov evrov,

marža EBITDA (EBITDA, deljena s čistimi prihodki od prodaje) pa 2,5 % (v letu 2004: 2,1 %). V letu 2004 je podjetje imelo kapital v višini 655 mio EUR.

4.1.3 Napovedi izkaza poslovnega izida in bilance stanja

Pri načrtovanju bodočega poslovanja (scenarijev) sem izhajal iz podatkov na dan 31. 12. 2005. Pri oceni vrednosti podjetja sem denarne tokove razdelil na dve obdobji, in sicer obdobje natančnega napovedovanja (do leta 2014) ter na obdobje po letu 2014. Za obdobje po letu 2014 sem predpostavil, da denarni tok iz zadnjega leta natančnega napovedovanja raste v neskončnost z 2,5-odstotno stopnjo rasti. V nadaljevanju so predstavljene ključne predpostavke in napovedi, na katerih je ocenjena končna vrednost podjetja. Pri določenih predpostavkah bodočega poslovanja sem izhajal iz poslovnega načrta in ostale dokumentacije, v katero sem imel možnost vpogleda.

Ključna predpostavka, na podlagi katere sem načrtoval vrednost podjetja, je bila marža EBITDA. Kot sem že povedal, je v letu 2005 znašala 2,5 %. Za obdobje natančnega napovedovanja do leta 2014 sem predpostavil, da naj bi marža EBITDA znašala 2 %, kar je primerno za zmerno rast podjetja, ki jo predvideva uprava podjetja. Na podlagi te predpostavke pa naj bi marža EBIT v letu 2006 in 2007 znašala 1,2 %, v vseh naslednjih letih natančnega napovedovanja pa se bo zvišala na 1,3 %.

Predpostavil sem, da naj bi rast prihodkov v letih 2006 in 2007 znašala 10 %, v letu 2008 naj bi padla na 6 % ter se vsako naslednje leto zniževala za eno odstotno točko. V letih 2012–2014 naj bi prihodki rasli po 2-odstotni letni stopnji.

Poleg zgoraj omenjenih kategorij ima velik pomen pri vrednotenju tudi obratni kapital. Delež obratnega kapitala v prihodkih od prodaje se je v letu 2005 znižal na 2,7 %. Glede na predvideno zmernejšo rast prodaje v prihodnjih letih sem predpostavil konstanten delež neto obratnega kapitala v prihodkih od prodaje -3 %.

Ključne predpostavke v izkazu poslovnega izida: stroški blaga, materiala in storitev so v letu 2005 bili 81,2 % prihodka od prodaje. V obdobju natančnega napovedovanja sem domneval, da bodo ti v vseh letih bili 80 % prihodkov od prodaje. Stroški dela so se v letu 2005 znižali z 20,6 na 14,3 % prihodkov od prodaje. Kljub padcu deleža menim, da bo delež stroškov dela v naslednjih letih znašal 17 %. Podjetje v poslovnem načrtu ni navedlo podatka o bodočih investicijah podjetja. Glede na to, da bodoče investicije niso znane, sem predpostavil enak odstotek prihodkov od prodaje, kot ga je podjetje doseglo v letu prej, to je 0,8 % prihodkov od prodaje oziroma 55 milijonov evrov. Glede na to, da je podjetje storitveno, to v naslednjih letih ne bo potrebovalo dodatnih investicij v zgradbe in zemljišča, zato je navedeni odstotek po mojem mnenju primeren. Ob tej predpostavki amortizacija v letih 2006–2014 predstavlja 12 % opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstev.

Ključne predpostavke v bilanci stanja: nekatere predpostavke o bilanci stanja so bile omenjene že zgoraj. Ostale napovedi pa so naslednje: zaloge bodo v prvem letu natančnega napovedovanja predstavljale 7 % prihodkov od prodaje, v ostalih letih pa sem predvidel konstantno stopnjo v višini 8 % prihodkov od prodaje. Kratkoročne terjatve iz poslovanja naj bi v letu 2006 predstavljale 31,1 % prihodkov od prodaje, v letu 2007 32,1 %, v vseh naslednjih letih natančnega napovedovanja pa konstantnih 33,4 % prihodkov od prodaje. Za kratkoročne obveznosti iz poslovanja sem v letu 2006 predpostavil, da bodo predstavljale 32,7% prihodkov iz prodaje, v letu 2007 34,7 %, v vseh preostalih letih se bo odstotek kratkoročnih obveznosti iz poslovanja v prihodkih od prodaje povečal na 36 %.

V spodnjih tabelah so prikazane ključne kategorije bilance stanja in izkaza poslovnega izida na podlagi predpostavk, ki so bile predstavljene zgoraj za obdobje natančnega napovedovanja. V prilogi 1 in prilogi 2 so predstavljene tudi podrobne postavke bilance stanja in izkaza poslovnega izida za obdobje natančnega napovedovanja.

Pri naslednjih tabelah gre pri letih 2004 in 2005 za dejanski podatek iz letnega poročila podjetja, medtem ko pri obdobju 2006–2014 za pričakovanja (E – ang. expected).

Tabela 3: Ključne postavke bilance stanja za obdobje natančnega napovedovanja 2006–2014 (v 000 EUR)

BILANCA STANJA	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
STALNA SREDSTVA	815.573	804.437	795.039	798.185	804.659	813.678	824.450	836.189	848.121	860.203	872.420
GIBLJIVA SREDSTVA	2.024.773	2.791.354	3.129.974	3.754.245	4.291.468	4.554.704	4.860.980	5.061.515	5.366.776	5.455.801	5.612.438
Aktivne časovne razmejitve	108.848	4.786	7.775	8.553	9.066	9.519	9.900	10.197	10.400	10.600	10.800
SREDSTVA SKUPAJ	2.949.194	3.600.577	3.932.789	4.560.983	5.105.193	5.377.901	5.695.330	5.907.901	6.225.298	6.326.604	6.495.657
KAPITAL	625.925	655.588	708.440	769.346	830.926	833.526	895.855	898.271	955.438	959.084	1.016.926
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	331.359	235.154	290.846	336.374	426.547	449.270	475.426	552.105	643.330	653.860	671.166
KRA TKOROČNE OBVEZNOSTI	1.956.956	2.610.557	2.739.124	3.241.446	3.621.073	3.857.126	4.076.551	4.202.602	4.366.530	4.448.660	4.537.566
PCR	34.954	99.278	194.380	213.818	226.647	237.979	247.498	254.923	260.000	265.000	270.000
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	2.949.194	3.600.577	3.932.789	4.560.983	5.105.193	5.377.901	5.695.330	5.907.901	6.225.298	6.326.604	6.495.657

Vir: Lasten izračun.

Tabela 4: Ključne predpostavke izkaza poslovnega izida za obdobje natančnega napovedovanja 2006–2014 (v 000 EUR)

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	4.358.987	7.068.347	7.775.181	8.552.700	9.065.860	9.519.150	9.899.920	10.196.920	10.400.000	10.600.000	10.800.000
Stroški blaga, materiala in storitev	3.329.800	5.742.017	6.220.145	6.842.160	7.252.688	7.615.320	7.919.936	8.157.536	8.320.000	8.480.000	8.640.000
Stroški dela	899.069	1.007.412	1.321.781	1.453.959	1.541.196	1.618.256	1.682.986	1.733.476	1.768.000	1.802.000	1.836.000
Amortizacija	71.062	65.473	64.898	65.276	66.053	67.135	68.427	69.836	71.268	72.718	74.184
DOBIČEK / IZGUBA IZ POSLOVANJA	22.627	112.637	90.605	105.778	115.265	123.248	129.571	134.102	136.732	139.282	141.816
Prihodki od financiranja	20.258	12.595	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	33.988	52.995	24.541	29.646	38.289	43.023	48.410	53.171	62.253	63.266	64.957
DOBIČEK / IZG. IZ REDNEGA DELOVANJA	8.897	72.237	66.065	76.132	76.976	80.225	81.161	80.931	74.479	76.016	76.860
CELOTNI DOBIČEK / IZGUBA	9.679	35.070	66.065	76.132	76.976	80.225	81.161	80.931	74.479	76.016	76.860
ČISTI DOBIČEK / IZG. POSLOVNEGA LETA	9.679	29.661	52.852	60.906	61.581	64.180	64.929	64.745	59.583	60.813	61.488

Vir: Lasten izračun.

Na podlagi zgoraj predstavljenih predpostavk sem izračunal prosti denarni tok v obdobju natančnega napovedovanja.

