

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**ANJA PODRŽAJ**



UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VREDNOTENJE PODJETJA TELEKOM SLOVENIJE, D. D.**

Ljubljana, junij 2011

ANJA PODRŽAJ

## **IZJAVA**

Študentka ANJA PODRŽAJ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. IGORJA LONČARSKEGA, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

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

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 VREDNOTENJE PODJETIJ</b> .....	<b>2</b>
<b>2 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV</b> .....	<b>2</b>
2.1 MODEL PROSTEGA DENARNEGA TOKA PODJETJA .....	3
2.1.1 Prosti denarni tok podjetja.....	4
2.1.2 Strošek celotnega kapitala - WACC.....	5
2.1.3 Strošek lastniškega kapitala - CAPM.....	5
2.1.3.1 Netvegana stopnja donosa.....	6
2.1.3.2 Sistematično tveganje – beta.....	6
2.1.3.3 Tržna premija za tveganje .....	8
2.1.4 Strošek dolžniškega kapitala .....	9
2.1.5 Preostala vrednost .....	10
2.1.6 Prednosti in slabosti uporabe modela.....	11
2.2 DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL .....	12
2.2.1 Gordonov model.....	12
2.2.2 Dvostopenjski model.....	14
2.2.3 Prednosti in slabosti uporabe modela.....	14
<b>3 METODA RELATIVNEGA VREDNOTENJA</b> .....	<b>15</b>
3.1 KORAKI UPORABE KAZALNIKOV .....	15
3.2 KAZALNIKI .....	16
3.2.1 Kazalnik P/E.....	17
3.2.2 Kazalnik EV/Prihodki .....	17
3.2.3 Kazalnik EV/EBITDA .....	18
3.2.4 Kazalnik EV/EBIT .....	19
3.3 PREDNOSTI IN SLABOSTI UPORABE METODE.....	19
<b>4 PREDSTAVITEV SKUPINE TELEKOM SLOVENIJE</b> .....	<b>19</b>
4.1 SKUPINA TELEKOM SLOVENIJE.....	19
4.2 POSLOVANJE SKUPINE TELEKOM SLOVENIJE V LETU 2010.....	20
<b>5 PREGLED TRGA</b> .....	<b>21</b>
5.1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE.....	21
5.1.1 Slovenija.....	21
5.1.2 Kosovo .....	22
5.1.3 Makedonija.....	23
5.2 TRG ELEKTRONSKIH KOMUNIKACIJ .....	24
5.2.1 Slovenija.....	24
5.2.2 Kosovo .....	26
5.2.3 Makedonija.....	26
<b>6 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE TELEKOMA SLOVENIJE</b> .....	<b>27</b>
6.1 NAPOVED PRIHODNJEGA POSLOVANJA.....	28
6.2 MODEL PROSTEGA DENARNEGA TOKA PODJETJA .....	30

6.2.1	Ocena stroška celotnega kapitala .....	30
6.2.2	Prosti denarni tok podjetja.....	32
6.2.3	Izračun vrednosti delnice .....	33
6.2.4	Tveganja .....	33
6.3	DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL .....	36
6.4	RELATIVNO VREDNOTENJE .....	38
6.5	IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI DELNICE .....	41
	<b>SKLEP.....</b>	<b>41</b>
	<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>43</b>
	<b>PRILOGE</b>	

## KAZALO TABEL

Tabela 1:	Pomembnejši makroekonomski kazalniki Slovenije.....	22
Tabela 2:	Realna stopnja rasti BDP in inflacija - Kosovo.....	23
Tabela 3:	Realna stopnja rasti BDP in inflacija - Makedonija.....	24
Tabela 4:	Glavni kazalniki razvoja trga elektronskih komunikacij – Kosovo .....	26
Tabela 5:	Glavni kazalniki razvoja trga elektronskih komunikacij - Makedonija .....	27
Tabela 6:	Ocenjeni prihodki od prodaje in EBITDA .....	29
Tabela 7:	Ocenjena amortizacija in investicije .....	29
Tabela 8:	Ocenjen čisti dobiček .....	30
Tabela 9:	Ocena stroška lastniškega kapitala .....	31
Tabela 10:	Ocena stroška dolžniškega kapitala (v %).....	31
Tabela 11:	Ocena stroška celotnega kapitala (v %) .....	32
Tabela 12:	Ocenjeni prosti denarni tokovi podjetja - FCFF.....	32
Tabela 13:	Diskontirani FCFF.....	33
Tabela 14:	Izračun vrednosti delnice Telekoma Slovenije - model FCFF.....	33
Tabela 15:	Analiza občutljivosti vrednosti delnice na podlagi modela FCFF (v EUR) .....	35
Tabela 16:	Izračun ocenjene vrednosti dividende na delnico .....	36
Tabela 17:	Diskontirani denarni tokovi.....	37
Tabela 18:	Izračun vrednosti delnice Telekoma Slovenije - DDM.....	37
Tabela 19:	Analiza občutljivosti delnice na podlagi modela DDM (v EUR) .....	38
Tabela 20:	Analiza kazalnikov Telekoma Slovenije in primerljivih podjetij .....	39
Tabela 21:	Kazalniki Telekoma Slovenije in primerljivih podjetij.....	39
Tabela 22:	Izračun vrednosti delnice na podlagi izbranih kazalnikov .....	40
Tabela 23:	Izračun vrednosti delnice Telekoma Slovenije - relativno vrednotenje .....	40
Tabela 24:	Izračun končne vrednosti delnice Telekoma Slovenije.....	41