Tabela 5: Izračun prostega denarnega toka

Povzetek FCF-F											
	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	
<i>Dobiček iz poslovanja</i>	112.637	90.605	105.778	115.265	123.248	129.571	134.102	136.732	139.282	141.816	
Dobiček iz poslovanja po davkih	107.228	72.484	84.623	92.212	98.599	103.657	107.282	109.386	111.426	113.453	
SKUPAJ Denarni tok iz poslovanja	172.701	137.383	149.898	158.264	165.733	172.084	177.118	180.654	184.144	187.637	
Skupaj prosti denarni tok	77.724	42.330	58.151	70.343	75.981	81.462	86.633	91.361	93.344	95.237	
Diskontni faktor		0,922	0,850	0,783	0,722	0,665	0,613	0,565	0,521	0,480	
Sedanja vrednost prostega denarnega toka		39.017	49.404	55.083	54.841	54.194	53.123	51.637	48.628	45.730	= 451.657

Vir: Lasten izračun.

4.1.4 Izračun diskontnega faktorja

Diskontni faktor, s katerim sem diskontiral proste denarne tokove, sem izračunal na podlagi postopka, ki je predstavljen v podpoglavju 2.3.1.1.. Kot netvegano stopnjo donosa sem vzel podatek za stopnjo donosa na desetletno nemško obveznico, ki je na dan 20. 6. 2007 znašala 4,25 % (Bloomberg, 2007). Copeland et al. (2000, str. 215) in Damodaran (2001, str. 155) za netvegano stopnjo donosa priporočata uporabo stopnje donosa na desetletno ameriško obveznico (10-year Treasury bond). Kljub tem priporočilom je za potrebe slovenskega gospodarstva verjetno bolj primeren podatek o nemški obveznici. Slovenija je članica Evropske unije, poleg tega pa je povezanost Slovenije na gospodarstvo Evropske unije¹², predvsem pa na nemško gospodarstvo¹³ tako velik, da se mi je zdel podatek o ameriški obveznici neprimeren za uporabo pri izračunu stroška kapitala. Pri izračunu vrednosti podjetja po obdobju natančnega napovedovanja sem na podlagi razgovora z analitiki Sektorja za investicijsko bančništvo NLB d.d. predpostavil, da bo donos na netvegano desetletno nemško obveznico višji od trenutnega in bo znašal 4,40 %.

Tržna premija za najrazvitejša gospodarstva (Združene države Amerike, države članice Evropske unije) je leta 2005 na podlagi Damodarana znašala 4,80 % (Country Default Spreads and Risk Premiums, 2007). Tej oceni prištejemo še deželno tveganje za Slovenijo (Moodyjeva bonitetna razvrstitev Aa3), ki znaša 0,90 % (Country Default Spreads and Risk Premiums, 2007). Na podlagi pričakovanj Dun&Bradstreet (D&B International Risk & Payment Review, 2007, str. 72) se bo bonitetna razvrstitev Slovenije v naslednjih letih zvišala. Deželno tveganje naj bi se po mojih predvidevanjih na podlagi višje bonitetne razvrstitve v naslednjih letih znižalo na 0,75 %, kar sem tudi uporabil za izračun WACC po obdobju natančnega napovedovanja.

¹² Na podlagi podatkov Statičnega urada Republike Slovenije je Slovenija v prvih sedmih mesecih v letu 2007 v države EU izvozila 77,6 % vsega izvoženega blaga.

¹³ Na podlagi podatkov Statičnega urada Republike Slovenije je Slovenija v prvih sedmih mesecih v letu 2007 v Nemčijo izvozila 21 % vsega izvoženega blaga.

Koeficienta beta za slovenska podjetja ni mogoče dobiti, saj ne obstaja neko referenčno tržno premoženje, na podlagi katerega bi lahko ocenili donosnost popolnoma razpršenega premoženja. Na podlagi podatkov, pridobljenih s strani podjetja X, se podjetje uvršča v storitveno podjetje z namenom ponujati storitve industrijskim podjetjem. Ker je podjetje X storitveno podjetje, sem pri izračunu zahtevane donosnosti kapitala uporabil koeficient za podjetja v panogi industrijske storitve, ki ga je izračunal Damodaran in znaša 0,97 (Levered and Unlevered Betas by Industry, 2007). Iz omenjenih podatkov sem izračunal tehtano beto¹⁴, ki znaša 1,39. Pri tem sem upošteval 20 % davčno stopnjo (priporočilo sektorja investicijskega bančništva NLB d.d.) in kapitalsko strukturo 35 % dolga in 65 % kapitala, kar je v skladu s poslovnim načrtom podjetja.

Na podlagi zgoraj omenjenih podatkov znaša strošek lastniškega kapitala 10,9 %. V obdobju po natančnem napovedovanju sem predvidel enako kapitalsko strukturo. Strošek kapitala se bo ob nižjem deželnem tveganju in višjem donosu na netvegano desetletno nemško obveznico zvišal na 11,1 %.

Ob priporočilu analitikov sektorja investicijskega bančništva NLB d.d. naj bi strošek dolga bil enak vrednosti 6-mesečnega koeficienta EURIBOR + dodatek 100 bazičnih točk, kar je na dan vrednotenja znašalo 5 %. Izračunani WACC tako v obdobju natančnega napovedovanja znaša 8,49 %. V obdobju po natančnem napovedovanju pa se ta zviša na 8,59 % ob enaki predpostavki stroška dolga.

Na podlagi zgoraj omenjenih podatkov znaša sedanja vrednost podjetja v obdobju natančnega napovedovanja 451,6 milijona evrov.

4.1.5 Ocena končne vrednosti podjetja

Pri izračunu vrednosti podjetja po natančnem obdobju napovedovanja sem predpostavil, da je dolgoročna rast prostih denarnih tokov enaka 2,5 %. Vrednost podjetja po obdobju natančnega napovedovanja je bila ocenjena na podlagi formule, prikazane v podpoglavju 2.3.1.2. in ob 12,15 % ROIC znaša 89,6 milijonov evrov. Tako sedanja vrednost podjetja po obdobju znaša 724 milijonov evrov. Celotna vrednost podjetja je predstavljena v spodnji tabeli. Sedanja vrednost lastniškega kapitala podjetja znaša 833.446.000,00 evrov.

Tabela 6: Skupna sedanja vrednost podjetja (v 000 EUR)

Sedanja vrednost podjetja v obdobju	451.657
Sedanja vrednost podjetja po obdobju	724.342
Skupna sedanja vrednost podjetja	1.175.999

Vir: Lastni izračun.

¹⁴ Izračun: $\text{netehtana beta} \cdot (1 + (1 - \text{davek}) \cdot \text{dolg} / \text{kapital})$.

4.2 Primer vrednotenja banke Y

4.2.1 Predstavitev banke Y

Banka Y je bila ustanovljena leta 1990, kjer je bila istega leta vpisana v sodni register pristojnega sodišča. Banko je ustanovilo 80 ustanoviteljev na podlagi pristojnega zakona. Banka je bila ustanovljena kot delniška družba. Osnovni kapitala banke je znašal 27.762.210,00 evrov, od tega 3.309 navadnih delnic tipa A – nominalne vrednosti 7.770,00 evrov vsaka in 264 prednostnih delnic razreda A po nominalni vrednosti 7.770,00 evrov.

Banka je opravljala naslednje dejavnosti: sprejemanje vseh vrst denarnih depozitov, dajanje in najemanje kreditov in finančni lizing, dajanje vseh oblik denarnega jamstva, sodelovanje, nakup in prodaja instrumentov trga denarja in kapitala za svoj in tuj račun, storitve plačilnega prometa in prenos denarja, nakup in prodaja tuje valute, izdajanje in upravljanje s plačilnimi sredstvi (vključno z kreditnimi karticami in čeki), hranjenje in upravljanje vrednostnih papirjev in drugih vrednosti, storitve finančnega menedžmenta, nakup in prodaja vrednostnih papirjev in druge posle.

4.2.2 Kapital

Osnovni kapital banke znaša 27.762.210,00 evrov, od tega 3.309 navadnih delnic tipa A – nominalne vrednosti 7.770,00 evrov vsaka in 264 prednostnih delnic razreda A po nominalni vrednosti 7.770,00 evrov. Pravne osebe razpolagajo z 976 delnicami ali 27,32 %, fizične osebe z 2.597 delnicami ali 72,68 %. Zaposleni v banki (186) razpolagajo z 2.187 delnicami ali 61,20 %. Večina delničarjev fizičnih oseb je delavcev banke (186). Večina delnic (2.745 ali 76,83%) je zastavljena.