## KAZALO SLIK

Slika 1:	Penetracija fiksnega širokopasovnega dostopa do interneta.....	25
----------	--	----

## UVOD

Finančne odločitve predstavljajo del vsakdanjega življenja vsakega izmed nas. Za nekatere izmed njih ne potrebujemo posebnega znanja, med tem ko nam pri drugih določeno znanje pomaga do pravilnejših odločitev. Ena izmed pomembnejših finančnih odločitev, s katerimi se prej ali slej soočimo, je tudi, kako oplemenititi že privarčevana sredstva. Na trgu obstaja široka paleta naložbenih produktov, ki ponujajo tako varne kot tudi manj varne oz. bolj tvegane naložbe. Kadar se odločimo, da bomo svoje prihranke vložili v vrednostne papirje, je pomembno, da znamo presoditi, ali se naložba v neko podjetje izplača ali ne. Pri tem si lahko pomagamo z različnimi metodami ocenjevanja vrednosti podjetij, ki temeljijo na temeljni analizi, ali pa podjetje primerjajo s konkurenčnimi podjetji na borzi. Ker pa so metode ocenjevanja vrednosti podjetij običajno precej kompleksne in od ocenjevalca zahtevajo veliko znanja, jih v praksi uporabljajo predvsem finančni strokovnjaki, medtem ko so individualnim vlagateljem v pomoč pri naložbenih odločitvah v obliki analiz in naložbenih priporočil, ki jih pripravijo finančni analitiki.

Namen diplomske naloge je predstaviti teoretična izhodišča različnih metod vrednotenja in jih prenesti na primer izbranega podjetja. Cilj diplomske naloge pa je s pomočjo različnih metod vrednotenja oceniti pošteno vrednost delnice izbranega podjetja.

V prvem poglavju diplomske naloge je predstavljen pomen vrednotenja podjetij v praksi in kakšne vrste vrednosti podjetja lahko z njim ocenjujemo.

Drugo in tretje poglavje sta namenjena predstavitvi različnih metod vrednotenja. V drugem poglavju sta najprej predstavljena dva različna modela metode diskontiranih denarnih tokov, ki vrednost podjetja ocenjujeta na podlagi prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih na sedanjo vrednost, in sicer model prostega denarnega toka podjetja in dividendo diskontni model. Tretje poglavje je namenjeno predstavitvi metode relativnega vrednotenja, ki vrednost podjetja ocenjuje s pomočjo kazalnikov primerljivih podjetij na borzi.

V četrtem poglavju je predstavljena Skupina Telekom Slovenije in njeno poslovanje v letu 2010. Peto poglavje pa je namenjeno predstavitvi makroekonomskega okolja in trga elektronskih komunikacij držav, ki so za Skupino Telekom Slovenije strateškega pomena.

Šesto poglavje je namenjeno predstavitvi izračuna vrednosti delnice Telekoma Slovenije, d. d. (v nadaljevanju Telekom Slovenije) po posameznih metodah oz. modelih, ki so opisane v teoretičnem delu diplomske naloge. Najprej je predstavljena napoved prihodnjega poslovanja Skupine Telekom Slovenije, ki je osnova za izračun vrednosti delnice z metodo diskontiranih denarnih tokov. Sledi izračun vrednosti delnice z modelom prostega denarnega toka podjetja skupaj z najpomembnejšimi tveganji in nato še izračuna vrednosti delnice z dividendno diskontnim modelom in relativnim vrednotenjem. Poglavje je zaključeno s povzetkom vrednotenja in izračunom poštene vrednosti delnice Telekoma Slovenije.

# 1 VREDNOTENJE PODJETIJ

V finančnem svetu ima vrednotenje podjetij (angl. *corporate valuation*) eno izmed osrednjih vlog, saj finančnim analitikom, upravljavcem premoženja, menedžerjem in tudi individualnim vlagateljem pomaga pri vsakodnevnih poslovnih odločitvah. Direktorji podjetij lahko z njim ocenijo, kako bodo njihove odločitve vplivale na prihodnjo vrednost podjetja, lahko ga uporabijo pri dolgoročnem finančnem načrtovanju ali pa z njim ocenijo vrednost prevzema oz. združitve. Finančni analitiki s pomočjo vrednotenja podjetij pripravljajo različna naložbena priporočila, medtem ko se upravljavci premoženja na njegovi osnovi odločajo za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev podjetij, ki so na trgu podcenjena ali precenjena. Prav tako kot finančni strokovnjaki pa vrednotenje podjetij lahko uporabijo tudi individualni vlagatelji, ki želijo na podlagi lastnih mnenj in pričakovanj sestaviti svoj naložbeni portfelj. Bistvo vrednotenja podjetij je torej, da različnim udeležencem pomaga razumeti, kaj določa vrednost podjetja in katere predpostavke bodo vplivale na njegovo vrednost v prihodnosti, kar je pogoj za sprejemanje pravih naložbenih odločitev.