Kapital banke v letu 2004 in 2005 predstavlja kar četrtno sredstev banke. V letu 2004 se je znižal za tretjino. Kapital se je znižal zaradi izgube v letu 2004. Kapital banke se je v letu 2003 povečal izključno zaradi zadržanega dobička. Količnik kapitalske ustreznosti banke je 31.3.2005 znašal 32,8 % (31. 12. 2004: 33,9 %, 31. 12. 2003: 41 %) in presega predpisanih 10%. Osnovna sredstva v primerjavi s kapitalom banke predstavljajo visokih 53 % – kapitalska moč banke je zelo oslABLJena.

4.2.3 Kvaliteta naložb

Bilančna vsota se je v letu 2004 glede na prejšnje leto znižala za slabih 20 %. Vzrok znižanja bilančne vsote je padec rasti in obsega kreditnega portfelja. Krediti ne-bankam predstavljajo 45 % bilance stanja in so se v letu 2004 znižali za tretjino. Znižanje danih kreditov v letu 2002 je posledica zmanjšanja aktivnosti banke na poslih kreditiranja pravnih in fizičnih oseb in poslabšanja bonitetne razvrstitve komitentov. 79 % bruto kreditov v letu 2004 je bilo danih v domači valuti, ostalo v tujih valutah. 58 % bruto kreditov ne-bankam je kratkoročnih (2003:

36 %), ostalo so dolgoročni (ročnost nad 1 leto). Kreditni portfelj banke sestavljajo večinoma privatna (32,5 %) in javna podjetja (38,7 %), delež prebivalstva je 25,2 %.

Banka ima v letu 2004 16 % rezervacij za kredite, kar je 6 odstotnih točk več kot leto prej. Na podlagi skrbnega pregleda je bilo ugotovljeno, da je banka za določene komitente oblikovala premalo rezervacij, kar je posledica previsoke bonitetne razvrstitve večine komitentov. Naložbe so zavarovane pretežno z zastavo nepremičnin in s splošnim zavarovanjem (čeki in menicami). Po pregledu podjetniškega portfelja (največjih 15 komitentov, ki predstavljajo 70% podjetniškega portfelja) so ugotovili, da so vse naložbe zavarovane z zastavo premoženja. V več primerih je hipoteko težko unovčiti (del objekta ali industrijskega kompleksa, namenski objekti, specialna oprema), pri ostalih hipotekah pa je treba upoštevati tudi zamudnost pri unovčevanju v primeru izvršbe. Po pregledu kreditnega portfelja, razgovori z zaposlenimi v banki, oceni kreditne politike in postopkov odobravanja, podrobnega pregleda 15 največjih komitentov banke (70 % portfelja pravnih oseb) ter izbranega vzorca portfelja fizičnih oseb so ugotovili, da bi bilo treba za celotni portfelj oblikovati okoli 11,1 mio evrov (po stanju na dan 31. 3. 2005). Poleg tega ima banka na dan 31. 5. 2005 zastavljena sredstva pri CB v višini 4.225 tisoč evrov za kredite komitentom, ki spadajo v E bonitetno skupino. Tako bi bilo treba iz tega naslova oblikovati dodatnih 4.225 tisoč evrskih rezervacij, trenutno pa ima oblikovane v višini 1.185 tisoč evrov. Več o podrobnostih o rezervacijah v Prilogi 8.

22 % bilančne vsote so depoziti pri bankah. Visok delež bilančne vsote zavzemajo tudi osnovna sredstva (največji delež so zemljišča in gradbeni objekti).

4.2.4 Vodstvo, organizacijska in kadrovska struktura

S statutom banke je določeno, da banka opravlja svojo dejavnost neposredno in prek organizacijskih delov in to filial, ekspozitur, agencij in ločenih blagajniških mest (9. člen statuta). Organizacijski deli banke so ekspoziture v Mestu 1, Mestu 2, Mestu 3, Mestu 4, Mestu 5. Organi upravljanje banke so skupščina, nadzorni odbor in uprava.

V banki je zaposlenih 197 delavcev po stanju 31. 5. 2005, od tega 41 z visoko, 17 z višjo, 125 s srednjo stopnjo izobrazbe oz. KV in 14 ostalih delavcev. Od tega je 147 žensk in 50 moških. Na sedežu banke je zaposleno 157 delavcev banke, zunaj sedeža je zaposlenih 40 delavcev, od tega v mestu A 17 delavcev, v mestu B 10 delavcev, v mestu C 7 delavcev, v mestu D 3 delavci in mestu E 3 delavci. Kar 166 delavcev spada v starostno kategorijo od 41–60 let (113 delavcev v kategorijo 41–50 let, le 5 zaposlenih v kategoriji 20–30 let).

Obstaja kolektivna pogodba, ki velja za državni sektor. Panožne kolektivne pogodbe za privatizirane banke ni.

4.2.5 Prihodki in dobičkonosnost

Banka je v letu 2004 in v prvih mesecih 2005 poslovala negativno. V letu 2004 je banka imela skoraj 8 milijonov evrov izgube, medtem ko je v letu 2003 zabeležila skromen dobiček. Kazalci dobičkonosnosti so negativni. Neto prihodki banke so iz neto obrestnih in neobrestnih ter drugih prihodkov. Neto obrestni prihodki so v letu 2004 bili 58 % (2003: 71 %) vseh neto prihodkov in so se znižali za visokih 42 %. Znižanje prihodkov od obresti v letu 2004 za 42 % je posledica znižanja aktivnosti banke na poslih kreditiranja pravnih in fizičnih oseb. Tudi neto neobrestni prihodki so se znižali (za 10 %) in v bilanci stanja pomenijo dobro tretjino (2003: 43 %). Med neto neobrestnimi prihodki so provizije edini prihodek. Pri postavki drugi prihodki gre predvsem za prihodke iz prodaje osnovnih sredstev (v letu 2005 je banka prodala zgradbo). Stroški dela so v letu 2004 ostali na podobni ravni kot v letu 2003. Banka je v letu 2004 oblikovala za 4,9 mio EUR več rezervacij kot v letu prej. V letu 2005 je banka rezervacije sproščala z namenom znižanja izgube. Pri skrbnem pregledu je bilo ugotovljeno, da je banka oblikovala premalo rezervacij.

4.2.6 Likvidnost in zakladniško poslovanje banke

Glavni vir financiranja v letu 2004 so depoziti, ki v virih financiranja predstavljajo 71 % (od tega 75 % depoziti strank, 25 % depoziti bank in drugih strank). V letu 2004 so depoziti padli za 28 %, kar je posledica znižanja depozitov pravnih oseb. Od skupno 37 mio evrov, kolikor znašajo vezani depoziti in depoziti na vpogled pravnih oseb, se jih 23,3 mio evrov (63 %) depozitov nanaša na 20 največjih depozitarjev banke (Depozitar A 7,95 mio evrov, Depozitar B 4,1 mio evrov, Depozitar C 3,5 mio evrov...). Banka ima zelo visok delež vpoglednih sredstev. Konec meseca maja so vpogledna sredstva predstavljala kar 89% celotnega depozitnega portfelja. Kratkoročni depoziti so imeli 6,4 odstotni delež, medtem ko je bil delež dolgoročnih depozitov še nižji in je znašal le 4 %. Največji delež med vpoglednimi sredstvi pripada različnim organizacijam z 25,8 %, 12,5 odstotni delež imajo javna podjetja, depoziti privatnih podjetij in nebančnih finančnih organizacij pa so 11,1 % oziroma 11,5 % celotnega depozitnega portfelja. Diverzifikacija depozitov je izjemno slaba. V primeru prenosa sredstev enega od dveh največjih depozitarjev drugam obstaja velika verjetnost, da bo banka zašla v resne likvidnostne težave, saj predstavljajo njuni depoziti kar 42 % celotnega depozitnega portfelja banke v domači valuti. Banka Primer je imela za zagotavljanje optimalne likvidnosti podpisani dve pogodbi za kreditni liniji pri dveh domačih bankah. Skupni znesek obeh linij znaša 7,4 milijona evrov. Banka ima visoko valutno izpostavljenost, ki presega načrtane cilje in politiko banke (20 % kapitala za vsako valuto oziroma za vse valute skupaj 30 % kapitala).

4.2.7 Pregled posameznih področij

Pri pregledu je bilo ugotovljeno, da ima banka licenco za opravljanje osnovnih poslov. Pravniki so pregledali statut banke in posamezne člene, različne pogodbe, lastništvo zgradb in zemljišč. Ugotovili so, da banka trenutno vodi 94 sodnih postopkov. Večinoma gre za izvršilne postopke, bodisi na podlagi izvršilnih predlogov na podlagi verodostojne listine

bodisi da gre za izvršbo na nepremičninah na podlagi vpisanih hipotek. Iz pregleda dokumentacije izhaja, da je v večina izvršb na nepremičninah slabo uspešna, saj kljub znižanju cene po opravljenih postopkih javnih dražb ne obstaja povpraševanje po nepremičninah.

Banka mednarodnega poslovanja nima organiziranega v eni poslovni enoti. Večino ga opravlja Sektor za plačilni promet, ki ga sestavljata dva oddelka, in sicer domači plačilni promet (13 zaposlenih) in mednarodni plačilni promet (14 zaposlenih). Banka ima vzpostavljenih 130 korespondenčnih odnosov. Akreditivnega poslovanja je malo, medtem ko je banka dokaj aktivna pri garancijskem poslovanju.

Pri pregledu informacijske tehnologije so ugotovili, da je delovanje informacijskega sistema zanesljivo, pri čemer je treba omeniti tudi, da je celoten sistem dokaj stabilen. Banka ima lasten razvoj informacijskega sistema. Poleg prednosti se pojavljajo tudi slabosti, kot so: neintegritetnost aplikacij (dvojni vnosi podatkov), pomanjkanje rezervnega – nadomestnega centralnega sistema, pomanjkanje pisne dokumentacije (navodil, standardov, predpisov ...) ... Stroški, ki bi bili potrebni za investicije v informacijsko tehnologijo, naj bi v štirih letih znašali okoli 4,5 milijonov evrov.

4.2.8 Ocena vrednosti banke

Ena od ugotovitev skrbnega pregleda je, da bilanca banke ne izkazuje poštene vrednosti treh aktivnih postavk bilance stanja. Gre za naložbe, ki niso ustrezno pokrite z rezervacijami. Na podlagi nekaterih dejstev (iz gradiva skrbnega pregleda), predstavljenih v prejšnjih poglavjih, ima banka za 29,2 milijona evrov premalo oblikovanih rezervacij, kar hkrati pomeni tudi za toliko nižjo tržno vrednost sredstev (za 17,9 milijonov evrov premalo oblikovanih rezervacij za depozite pri bankah; za 11,1 milijonov evrov premalo oblikovanih rezervacij za kredite, ostalo pa so premalo oblikovane rezervacije za kapitalske naložbe). V Tabeli 7 so predstavljene ocene posameznih postavk bilance stanja v 000 EUR na dan 31. 12. 2004, ki so bile korigirane z nekaterimi dogodki v letu 2005. V spodnji tabeli so podatki na dan 31. 12. 2003, 31. 12. 2004 in 31. 5. 2005 izpisani iz letnega in medletnega poročila banke. Ocene posameznih postavk bilance stanja so bile narejene na podlagi ocen analitikov NLB.

Ocenjevanje vrednosti banke na podlagi diskontiranih denarnih tokov lastniškemu kapitalu se mi ne zdi primerno, saj je banka leto 2004 zaključila z razmeroma visoko izgubo (7,9 milijonov evrov oziroma 85 % prihodkov). Izguba se je nadaljevala tudi v prvih petih mesecih leta 2005, ko je znašala 1,1 mio evrov. Tekoče poslovanje torej banki niti ne povečuje niti ne ohranja vrednosti. Na podlagi takega izhodišča je nerealno pričakovati, da bo banka brez korenitih sprememb začela ustvarjati stalen dobiček v primerni višini, kar je pogoj za utemeljeno oceno vrednosti na osnovi metode, ki temelji na prihodnjih donosih.

Tabela 7: Bilanca stanja banke Y v obdobju 31. 12. 2003 – 31. 5. 2005 in ocene analitikov NLB posameznih postavk na podlagi skrbnega pregleda (v 000 EUR)

	31. 12. 2003	31. 12. 2004	31. 5. 2005	Ocena analitikov NLB
Gotovina v blagajni in depoziti pri drugih bankah	15.751	18.284	14.262	14.262
Depoziti pri centralni banki	642	1.565	3.421	3.421
Depoziti pri drugih bankah	33.874	23.904	23.789	5.859
Kredit drugim	66.556	48.035	52.614	41.457
Obračunane obresti	189	167	192	192
Kapitalske naložbe	690	1.034	1.034	923
Opredmetena osnovna sredstva	14.128	14.428	13.990	13.990
Druge sredstva	272	111	154	154
SKUPAJ AKTIVA	132.101	107.528	109.455	80.257
Prejeti krediti od bank in drugih strank	17.982	19.153	18.406	18.406
Vloge na vpogled	65.779	106.579	52.124	52.124
Vezani depoziti	9.074	5.842	6.913	6.913
Obračunane obresti	934	897	574	574
Druge obveznosti	3.367	3.558	5.596	5.596
Skupaj obveznosti	97.136	80.540	83.613	83.613
Vpisani kapital	19.830	27.763	27.763	
Rezerve banke in prenesena čista izguba/dobiček	15.135	-775	-1.920	
Skupaj kapital	34.965	26.988	25.843	-3.356
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL	132.101	107.528	109.455	80.257

Vir: Poročilo o skrbnem pregledu banke Y.

Zaradi dejstva, da je bila banka ocenjena s strani analitikov NLB d.d., bi lahko rekli, da je v Tabeli 7 prikazana poštena tržna vrednost banke.

Na podlagi analize postavk bilance stanja in zgoraj omenjenih dejstev ocenjujem, da je vrednost kapitala banke negativna v višini 3,3 milijonov evrov, pri čemer je tržna vrednost opredmetenih osnovnih sredstev neznana. Na podlagi mnenja analitikov NLB d.d. (poznavanje vrednosti nepremičninskega trga področja banke) ti menijo, da tržna vrednost opredmetenih osnovnih sredstev (kljub nepoznavanju tržne vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev) ni za 3,3 milijona evrov višja od knjigovodske vrednosti, kar bi pomenilo, da je vrednost kapitala banke enaka 0 evrom.

Ob tem je treba dodati, da bo banka morala vložiti v razvoj poslovanja v prihodnjem petletnem obdobju znatna sredstva, na primer samo v razvoj informacijske tehnologije 4,5 milijona evrov. Ta znesek sicer v tem trenutku ne povečuje negativnega kapitala banke, a kaže na to, da bi potencialni kupec banke s tem, ko bi kupil delnice, moral za normalno poslovanje poleg kupnine investirati tudi v poslovanje.

Na podlagi zgornje analize banke se dobro vidi, da nam le podrobni pregled poslovanja banke lahko poda pravilno sliko o pošteni vrednosti. Zgoraj omenjeno banko racionalen investitor ne

bi kupil, vendar se v praksi dogaja ravno nasprotno. Vstop na razvijajoče se bančne trge je za vse tuje banke precej otežen in zahteven (težko pridobiti bančno licenco). Edini način vstopa na trg je nakup kakšne majhne banke, kljub temu da je ta nakup ni racionalen.

5 Sklep

Vrednotenje podjetij je na razvitih kapitalskih trgih pomembna in že dalj časa uveljavljena disciplina. To je zahtevna naloga, saj vrednost v splošnem temelji na sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Ker je prihodnost negotova, so negotove tudi napovedi glede prihodnjega poslovanja podjetja in posledično tudi glede njegove vrednosti.

V prvem delu diplomskega dela sem predstavil najbolj znane metode za vrednotenje podjetij. Poznamo več vrst vrednotenja: od preprostih do zelo zahtevnih. Katera metoda je za podjetje ali banko najprimernejša, je odvisno od namena vrednotenja, količine podatkov in časa, ki je na voljo. Med najbolj znane in uporabljane metode spada metoda diskontiranih prostih denarnih tokov podjetju, ki sem jo tudi podrobneje predstavil. S pomočjo omenjene metode sem ocenil vrednost podjetja. Na podlagi predpostavk, predstavljenih v diplomskem delu, znaša celotna vrednost podjetja X 1,175 milijarde evrov. Pri tej metodi so določene predpostavke precej odvisne od analitika samega, njegovega razumevanja zbranih podatkov, izkušenj ...

V drugem poglavju diplomskega dela sem predstavil ključne razlike pri analizi in vrednotenju banke glede na podjetje. V splošnem analizo banke razdelimo na analizo operativnega okolja, zunanjega okolja in finančnega profila banke. Omenjena področja analize nimajo v vseh državah enake teže zaradi razlik v razvitosti države, gospodarstva in finančnega sistema.