Vrednotenje podjetij se v praksi uporablja za mnogo različnih namenov, namen pa določa, katero vrsto vrednosti bomo uporabili. Kot največkrat uporabljene vrste vrednosti Praznik (2004, str. 26-28) navaja pošteno tržno vrednost (angl. *fair market value*), pošteno vrednost (angl. *fair value*), vrednost za naložbenika (angl. *investment value*), notranjo vrednost (angl. *intrinsic* ali *fundamental value*) in tržno vrednost (angl. *market value*).

Zaradi različnih namenov vrednotenja so se v praksi razvile različne metode vrednotenja podjetij, od povsem preprostih do najbolj zapletenih. Najpogosteje se uporabljata metoda diskontiranih denarnih tokov (angl. *discount cash flow*, v nadaljevanju DCF) in metoda relativnega vrednotenja (angl. *relative valuation*)<sup>1</sup>. Pri metodi DCF ocenjujemo notranjo vrednost podjetja na podlagi prihodnjih prostih denarnih tokov, ki jih diskontiramo na sedanjo vrednost, z metodo relativnega vrednotenja pa vrednost podjetja ocenimo na podlagi kazalnikov primerljivih podjetij na borzi. Ker različne metode vrednotenja zaradi različnih predpostavk, ki vplivajo na vrednost podjetja, dajejo različne končne ocene, je zelo pomembno, da pred pričetkom vrednotenja na podlagi namena vrednotenja natančno ocenimo, kakšno vrsto vrednosti bomo analizirali in katera metoda vrednotenja je za ocenjevanje podjetje najbolj primerna.

## 2 METODA DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Metoda DCF temelji na predpostavki, da je vrednost podjetja enaka vsoti vseh prihodnjih denarnih tokov, pri čemer vsak denarni tok na sedanjo vrednost diskontiramo z diskontno mero (angl. *discount rate*). Ta predstavlja časovno vrednost denarja in mero tveganja, ki je

---

<sup>1</sup> Damodaran (2002, str. 11) poleg že omenjenih dveh metod navaja tudi metodo določanja cen opcij (angl. *option pricing model* ali *contingent claim valuation*).



povezana z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa (Praznik, 2004, str. 69). Osnovno enačbo vrednosti podjetja zapišemo kot:

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

Kjer je:

n = število let

CF<sub>t</sub> = denarni tok v letu t

r = diskontna mera oz. zahtevana stopnja donosa

Bistvo ocenjevanja podjetja je diskontna mera, ki predstavlja **zahtevano oz. pričakovano stopnjo donosa**, t.j. stopnjo donosa, ki jo zahteva trg za vlaganja v določeno naložbo. Zahtevana stopnja donosa predstavlja oportunitetni strošek kapitala, saj se vlagatelj za naložbo ne bo odločil, če bo imel na razpolago drugo naložbo z višjim donosom.

Zahtevana stopnja donosa je sestavljena iz treh temeljnih sestavin: netvegane (oz. realne) stopnje donosa, pričakovane inflacije in tveganja. Netvegana stopnja donosa in pričakovana inflacija predstavljata časovno vrednost denarja, medtem ko tveganje predstavlja najpomembnejšo sestavino, s katero med seboj primerjamo različne naložbe. **Tveganje** (angl. *risk*) opredelimo kot stopnjo negotovosti, da bo vlagatelj v določenem časovnem obdobju dosegel pričakovani donos. Ker tveganja ne moremo opazovati neposredno, se je razvilo več različnih načinov za ocenjevanje zahtevane stopnje donosa, kateri način bomo izbrali, pa je odvisno od tega, kaj ocenjujemo (Praznik, 2004, str. 49-50).

Čeprav je osnovna logika metode DCF enostavna, pa je njena uporaba v praksi precej bolj zahtevna. V prvem koraku moramo najprej izbrati model, s katerim bomo definirali denarne tokove, nato moramo na predpostavkah temeljnih lastnosti podjetja oceniti pričakovane prihodnje denarne tokove in izbrati način izračuna diskontne mere, na koncu pa vrednost podjetja oz. delnice še izračunati (CFA Institute, 2008, str. 279).

## 2.1 MODEL PROSTEGA DENARNEGA TOKA PODJETJA

Z modelom prostega denarnega toka podjetja (angl. *free cash flow to firm*, v nadaljevanju FCFF) ocenjujemo vrednost podjetja z vidika vseh lastnikov kapitala. Prihodnje proste denarne tokove na sedanjo vrednost diskontiramo s tehtanim povprečjem stroškov celotnega kapitala (angl. *weighted average cost of capital*, v nadaljevanju WACC). Osnovno enačbo za izračun vrednosti podjetja zapišemo kot:

$$\text{Vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (2)$$

### 2.1.1 Prosti denarni tok podjetja

**Prosti denarni tok podjetja** (FCFF) definiramo kot denarni tok iz poslovanja, zmanjšan za investicije v osnovna sredstva (angl. *capital expenditures*, v nadaljevanju CAPEX) in obratna sredstva, vendar pred poplačilom obresti. Denarni tok iz poslovanja po investicijah je pomembno merilo uspešnosti, saj meri vrednost denarnih sredstev, ki jih je podjetje ustvarilo s poslovanjem, potem ko je ohranilo ali povečalo osnovno premoženje. Prosti denarni tok lahko podjetje uporabi za izplačilo dividend, za nakup lastnih delnic ali za prevzemne aktivnosti. V kolikor pa prostega denarnega toka ne reinvestira ali ga ne razdeli med lastnike kapitala, pa le-ta ostane v bilanci stanja med poslovno nepotrebni sredstvi (angl. *non-operating assets*) (Viebig, Poddig & Varmaz, 2008, str. 12-13).

FCFF lahko izračunamo na več različnih načinov, v praksi pa se največkrat uporablja izračun iz dobička iz poslovanja (angl. *operating income* ali *earnings before interest and taxes*, v nadaljevanju EBIT):

$$FCFF = EBIT \times (1-T) + AM - CAPEX - \Delta NWC \quad (3)$$

Kjer je:

EBIT = dobiček iz poslovanja

T = davčna stopnja

AM = amortizacija

CAPEX = investicije v osnovna sredstva

$\Delta NWC$  = sprememba obratnega kapitala

Kot je razvidno iz enačbe (3) se izračun FCFF, ki je razpoložljiv vsem vlagateljem, prične z EBIT, ki vključuje prihodke in odhodke iz poslovanja. EBIT nato pomnožimo z davčnim ščitom (1-T), s čimer izločimo prilagojeni davek (t. j. davek, ki bi ga podjetje moralo plačati, če bi bil osnova za izračun davka EBIT). Dobljenemu dobičku iz poslovanja po prilagojenih davkih (angl. *net operating profit less adjusted taxes*, v nadaljevanju NOPLAT) nato prištejemo amortizacijo, da dobimo denarni tok iz poslovanja (angl. *gross cash flow*). Amortizacijo moramo prišteti nazaj, saj v EBIT predstavlja edini nedenarni strošek in zato ne pomeni dejanskega odliva denarja iz podjetja. Od denarnega toka iz poslovanja nato odštejemo še investicije v osnovna sredstva in spremembo obratnega kapitala.

### 2.1.2 Strošek celotnega kapitala - WACC

Ker je FCFF razpoložljiv vsem vlagateljem, moramo proste denarne tokove na sedanjo vrednost diskontirati z diskontno mero, ki izraža tveganje vseh vlagateljev. **Strošek celotnega kapitala** (WACC) definiramo kot seštevek lastniškega in dolžniškega kapitala, ki ju obtežimo glede na njuno vrednost v celotnem kapitalu podjetja:

$$WACC = \frac{D}{D+E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D+E} k_e \quad (4)$$

Kjer je:

D = dolžniški kapital

E = lastniški kapital

$k_d$  = strošek dolžniškega kapitala

$k_e$  = strošek lastniškega kapitala

$T_m$  = davčna stopnja

### 2.1.3 Strošek lastniškega kapitala - CAPM

**Strošek lastniškega kapitala** (angl. *cost of equity*) je bistvena sestavina vsakega modela diskontiranih denarnih tokov, saj kaže vlagateljeva pričakovanja glede donosnosti naložbe. Strošek lastniškega kapitala je težko oceniti zaradi dveh razlogov. Ker je oportunitetni strošek, ga ne moremo spremljati direktno na trgu, saj na trgu ta podatek ne obstaja, poleg tega pa se v očeh vlagateljev, ki investirajo v isto podjetje, lahko razlikuje. Različni vlagatelji namreč pri isti naložbi lahko zaznajo različno tveganje, prav tako pa lahko različno ocenjujejo tudi pričakovano stopnjo donosa.

Za izračun stroška lastniškega kapitala se v praksi najpogosteje uporablja **model ocenjevanja dolgoročnih sredstev** (angl. *capital asset pricing model*, v nadaljevanju CAPM). Model je sestavljen iz netvegane stopnje donosa, ki ji prištejemo tržno premijo za tveganje, to pa pomnožimo s tržnim tveganjem naložbe (beto):

$$r_i = r_{RF} + (r_M - r_{RF}) \beta_i = r_{RF} + (RP_M) \beta_i \quad (5)$$

Kjer je:

$r_i$  = zahtevana stopnja donosa naložbe i

$r_{RF}$  = netvegana stopnja donosa

$r_M$  = zahtevana stopnja donosa tržnega premoženja

$(RP_M) = (r_M - r_{RF})$  = tržna premija za tveganje

$\beta_i$  = beta, mera tržnega tveganja naložbe i

CAPM izhaja iz predpostavke, da se lahko vlagatelj posebnemu tveganju (to je tveganje podjetja ali panoge) izogne z razpršitvijo dovolj velikega portfelja. Poleg tega temelji tudi na predpostavki učinkovitega trga kapitala, kar pomeni, da je med kupci in prodajalci na trgu prost pretok informacij, medtem ko se cene oblikujejo na podlagi ponudbe in povpraševanja (Praznik, 2004, str. 61).

CAPM je v praksi pogosto problematičen in tako predmet mnogih razprav in raziskav, ki ocenjujejo, da ni najbolj primeren za ocenjevanje stroška lastniškega kapitala. Kljub temu pa je in bo tudi v prihodnosti najpogosteje uporabljen model. Praznik (2004, str. 61) kot bistvene razloge za to navaja večjo razpoložljivost in dostopnost podatkov kot pri ostalih modelih, popularnost modela, ki predstavlja splošno merilo za določanje stroškov kapitala in prilagodljivost posebnim značilnostim podjetja, zaradi česar lahko zmanjšamo njegove slabosti.