Poslovne banke so pri določanju deleža lastniškega kapitala precej manj samostojne od nefinančnih podjetij. Centralna banka namreč predpisuje minimalno kapitalsko ustreznost poslovne banke, da bi zaščitila vlagatelje, poleg tega pa centralna banka prek višine kapitala uravnava tudi obseg tveganih dejavnosti poslovne banke (Ribnikar, 1993, str. 308). Iz tega sledi, da so banke precej bolj regulirane od podjetij in da imajo banke precej manj svobode pri odločitvi o kapitalski strukturi.

Pri analizi aktive banke pomemben del analize predstavlja ugotavljanje višine slabih kreditov, višine rezervacij za kredite in pokritost slabih kreditov s temi rezervacijami.

Zaradi narave poslovanja ima banka različne vrste prihodkov. V osnovi banka pridobiva prihodke iz dveh virov: neto obrestnih prihodkov (stabilni viri) in neto neobrestnih prihodkov (manj stabilni viri). Stabilni prihodki so tisti prihodki, ki banki zagotavljajo stabilen dobiček in s tem tudi manjše tveganje in bolj stabilno poslovanje banke. Najbolj stabilni viri so neto obrestni prihodki.

V četrtem poglavju sem predstavil podatke in ključna dejstva o poslovanju banke, ki sem jih izluščil iz poročila o skrbnem pregledu banke Y. Pri pregledu banke so analitiki ugotovili, da določene postavke na aktivih bilance stanja ne odražajo poštene vrednosti. Največje razlike so nastale pri višini rezervacij. Na podlagi skrbnega pregleda je bilo ugotovljeno, da je banka svoje komitente ocenila s previsoko bonitetno oceno, kar je pripeljalo do prenizko oblikovanih rezervacij. Na podlagi skrbnega pregleda so analitiki NLB d.d. ocenili, da je vrednost kapitala banke negativna. Nakup banke s strani racionalnega investitorja seveda ni smiselno, vendar pa se v praksi dogaja ravno nasprotno. Banke z namenom vstopa na nerazviti trg kupujejo slabo poslujoče banke, z enim samim namenom, to je pridobitev bančne licence. Te banke bi v primeru lastnega vstopa (ustanovitev svoje banke) potrebovale neprimerno več časa za pridobitev bančne licence, poleg tega pa še več denarja in poznanstev (lobiranja pri centralni banki).

Kljub vsemu zgoraj navedenemu in mojemu ocenjevanju vrednosti tako podjetja kot banke menim, da je ocenjevanje vrednosti zahtevno opravilo. Vsakdo, ki se nameni ocenjevati vrednost podjetja, lahko na podlagi njegovega mnenja in predpostavk izračuna vrednost podjetja, ki ji ne moremo oporekati. Ključno dejstvo je, da vrednotenje, kljub temu, da sloni na teoretično izpeljanih metodah, vključuje precej subjektivnega pogleda analitika.

Literatura

1. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Slovenska ekonomska revija. Ljubljana, 1998, 1/2, str. 87–101
2. Bezljaj Peter: Vrednotenje Finančnih institucij s poudarkom na posebnosti vrednotenja poslovnih bank. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 95 str.
3. Borak Neven: Bazelski kapitalski standardi. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1997. 80 str.
4. Brealey A.R., Mayers C. Stewart: Principles of Corporate Finance. 6 th Edition. Boston : Irwin McGraw-Hill, Inc. 2000. 1093 str.
5. Brigham Eugene F.: Fundamentals of Financial Management. 7th Edition. Orlando, (Florida) : The Dryden Press, 1995. 843 str., 4 pril.
6. Brigham F. E., Gapenski C. L., Ehrherdt M. C.: Financial Management – Theory and Practice. 9th Edition. Forth Worth : The Dryden Press, 1999. 1087 str.
7. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: Intermediate financial management. 8th Edition. Ohio : South-Western, 2004. str. 1038
8. Copeland et al.: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 2 nd Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2000. 550 str.
9. Damodaran Aswath: Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1996. 519 str.
10. Damodaran Aswath: Value Creation and Enhancement: Back to the Basics. 72.str. [URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valcre.pdf>], 1998.
11. Damodarn Aswath: Corporate Finance: Theory and Practice. 2nd Edition. New York : John Wiley&Sons, Inc., 2001. 982 str.
12. D&B International Risk & Payment Review. London. Velika Britanija : D&B Ltd, 2007. 120 str.
13. Fernandez Pablo: 80 common and uncommon errors in company valuation Madrid : IESE Business School, 2004. 29 str.
14. Fernandez Pablo: Company valuation methods. The most common errors in valuations. Madrid : IESE Business School, 2004a. 29 str.
15. Golin Jonathan: The Bank Credit Analysis Handbook. Singapore : John Wiley&Sons (Asia) Pte Ltd, 2001. 740 str.
16. Jackson Patricia et al.: Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of The Basel Accord. Basle : Bank for international settlements, Basle committee on banking supervision, 1999. 59 str.
17. Janevska Lidija, Rubin Saša: Kvantitativna študija učinkov novega kapitalskega sporazuma. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 12, str. 40–44.
18. Jeff Madura: Financial Institutions and markets. 7th Edition. International Student Edition. Ohio: Thomson / South-Western, 2006. 771 str.

19. Jensen C. Mitchael: The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. Corporate Restructuring and Executive Compensation. Cambridge (Massachusetts) : Ballinger Publishing Company, 1989. str. 3–43.
20. Kaufman George G.: The U.S. Financial System. 6.izdaja. Englewood Cliffs, New Yersey : Prentice Hall Inc., 1995. 695 str.
21. Kleidenstein Robert: Vrednotenje delnic slovenskih podjetij: umetnost na kvadrat. Finance: Ljubljana, 23.10.2000, str. 10.
22. Kleindienst Robert: Vrednotenje poslovnih bank. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 96 str.
23. Mauboussin J. Michael: Thoughts on Valuation. CREDIT SUISSE FIRST BOSTON CORPORATION, Equity Research – Americas, Industry Thinking, NI2699, 1997. 20 str.
24. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.
25. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
26. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
27. Miller D. William: Commercial Bank Valuation. New York : John Wiley & Sons, 1995. 263 str.
28. Nemec Valter: Sodobni finančni modeli za vrednotenje podjetij – primer podjetja Hit. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 101 str.
29. Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweihs P. Robert: Valuating a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 4th Edition. New York : McGraw-Hill, 2000. 924 str.
30. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. I. del. Ljubljana : Ekonomska fakulteta. 1993, 336 str.
31. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. 1. izdaja, Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
32. Sinkey F. Joseph Jr.: Commercial bank financial management in the financial-services industry. 5th Edition. New Jersey : Prentice Hall, 1998. 920 str.

Viri

1. Annual Report 2006 BNP Paribas, BNP Paribas, [URL: <http://www.bnpparibas.com>], 20. 10. 2007
2. Annual Report 2006 Deutsche bank AG, Deutsche bank AG, [URL: <http://www.deutsche-bank.com>], 20.10.2007
3. Annual Report 2006 UBS, UBS, [URL: <http://www.ubs.com>], 20. 10. 2007
4. Baza podatkov Bankscope CD-ROM: Bureau van Dijk. maj 2007.
5. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, september 2007, 161 str.
6. Bloomberg [URL: <http://www.bloomberg.com/markets/rates/germany.html>], 20. 06. 2007
7. Capital. New York: Fitch Research, 2005. 10 str., [URL: <http://www.fitchratings.com/>], 05. 06. 2007

8. Country Default Spreads and Risk Premiums: Damodaran On-Line [URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem05.xls>], 20. 06. 2007.
9. Deutsche bank AG. New York: Fitch Research, 2007. 10 str. [URL: <http://www.fitchratings.com/>], 05. 06. 2007
10. Fitch Research [URL: <http://www.fitchratings.com/>], 05. 06. 2007
11. Gradivo iz seminarja International Bank Analysis Days, Bruselj, DC Gardener, 2003.
12. Interna gradiva Nove Ljubljanske banke, d. d., Ljubljana.
13. Levered and Unlevered Betas by Industry: Damodaran On-Line [URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betas05.xls>], 20. 06. 2007.
14. Poročilo o finančni stabilnosti. Ljubljana : Banka Slovenije, 2007. 156 str.
15. Poročilo o skrbnem pregledu banke Y: Nova Ljubljanska banka d.d.
16. SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook. Chicago : Ibbotson Associates, 2005. 274 str.
17. Sklep o poslovnih knjigah in letnih poročilih bank in hranilnic: Bilanca stanja, (Uradni list RS, št. 28/2007).
18. Sklep o poslovnih knjigah in letnih poročilih bank in hranilnic: Izkaz poslovnega izida, (Uradni list RS, št. 28/2007).
19. Spletna stran Banke Slovenije [URL: <http://www.bsi.si>], 20. 10. 2007.
20. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 131/2006).

Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

APV – Adjusted Present Value	Model prilagojene sedanje vrednosti
Buffer	Blažilec
CAPM – Capital Asset Pricing Model	Enofaktorski model ocene stroškov lastniškega kapitala
CF – cash flow	Denarni tok
Core capital	Osnovni kapital
CVA – Cash Value Added	Model denarne dodane vrednosti
DDM – Dividend Discount Model	Dividendno diskontni model
DPS – Dividend per share	Dividenda na delnico
EBIT – Earning Before Interest and Taxes	Dobiček iz poslovanja pred obrestmi in davki
EBITDA – Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo
EP – Economic Profit	Ekonomski dobiček
EV – Enterprise Value	Tržna vrednost investiranega kapitala
EVA – Economic Value Added	Ekonomsko dodana vrednost
Excess earnings method	Metodo presežnih donosov
FCF – Free Cash Flow	Prosti denarni tok
FCFE – Free Cash Flow to Equity	Prosti denarni tok lastniškega kapitala
FCFF – Free Cash Flow to Firm	Prosti denarni tok podjetju
GOODWILL	Dobro ime
Net asset value	Metodo neto sedanje vrednosti
Non-performing loans	Zapadli krediti
NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Taxes	Čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih
Operating value	Poslovna vrednost
Operations	Dejavnost
P/S – Price to Sales	Cena delnice/ prodaja na delnico
Peer comparison	Primerjalno vrednotenje
PER – Price Earnings ratio	Cena delnice/dobiček na delnico
Residual value	Preostala vrednost
Risk free rate	Netvegana stopnja donosa
ROA – return on assets	Donosnost sredstev
ROE – return on equity	Donosnost kapitala
ROIC – return on invested capital	Donos na investiran kapital
Stakeholders	Interesne skupine
Supplementary capital	Dodatni kapital
Terminal value	Končna vrednost
Total capital ratio	Celotni količnik kapitalske ustreznosti
Total Regulatory Capital	Celotni regulatorni kapital
Value drivers	Elementi za povečevanje vrednosti
WACC – Weighted Average Cost of Capital	Tehtano povprečje stroškov kapitala

Priloge

Priloga 1: Ključne postavke bilance stanja za podjetje X za obdobje natančnega napovedovanja 2006 – 2014 (v 000 EUR).....	1
Priloga 2: Ključne postavke izkaza poslovnega izida za podjetje X za obdobje natančnega napovedovanja 2006 – 2014 (v 000 EUR).....	2
Priloga 3: Izračun prostega denarnega toka za podjetje X za obdobje natančnega napovedovanja 2006 – 2014 (v 000 EUR).....	3
Priloga 4: Bilanca stanja za banko	4
Priloga 5: Izkaz poslovnega izida za banko	5
Priloga 6: Izkaz poslovnega izida za banko Y	6
Priloga 7: Bilanca stanja za banko Y.....	7
Priloga 8: Portfelj, višina oblikovanih rezervacij in ocenjene potrebne rezervacije za banko Y	8
Priloga 9: Struktura in rast postavk bilance stanja bančnega sektorja za konec leta v odstotkih	9
Priloga 10: Kazalniki poslovanja bank v odstotkih.....	10

Priloga 1: Ključne postavke bilance stanja za podjetje X za obdobje natančnega napovedovanja 2006 – 2014 (v 000 EUR)

BILANCA STANJA											
	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
STALNA SREDSTVA	815.573	804.437	795.039	798.185	804.659	813.678	824.450	836.189	848.121	860.203	872.420
Neopredmetena dolgoročna sredstva	651	115	115	138	155	170	184	195	206	216	224
Opredmetena osnovna sredstva	567.948	550.101	540.703	543.826	550.283	559.286	570.045	581.773	593.694	605.766	617.974
Dolgoročne finančne naložbe	246.973	254.221	254.221	254.221	254.221	254.221	254.221	254.221	254.221	254.221	254.221
GIBLJIVA SREDSTVA	2.024.773	2.791.354	3.129.974	3.754.245	4.291.468	4.554.704	4.860.980	5.061.515	5.366.776	5.455.801	5.612.438
Zaloge	510.574	379.694	544.263	684.216	725.269	761.532	791.994	815.754	832.000	848.000	864.000
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	1.084.883	2.353.663	2.418.081	2.745.417	3.027.997	3.179.396	3.306.573	3.405.771	3.473.600	3.540.400	3.607.200
Kratkoročne finančne naložbe	416.585	33.816	144.305	298.955	511.004	585.218	732.713	809.399	1.029.976	1.035.601	1.108.838
Dobroimetje pri bankah, čeki, gotovina	12.732	24.181	23.326	25.658	27.198	28.557	29.700	30.591	31.200	31.800	32.400
<i>Aktivne časovne razmejitve</i>	108.848	4.786	7.775	8.553	9.066	9.519	9.900	10.197	10.400	10.600	10.800
SREDSTVA SKUPAJ	2.949.194	3.600.577	3.932.789	4.560.983	5.105.193	5.377.901	5.695.330	5.907.901	6.225.298	6.326.604	6.495.657
Zunajbilančna sredstva											
KAPITAL	625.925	655.588	708.440	769.346	830.926	833.526	895.855	898.271	955.438	959.084	1.016.926
DOLGOROČNE REZERVACIJE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	331.359	235.154	290.846	336.374	426.547	449.270	475.426	552.105	643.330	653.860	671.166
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	317.136	224.237	275.295	319.269	408.415	430.232	455.626	531.711	622.530	632.660	649.566
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	14.223	10.917	15.550	17.105	18.132	19.038	19.800	20.394	20.800	21.200	21.600
KRA TKOROČNE OBVEZNOSTI	1.956.956	2.610.557	2.739.124	3.241.446	3.621.073	3.857.126	4.076.551	4.202.602	4.366.530	4.448.660	4.537.566
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	441.831	165.396	196.639	273.659	357.364	430.232	512.580	531.711	622.530	632.660	649.566
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	1.515.125	2.445.161	2.542.484	2.967.787	3.263.710	3.426.894	3.563.971	3.670.891	3.744.000	3.816.000	3.888.000
PČR	34.954	99.278	194.380	213.818	226.647	237.979	247.498	254.923	260.000	265.000	270.000
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	2.949.194	3.600.577	3.932.789	4.560.983	5.105.193	5.377.901	5.695.330	5.907.901	6.225.298	6.326.604	6.495.657
Zunajbilančne obveznosti											

Vir: Lasten izračun.

Priloga 2: Ključne postavke izkaza poslovnega izida za podjetje X za obdobje natančnega napovedovanja 2006 – 2014 (v 000 EUR)

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA

	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
ČISTI PRIHODKI OD PRODAJE	4.358.987	7.068.347	7.775.181	8.552.700	9.065.860	9.519.150	9.899.920	10.196.920	10.400.000	10.600.000	10.800.000
st. rasti			10,0%	10,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,8%	2,6%	1,9%
Sprememba vrednosti zalog	-3.867	-123.795	-69.977	-76.974	-81.593	-85.672	-89.099	-91.772	-93.600	-95.400	-97.200
Stroški blaga, materiala in storitev	3.329.800	5.742.017	6.220.145	6.842.160	7.252.688	7.615.320	7.919.936	8.157.536	8.320.000	8.480.000	8.640.000
Stroški dela	899.069	1.007.412	1.321.781	1.453.959	1.541.196	1.618.256	1.682.986	1.733.476	1.768.000	1.802.000	1.836.000
Amortizacija	71.062	65.473	64.898	65.276	66.053	67.135	68.427	69.836	71.268	72.718	74.184
Prevr. odh. pri obratnih sredstvih	18.613	1.645	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Drugi odhodki poslovanja	16.130	15.851	7.775	8.553	9.066	9.519	9.900	10.197	10.400	10.600	10.800
DOBIČEK / IZGUBA IZ POSLOVANJA	22.627	112.637	90.605	105.778	115.265	123.248	129.571	134.102	136.732	139.282	141.816
Prihodki od financiranja	20.258	12.595	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Stroški obresti in drugi odhodki financiranja	33.988	52.995	24.541	29.646	38.289	43.023	48.410	53.171	62.253	63.266	64.957
DOBIČEK / IZG. IZ REDNEGA DELOVANJA	8.897	72.237	66.065	76.132	76.976	80.225	81.161	80.931	74.479	76.016	76.860
Izredni prihodki	2.250	320	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Izredni odhodki	1.467	37.487	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CELOTNI DOBIČEK / IZGUBA	9.679	35.070	66.065	76.132	76.976	80.225	81.161	80.931	74.479	76.016	76.860
Davek iz dobička	0	5.409	13.213	15.226	15.395	16.045	16.232	16.186	14.896	15.203	15.372
% celotnega dobička	0,0%	15,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ČISTI DOBIČEK / IZG. POSLOVNEGA LETA	9.679	29.661	52.852	60.906	61.581	64.180	64.929	64.745	59.583	60.813	61.488

Vir: Lasten izračun.