### 2.1.3.1 Netvegana stopnja donosa

**Netvegano stopnjo donosa** (angl. *risk free rate*) opredelimo kot stopnjo donosa brez tveganja, kar pomeni, da ima netvegana naložba enako donosnost kot znaša pričakovana donosnost. Vendar pa v praksi povsem netveganih naložb skorajda ni, saj bi za to morala biti izpolnjena dva pogoja, in sicer da tveganje neplačila in tveganje reinvestiranja ne obstajata (Damodaran, 2006, str. 35). Netvegano naložbo v praksi tako običajno predstavljajo obveznice z najboljšo boniteto, ki jih izdajo države z razvitim finančnim sistemom. Pri izboru netvegane stopnje donosa moramo upoštevati tudi življenjsko dobo ocenjevanega podjetja, ki naj bi se ujemala z zapadlostjo državne obveznice. Ker za podjetja največkrat predpostavljamo, da bodo poslovala v neskončnost, za netvegano stopnjo donosa običajno izberemo donosnost do dospelja dobro likvidne dolgoročne državne obveznice (10–30 let). Najboljša izbira je 10-letna državna obveznica, saj so obveznice z daljšim rokom dospelosti pogosto nelikvidne ali pa na mnogih mednarodnih trgih sploh ne obstajajo (CFA Institute, 2008, str. 287).

### 2.1.3.2 Sistematično tveganje – beta

**Beta** ( $\beta$ ) je ocena mere sistematičnega tveganja (tudi tržno oz. splošno tveganje), ki ga ne moremo odpraviti z razpršitvijo portfelja. Beta posamezne naložbe nam pove, kolikšno tveganje ta naložba doprinese k tveganju celotnega portfelja (Stubelj, 2009, str. 27). Definiramo jo z naslednjo enačbo:

$$\beta = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (6)$$

Kjer je:

$Cov_{i,m}$  = kovarianca donosnosti med naložbo  $i$  in tržnim premoženjem

$\sigma_m^2$  = varianca donosnosti tržnega premoženja

Povprečno tvegana naložba bo imela  $\beta=1$ , medtem ko bo podpovprečno tvegana naložba imela  $\beta<1$ , nadpovprečno tvegana naložba pa  $\beta>1$ .

Beto običajno izračunavamo s statistično metodo linearne regresijske analize, kjer predstavlja smerni koeficient regresijske premice donosnosti tržnega premoženja in donosnosti posamezne naložbe, ki ju dobimo iz zgodovinskih podatkov. Zgodovinske bete izračunavajo različne finančne ustanove, kot so Bloomberg, Yahoo in Thomson Financial, vendar pa se njihove bete med seboj pogosto razlikujejo, saj analitiki pri izračunu uporabljajo različna časovna obdobja. Večina uporablja 4-5 let mesečnih sprememb, medtem ko nekateri uporabljajo 52 tedenskih sprememb (Brigham & Daves, 2004, str. 53-55). Kadar za izračun stroška kapitala uporabimo zgodovinske bete, predpostavljamo, da bo beta posamezne naložbe v prihodnosti enaka, kot je bila v preteklosti (Stubelj, 2009, str. 28).

Problem se pojavi pri podjetjih, za katere nimamo dovolj dolge časovne vrste podatkov o donosnosti (na borzi kotirajo prekratek čas) in pri netržnih podjetjih, kjer tržnih podatkov o donosnosti sploh nimamo. Koller, Goedhart in Wessels (2005, str. 311) priporočajo, da v teh primerih izhajamo iz bete primerljivih podjetij v panogi ali pa iz bete za celotno panogo.

Damodaran (2006, str. 51-54) namesto uporabe zgodovinske bete priporoča uporabo t.i. bottom-up bete, ki je izračunana kot tehtano povprečje bet brez finančnega vzvoda vseh podjetij v panogi. Pri tem se utež lahko nanaša na tržno kapitalizacijo, na dobiček iz poslovanja ali na prihodke. Podjetja v isti panogi imajo namreč podobna operativna tveganja, zato imajo tudi podobne operativne bete. Ker pa imajo pogosto različna finančna tveganja, moramo najprej izračunati beto brez zadolženosti oz. brez finančnega dolga (angl. *unlevered beta*), ki jo nato prilagodimo glede na velikost finančnega vzvoda ocenjevanega podjetja (angl. *levered beta*). Izračunamo ju z naslednjimi enačbami:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{\left(1 + (1-T)\frac{D}{E}\right)} \quad (7)$$

$$\beta_L = \beta_u \left[1 + (1-T)\frac{D}{E}\right] \quad (8)$$

Kjer je:

$\beta_u$  = beta brez finančnega dolga

$\beta_L$  = beta s finančnim dolgom

T = davčna stopnja

D/E = razmerje med finančnim dolgom in lastniškim kapitalom

Višjo beto bodo imela podjetja (Damodaran, 2006, str. 52-53), ki:

- so bolj izpostavljena ekonomskim razmeram (t. i. ciklična podjetja),
- imajo večji operativni vzvod, kar pomeni, da imajo v skupnih stroških večji delež stalnih stroškov, ki jih morajo pokrivati s svojimi prihodki (večje tveganje),
- imajo večji finančni vzvod, saj večja uporaba dolga pomeni višje stroške obresti, ki lahko v primeru slabega poslovanja vplivajo na negativen poslovni rezultat.

Kot prednosti uporabe bottom-up bete Damodaran (2006, str. 54) navaja naslednje:

- primerna je za podjetja, ki nimajo dovolj dolge časovne vrste podatkov o donosnosti (npr. za podjetja pri prvi javni prodaji, zasebna podjetja in posamezne divizije podjetja),
- je bolj natančna, saj je izračunana kot povprečje večjega števila posameznih bet, s čimer je standardni odklon manjši<sup>2</sup> kot pri izračunu individualnih bet,
- odraža trenutne in prihodnje spremembe v poslovanju podjetja ter spremembe v razmerju med finančnim dolgom in kapitalom podjetja.

### 2.1.3.3 Tržna premija za tveganje

**Tržna premija za tveganje** (angl. *market risk premium*) predstavlja pričakovano tržno donosnost, ki je zmanjšana za netvegano stopnjo donosa. Predstavlja dodaten donos, ki ga zahteva vlagatelj, če sredstva iz netvegane naložbe naloži v povprečno tvegano naložbo. Tržno premijo za tveganje lahko izračunamo na podlagi pričakovanih donosnosti različnih vlagateljev, iz zgodovinskih podatkov ali pa iz trenutnih tržnih podatkov o donosnosti (Damodaran, 2006, str. 38).

Izračun tržne premije za tveganje iz zgodovinskih podatkov je v praksi najpogosteje uporabljen pristop. Primeren je za razvite finančne trge, saj je na njih časovna serija podatkov o gibanju cen dovolj dolga (50 in več let), da z izračunom dolgoletnega povprečja zmanjšamo standardno napako ocene. V primeru krajše časovne vrste je namreč standardna napaka ocene pogosto višja od same tržne premije za tveganje, zaradi česar je izračun neuporaben. Tržno

---

<sup>2</sup> Standardni odklon povprečne bete izračunamo s formulo:  $\sigma_{\bar{\beta}} = \frac{\bar{\sigma}_{\beta}}{\sqrt{n}}$ , kjer  $\bar{\sigma}_{\beta}$  predstavlja povprečni standardni odklon bete in n število podjetij.

premijo za tveganje običajno izračunamo z geometrijskim povprečjem, ki je v primerjavi z aritmetičnim povprečjem<sup>3</sup> nižje.

Problem se pojavi, kadar želimo tržno premijo za tveganje izračunati za državo s trgov v razvoju. Običajno so na takšnih trgih časovne serije podatkov o gibanju cen prekratke, da bi z njimi izračunali premijo za tveganje na podlagi zgodovinskih podatkov. V takšnih primerih si lahko pomagamo s pričakovanimi donosnostmi, vendar se pri izračunih zaradi napačnih ocen vhodnih spremenljivk, ki so potrebne za izračun, lahko pojavijo napake. Kot drugo možnost pa lahko tržno premijo za tveganje trga v razvoju izračunamo tako, da tržni premiji za tveganje države z razvitim trgov prištejemo premijo za deželno tveganje države s trgov v razvoju:

$$RP_{M, \text{države } x} = RP_{M, \text{razviti trg}} + CP_{\text{države } x} \quad (9)$$

Kjer je:

$RP_{M, \text{države } x}$  = tržna premija za tveganje države s trgov v razvoju

$RP_{M, \text{razviti trg}}$  = tržna premija za tveganje države z razvitim trgov

$CP_{\text{države } x}$  = premija za deželno tveganje države s trgov v razvoju

#### 2.1.4 Strošek dolžniškega kapitala

**Strošek dolžniškega kapitala** (angl. *cost of debt*) predstavlja tveganje za neplačilo dolga (angl. *default risk*), ki je odvisno od zmožnosti ustvarjanja denarnega toka iz poslovanja, obsega finančnih obveznosti in trenutne tržne obrestne mere. Kadar podjetje pridobiva posojila po trenutnih obrestnih merah, plačuje obresti v višini stroška dolga pred obdavčitvijo. Ker so plačane obresti za posojila davčno priznana odbitna postavka, je dejanski strošek dolžniškega kapitala podjetja manjši, zato ga moramo pomnožiti z davčnim ščitom (1-T) (Praznik, 2004, str. 51).

Strošek dolžniškega kapitala najlažje ocenimo na podlagi donosnosti dolgoročnih obveznic podjetja, ki kotirajo na borzi in so dobro likvidne. Kadar so obveznice podjetja nelikvidne oz. zelo slabo likvidne, lahko strošek dolžniškega kapitala ocenimo na podlagi ocen kreditnega tveganja, ki jih izdajajo bonitetne agencije (npr. Moody`s in Standard & Poor`s), ki mu dodamo ustrezen pribitek za tveganje. V kolikor pa nimamo na razpolago niti kreditne ocene agencije pa lahko strošek dolžniškega kapitala ocenimo na podlagi zadnjega posojila, ki ga je prejelo podjetje (kateremu dodamo pribitek za tveganje) ali pa ga ocenimo s pomočjo sintetizirane ocene (Damodaran, 2006, str. 82-85).