Priloga 3: Izračun prostega denarnega toka za podjetje X za obdobje natančnega napovedovanja 2006 – 2014 (v 000 EUR)

	Povzetek FCF-F										
		2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
	Dobiček iz poslovanja	112.637	90.605	105.778	115.265	123.248	129.571	134.102	136.732	139.282	141.816
-	Davki na dobiček iz poslovanja	5.409	18.121	21.156	23.053	24.650	25.914	26.820	27.346	27.856	28.363
=	Dobiček iz poslovanja po davkih	107.228	72.484	84.623	92.212	98.599	103.657	107.282	109.386	111.426	113.453
+	Amortizacija + prevrednotenja OOS in NDS	65.473	64.898	65.276	66.053	67.135	68.427	69.836	71.268	72.718	74.184
	SKUPAJ Denarni tok iz poslovanja	172.701	137.383	149.898	158.264	165.733	172.084	177.118	180.654	184.144	187.637
-	Investicije v obratni kapital	39.477	39.552	23.326	15.395	13.599	11.423	8.910	6.092	6.000	6.000
-	Investicije v osnovna sredstva	55.500	55.500	68.422	72.527	76.153	79.199	81.575	83.200	84.800	86.400
=	Skupaj prosti denarni tok	77.724	42.330	58.151	70.343	75.981	81.462	86.633	91.361	93.344	95.237
	Diskontni faktor		0,922	0,850	0,783	0,722	0,665	0,613	0,565	0,521	0,480
	Sedanja vrednost prostega denarnega toka		39.017	49.404	55.083	54.841	54.194	53.123	51.637	48.628	45.730

Vir: Lasten izračun.

Priloga 4: Bilanca stanja za banko

(pravna oseba)

BILANCA STANJA NA DAN

(kratka shema)

v tisoč EUR

Zap. št.	Oznaka bil. post.	VSEBINA	ZNESEK	
			POSLOVNEGA LETA	PREJŠNJEGA LETA
	1	2	3	4
1	A. 1.	Denar v blagajni in stanje na računih pri centralni banki		
2	A. 2.	Finančna sredstva, namenjena trgovanju		
3	A. 3.	Finančna sredstva, pripoznana po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida		
4	A. 4.	Finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo		
5	A. 5.	Kredit		
		- kredit bankam		
		- kredit strankam, ki niso banke		
6	A. 6.	Finančna sredstva v posesti do zapadlosti		
7	A. 7.	Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju		
8	A. 8.	Spremembe poštene vrednosti skupine varovanih postavk pred obrestnim tveganjem		
9	A. 9.	Obresti od finančnih sredstev		
10	A. 10.	Opredmetena osnovna sredstva		
11	A. 11.	Naložbene nepremičnine		
12	A. 12.	Neopredmetena dolgoročna sredstva		
13	A. 13.	Dolgoročne naložbe v kapital odvisnih, pridruženih in skupaj obvladovanih družb		
14	A. 14.	Terjatve za davek od dohodkov pravnih oseb		
		- terjatve za davek		
		- odložene terjatve za davek		
15	A. 15.	Druga sredstva		
16	A. 16.	Nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo in ustavljeno poslov.		
17		SKUPAJ SREDSTVA (od 1 do 16)		
18	P. 1.	Finančne obveznosti do centralne banke		
19	P. 2.	Finančne obveznosti, namenjene trgovanju		
20	P. 3.	Finančne obveznosti, pripoznane po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida		
21	P. 4.	Finančne obveznosti, merjene po odplačni vrednosti		
		- vloge bank		
		- vloge strank, ki niso banke		
		- kredit bank		
		- kredit strank, ki niso banke		
		- dolžniški vrednostni papirji		
		- podrejene obveznosti		
22	P. 5.	Finančne obveznosti, vezane na finančna sredstva, ki ne izpolnjujejo pogojev za odpravo pripoznanja		
23	P. 6.	Izvedeni finančni instrumenti, namenjeni varovanju		
24	P. 7.	Spremembe poštene vrednosti skupine varovanih postavk pred obrestnim tveganjem		
25	P. 8.	Obresti za finančne obveznosti		
26	P. 9.	Rezervacije		
27	P. 10.	Obveznosti za davek od dohodkov pravnih oseb		
		- obveznosti za davek		
		- odložene obveznosti za davek		
28	P. 11.	Druge obveznosti		
29	P. 12.	Obveznosti, vezane na nekratkoročna sredstva v posesti za prodajo in ustavljeno poslovanje		
30		SKUPAJ OBVEZNOSTI (od 18 do 29)		
31	P. 13.	Osnovni kapital		
32	P. 14.	Kapitalske rezerve		
33	P. 15.	Kapital v zvezi s sestavljenimi finančnimi instrumenti		
34	P. 16.	Presežek iz prevrednotenja		
35	P. 17.	Rezerve iz dobička (vključno z zadržanim dobičkom)		
36	P. 18.	Lastni deleži		
37	P. 19.	Čisti dobiček/izguba poslovnega leta		
38	P. 20.	Med letom izplačane dividende		
39		SKUPAJ KAPITAL (od 31 do 38)		
40		SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL (30 + 39)		
41	B.	ZUNAJBILANČNE OBVEZNOSTI (B.1 - B.4)		

Vir: Sklep o poslovnih knjigah in letnih poročilih bank in hranilnic, 2007.

Priloga 5: Izkaz poslovnega izida za banko

(pravna oseba)

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA v obdobju od _____ do _____
(kratka shema)

v tisoč EUR

Zap. šte.	VSEBINA	ZNESEK	
		POSLOVNEGA LETA	PREJŠNJEGA LETA
1	2	3	4
1	Prihodki iz obresti		
2	Odhodki za obresti		
3	Čiste obresti (1 - 2)		
4	Prihodki iz dividend		
5	Prihodki iz opravnin (provizij)		
6	Odhodki za opravnine (provizije)		
7	Čiste opravnine (provizije) (5 - 6)		
8	Realizirani dobički/izgube iz finančnih sredstev in obveznosti, ki niso merjeni po poštenu vrednosti skozi izkaz poslovnega izida		
9	Čisti dobički/izgube iz finan. sredstev in obveznosti, namenjenih trgov.		
10	Dobički/izgube iz finančnih sredstev in (obveznosti), pripoznanih po poštenu vrednosti skozi izkaz poslovnega izida		
11	Spremembe poštene vrednosti pri obračunavanju varovanj pred tveganji		
12	Čisti dobički/izgube iz tečajnih razlik		
13	Čisti dobički/izgube iz odprave pripoznanja sredstev brez nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo		
14	Drugi čisti poslovni dobički/izgube		
15	Finančni in poslovni prihodki in odhodki (3 + 4 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13 + 14)		
16	Administrativni stroški		
17	Amortizacija		
18	Rezervacije		
19	Oslabitve		
20	Slabo ime		
21	Pripadajoči dobički/izgube iz naložb v kapital pridruženih in skupaj obvladovanih družb, obračunanih po kapitalski metodi		
22	Čisti dobički/izgube iz nekratkoročnih sredstev v posesti za prodajo in z njimi povezanimi obveznostmi		
23	DOBIČEK/IZGUBA IZ REDNEGA POSLOVANJA (15 - 16 - 17 - 18 - 19 + 20 + 21 + 22)		
24	Davek iz dohodka pravnih oseb iz rednega poslovanja		
25	ČISTI DOBIČEK/IZGUBA IZ REDNEGA POSLOVANJA (23 - 24)		
26	Čisti dobički/izgube po obdavčitvi iz ustavljenega poslovanja		
27	ČISTI DOBIČEK/IZGUBA POSLOVNEGA LETA (25 + 26)		
28	Osnovni čisti dobiček na delnico		
29	Popravljeni čisti dobiček na delnico		

Opomba: V skladu z MRS 33 vrstici iz zap. št. 28 in 29 izpolni banka, katere delnice kotirajo na borzi, in banka, ki namerava izdati delnice na javnih borzah.