---

<sup>3</sup>Aritmetično povprečje izračuna navadno sredino uporabljenih podatkov, medtem ko geometrično povprečje upošteva obrestno-obrestni račun.

Sintetizirano oceno stroška dolžniškega kapitala ocenjevanega podjetja dobimo tako, da primerjamo njegove finančne značilnosti z značilnostmi drugih podjetij, ki so jih bonitetne agencije razvrstile v posamezne bonitetne skupine. Na podlagi finančnih kazalnikov (kot je npr. razmerje med dobičkom iz poslovanja in stroškom obresti), ocenjevano podjetje uvrstimo v skupino, ki ima podobne značilnosti. Priporočljivo je, da preverimo več finančnih kazalnikov, saj lahko drugače tvegamo, da bomo spregledali pomembne informacije, ki so razpoložljive na podlagi ostalih finančnih kazalnikov (Damodaran, 2006, str. 65-67). Če podjetje pretežno posluje v državi s trgom v razvoju, moramo strošku kapitala države z razvitim trgom prišteti tudi premijo za deželno tveganje države s trgom v razvoju:

$$k_d = r_{RF} + CP \quad (10)$$

Kjer je:

$k_d$  = strošek dolžniškega kapitala

$r_{RF}$  = netvegana stopnja donosa

CP = premija za deželno tveganje države s trgom v razvoju

### 2.1.5 Preostala vrednost

Za večino naložb v lastniški kapital predpostavljamo, da trajajo v neskončnost. Ker pa je predvidevanje poslovanja podjetja v neskončnost skoraj nemogoče, je smiselno, da napoved denarnega toka podjetja najprej pripravimo za obdobje, za katerega so še možna predvidevanja (5 ali 10 let), nato pa izračunamo **preostalo vrednost** (angl. *terminal* ali *residual value*), ki predstavlja vrednost podjetja po natančno napovedanem obdobju. Preostalo vrednost na sedanjo vrednost diskontiramo tako, da upoštevamo število let natančno napovedanega obdobja (Praznik, 2004, str. 73). Gre za t.i. dvostopenjski model FCFF, ki ga definiramo z naslednjo enačbo:

$$\text{Vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} \quad (11)$$

Kjer je:

$CF_t$  = denarni tok v letu t

$TV_n$  = preostala vrednost

r = diskontna mera oz. zahtevana stopnja donosa

Preostalo vrednost lahko izračunamo na tri načine. Prvi način je izračun na podlagi likvidacijske vrednosti, pri čemer predpostavljamo, da bo podjetje na določeni točki v prihodnosti prenehalo poslovati. Drugi način je izračun preostale vrednosti s pomočjo kazalnikov dobička, prihodkov ali knjigovodske vrednosti. Kot zadnji in tudi najpogosteje



uporabljen način pa je izračun s pomočjo modela stabilne rasti. Medtem, ko prvi način predpostavlja, da bo podjetje v prihodnosti prenehalo poslovati, pa drugi in tretji način predpostavljata poslovanje podjetja v neskončnost (Damodaran, 2002, str. 303-304).

Kadar za izračun preostale vrednosti uporabimo model stabilne rasti, predpostavljamo, da bo podjetje po natančno napovedanem obdobju raslo z enakomerno oz. dolgoročno stopnjo rasti. Preostalo vrednost (TV) izračunamo s t.i. Gordonovim modelom (ta je podrobneje predstavljen v poglavju 2.2.1):

$$TV = \frac{CF_{t+1}}{r - g} \quad (12)$$

Kjer je:

$CF_{t+1}$  = denarni tok podjetja v letu t+1

r = strošek kapitala

g = enakomerna stopnja rasti podjetja

Preostala vrednost predstavlja največji delež celotne vrednosti podjetja, zato je njenemu izračunu potrebno nameniti posebno pozornost. Že majhna sprememba dolgoročne stopnje rasti, ki je običajno določena na podlagi subjektivne ocene, lahko bistveno spremeni preostalo vrednost in posledično tudi samo vrednost podjetja. Dolgoročno stopnjo rasti podjetja pogosto določimo na podlagi pričakovane dolgoročne rasti gospodarstva, v katerem podjetje deluje. Ker gospodarstvo predstavljajo tako zrela podjetja kot mlada visoko rastoča podjetja, dolgoročna rast ocenjevanega podjetja ne more presegati dolgoročne rasti gospodarstva. Visoko rastoča podjetja, ki rastejo hitreje, bodo v prihodnosti prej ali slej postala večja in zrelejša podjetja, zaradi česar se bo upočasnila tudi njihova rast.

Pri določanju dolgoročne stopnje rasti moramo paziti tudi na to, da je dolgoročna stopnja rasti manjša od netvegane stopnje donosa, saj se bo realna netvegana stopnja donosa na dolgi rok približevala realni stopnji rasti gospodarstva (Damodaran, 2002, str. 305-306).