Vir: Sklep o poslovnih knjigah in letnih poročilih bank in hranilnic, 2007.

Priloga 6: Izkaz poslovnega izida za banko Y

				v tisoč EUR
		01.01.2005 do 31.05.2005	Leto 2004	Leto 2003
Prihodki od obresti		2.540	6.804	11.333
Odhodki od obresti		(449,55)	(1470,75)	(2.189)
Neto prihodki od obresti		2.091	5.334	9.145
Prejete provizije		1489,25	3.458	3.865
Dane provizije		(146,15)	(336,7)	(392,2)
Neto prihodki od provizij		1343,1	3.121	3.472
Drugi prihodki		1559,55	804,75	231,25
Stroški dela		(3.365)	(7.622)	(7.783)
Tečajne razlike		(386,65)	(173,9)	(105,45)
Operativni stroški		(806,6)	(2.168)	(2.399)
Amortizacija		(288,6)	(728,9)	(684,5)
Rezervacije		(1184)	(6.290)	(1387,5)
Drugi odhodki		(107,3)	(218,3)	(394,05)
Izguba/dobiček pred davki		(1145,15)	(7.942)	94,35
Davek od dobička		0	0	0
Čista izguba/dobiček		(1145,15)	(7.942)	94,35

Vir: Poročilo o skrbnem pregledu.

Priloga 7: Bilanca stanja za banko Y

BILANCA STANJA				
				v tisoč EUR
		01.01.2005 do 31.05.2005	Leto 2004	Leto 2003
Gotovina v blagajni in depoziti pri drugih bankah		14.262	18.284	15.751
Depoziti pri centralni banki		3.421	1565,1	641,95
Depoziti pri drugih bankah		23.789	23.904	33.874
Kredit drugim		52.614	48.035	66.556
Obračunane obresti		192,4	166,5	188,7
Kapitalske naložbe		1034,15	1034,15	690,05
Opredmetena osnovna sredstva		13.990	14.428	14.128
Druga sredstva		153,55	111	271,95
SKUPAJ AKTIVA		109.455	107.528	132.101
Prejeti krediti od bank in drugih strank		18.513	19.153	17.982
Vloge na vpogled		52.016	51.079	65.779
Vezani depoziti		6.913	5.842	9.074
Obračunane obresti		573,5	897,25	934,25
Druge obveznosti		5.596	3.569	3.367
Skupaj obveznosti		83.613	80.540	97.136
Vpisani kapital		27.763	27.763	19.830
Rezerve banke in prenesena čista izguba/dobiček		-1.920	-775,15	15.135
Skupaj kapital		25.843	26.988	34.965
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL		109.455	107.528	132.101
Prevzete in potencialne obveznosti		15.540	10.885	13.111

Vir: Poročilo o skrbnem pregledu.

Priloga 8: Portfelj, višina oblikovanih rezervacij in ocenjene potrebne rezervacije za banko Y

KOMITENT	IZPOSTAVLJENOST	OBLIKOVANE REZERVACIJE	RAZVRSTITEV PRIMER BANKE	POTREBNE REZERVACIJE	% POTREBNIH REZERVACIJ	RAZVRSTITEV NLB	DODATNE REZERVACIJE
1. Podjetje 1	8.906	5.343	D	8.906	185	E	3.563
2. Podjetje 2	5.274	105,45	A	105,45	3,7	A	0
3. Podjetje 3	3.731	74	A	373,7	18,5	B	297,85
4. Podjetje 4	2.827	74	A,B	423,65	27,75	B	351,5
5. Podjetje 5	2.657	55,5	A,B	266,4	18,5	B	209,05
Podjetje 5-1	654,9	12,95	A	64,75	18,5	B	51,8
5 SKUPNO	3.312	68,45	A,B	331,15	18,5	B	262,7
6. Podjetje 6	2.620	51,8	A	51,8	3,7	A	0
7. Podjetje 7	2.544	66,6	A,B	636,4	46,25	C	569,8
8. Podjetje 8	2.004	99,9	B	1202,5	111	D	1102,6
9. Podjetje 9	1.870	37	A	37	3,7	A	0
Podjetje 9-1	259	27,75	A,B	5,55	3,7	A	0
9 SKUPNO	2.129	66,6	A,B	42,55	3,7	A	0
10. Podjetje 10	1711,25	81,4	A,B	856,55	92,5	D	773,3
11. Podjetje 11	1574,35	419,95	A,C	394,05	46,25	C	0
Podjetje 11-1	294,15	59,2	C	74	46,25	C	14,8
11 SKUPNO	1.869	479,15	A,C	468,05	46,25	C	0
12. Podjetje 12	1555,85	307,1	A,C	778,85	92,5	D	469,9
13. Podjetje 13	1198,8	24,05	A	24,05	3,7	A	0
14. Podjetje 14	865,8	53,65	A,B,C	432,9	92,5	D	381,1
15. Podjetje 15	697,45	14,8	A	14,8	3,7	A	0
SKUPNO:	41.244	6.910		14.645	0		7.785
SKUPNO PORTFELJ PODJETIJ	59.122	8.366		20.992	0		11.157

Vir: Poročilo o skrbnem pregledu.

Priloga 9: Struktura in rast postavk bilance stanja bančnega sektorja za konec leta v odstotkih

	2003	2004	2005	2006	Stopnje rasti (v %)		
					2004	2005	2006
Bilančna vsota (v mio EUR)	21.098	23.691	29.276	33.718	12,3	23,6	15,2
Aktiva	Struktura (v %)						
Denar	2,8	2,5	2,0	3,1	-0,3	1,9	76,3
Posojila bankam	6,8	8,9	9,8	9,1	47,0	35,6	6,5
Posojila nebančnemu sektorju	50,2	54,1	55,2	59,6	21,0	26,1	24,4
posojila podjetjem	31,6	34,1	33,8	36,0	21,4	22,5	22,5
posojila gospodinjstvom	12,4	13,5	13,9	15,0	21,4	28,0	24,1
posojila državi	2,8	2,5	2,3	1,7	0,7	11,6	-13,8
posojila drugim	3,4	4,0	5,1	6,9	32,4	59,4	54,9
Vrednostni papirji	34,2	29,1	28,2	23,4	-4,4	19,4	-4,2
Banke Slovenije	20,3	13,5	12,0	5,3	-25,4	9,5	-48,9
države in drugih	13,9	15,6	16,2	18,1	26,1	28,0	28,8
Kapitalske naložbe	1,4	1,3	1,2	1,3	8,3	8,8	22,8
Druga aktiva	4,5	4,0	3,6	3,5	-0,6	11,9	11,7
Pasiva							
Obveznosti do bank	16,5	19,7	28,7	31,6	33,7	80,0	26,8
do tujih bank	14,0	17,9	27,0	29,5	43,6	86,4	26,2
Obveznosti do nebančnega sektorja	65,2	62,1	54,7	51,9	7,0	8,8	9,2
do podjetij	17,4	16,4	14,8	14,2	5,8	11,6	10,0
do gospodinjstev	43,1	42,0	36,0	33,6	9,5	6,0	7,4
do države	3,1	2,4	3,0	3,3	-14,3	53,4	28,5
do drugih	1,6	1,3	0,9	0,8	-3,8	-15,6	6,9
Obveznosti iz vrednostnih papirjev	4,3	4,0	3,4	2,9	4,0	5,7	-1,6
Druge obveznosti	6,1	5,5	5,1	4,6	0,1	16,0	3,8
Rezervacije	2,0	2,1	0,6	0,5	18,8	-64,1	1,9
Podrejene obveznosti	1,9	2,5	2,4	2,9	49,7	18,4	40,1
Kapital	8,3	8,1	8,4	8,4	9,7	28,9	14,9

Vir: Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 58.

Priloga 10: Kazalniki poslovanja bank v odstotkih

(v %)	2002	2003	2004	2005	2006
Donos na aktivo	1,11	1,00	1,03	1,00	1,25
Donos na kapital	12,55	11,89	12,51	12,73	15,03
Stroški v bruto dohodku	60,61	63,28	62,32	61,74	57,61
Obrestna marža na obrest. aktivo	3,76	3,35	2,87	2,62	2,35
Obrestna marža na bilančno v soto	3,41	3,05	2,64	2,42	2,18
Neobrestna marža	1,84	1,63	1,69	1,60	1,67
Bruto dohodek na povprečno aktivo	5,25	4,68	4,33	4,02	3,85

Vir: Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 68.



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2007, str. 16.