### **2.1.6 Prednosti in slabosti uporabe modela**

Damodaran (2006, str. 209) kot bistveno prednost modela prostih denarnih tokov podjetja navaja, da vsebuje tako stroške kot tudi koristi zadolževanja, zaradi česar lahko hitro ugotovimo, kako se bo spremenila vrednost podjetja, če se spremeni njegov finančni vzvod (angl. *financial leverage*). Kot slabosti navaja, da je prosti denarni tok delničarjev (angl. *free cash flow to equity*, v nadaljevanju FCFE) bolj intuitivne narave kot FCFF, saj večina ljudi običajno najprej pogleda denarne tokove po plačilu dolga (obresti in reinvestiranje dejansko predstavljajo denarna sredstva, ki odteka iz podjetja). Kot drugo slabost navaja, da osredotočenje samo na denarni tok pred poplačilom dolga lahko privede do tega, da

spregledamo morebitne težave podjetja s solventnostjo. In tretjič, uporaba stopnje zadolženosti (angl. *debt ratio*), ki vključuje tudi učinek finančnega vzvoda, v izračunu stroškov kapitala od nas zahteva, da oblikujemo predpostavke, ki pa se lahko izkažejo za nesmiselne oz. neizvedljive.

## 2.2 DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL

Dividendno diskontni model (angl. *dividend discounted model*, v nadaljevanju DDM) je najpreprostejša in najstarejša metoda vrednotenja lastniškega kapitala. DDM temelji na predpostavki, da denarni tok vlagateljev predstavljajo dividende, ki jih bodo prejeli v času lastništva delnice, in tržna cena delnice ob prodaji. Kljub temu pa tudi v primeru vlagatelja, ki bi v neko delnico želel investirati omejeno časovno obdobje, pri izračunu sedanje vrednosti delnice ne smemo upoštevati njene vrednosti ob prodaji. Razlog je v tem, da je vrednost delnice neposredno odvisna od dividend, ki jih bo vlagatelj prejel v času svojega lastništva, posredno pa tudi od vseh pričakovanih dividend po prodaji delnice. Pričakovano vrednost delnice ob prodaji namreč določajo ravno prihodnje dividende, pri čemer gre za neskončno dolgo časovno obdobje (CFA Institute, 2008, str. 294 in 297). Osnovno enačbo izračuna vrednosti delnice z DDM tako zapišemo kot:

$$\text{Vrednost delnice} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t} \quad (13)$$

Kjer je:

$E(DPS_t)$  = pričakovana dividenda na delnico v letu  $t$

$k_e$  = strošek lastniškega kapitala

Kot je razvidno iz enačbe (13) sedanjo vrednost delnice izračunamo tako, da prihodnje pričakovane dividende diskontiramo z diskontno mero oz. z zahtevano stopnjo donosa. To predstavlja strošek lastniškega kapitala, ki ga običajno izračunamo s CAPM.

Ker pričakovanih dividend ne moremo napovedovati za neskončno dolgo obdobje, obstaja več DDM, ki temeljijo na različnih predpostavkah glede prihodnje rasti. V nadaljevanju je predstavljen enostopenjski oz. Gordonov model in dvostopenjski model.

### 2.2.1 Gordonov model

Najpreprostejši in tudi v praksi najpogosteje uporabljen DDM je Gordonov model (enostopenjski model oz. model stalne stopnje rasti), ki predpostavlja, da bodo dividende rasle z enakomerno stopnjo rasti:

$$\text{Vrednost delnice} = \frac{DPS_0(1+g)}{r-g} = \frac{DPS_1}{k_e - g} \quad (14)$$

Kjer je:

$DPS_1$  = dividenda konec napovedanega obdobja

$k_e$  = strošek lastniškega kapitala

$g$  = enakomerna stopnja rasti dividend

Kot je razvidno iz enačbe (14) sedanjo vrednost delnice izračunamo tako, da zadnjo izplačano dividendo ( $DPS_0$ ) pomnožimo z ocenjeno stopnjo rasti dividend ( $1+g$ ), vse skupaj pa nato delimo z razliko med zahtevano stopnjo donosa in stopnjo rasti dividend. Pri tem moramo uporabiti dolgoročno stopnjo rasti in dolgoročni strošek lastniškega kapitala, saj se model nanaša na neskončno dolgo časovno obdobje.

Dolgoročno stopnjo rasti dividend lahko dobimo na tri različne načine, in sicer jo lahko izračunamo kot zgodovinsko povprečje ali na podlagi stopnje zadržanih dobičkov (angl. *retention ratio*), lahko pa uporabimo tudi napovedi analitikov. Ker za večino podjetij velja, da vlagateljem ne izplačajo celotnega dobička, saj običajno del reinvestirajo oz. zadržijo, za izračun stopnje rasti največkrat uporabimo model rasti na podlagi zadržanih dobičkov. Zapišemo ga kot donos lastniškega kapitala (angl. *return on equity*, v nadaljevanju ROE), pomnoženega s stopnjo zadržanega dobička:

$$g = ROE \times RT = ROE \times (1 - PR) \quad (15)$$

Kjer je:

$g$  = dolgoročna stopnja rasti dividend

ROE = donos lastniškega kapitala

RT = stopnja zadržanega dobička

PR = stopnja dividendnega izplačila<sup>4</sup>

Iz enačbe (15) lahko sklepamo, da bo stopnja rasti dividend višja ob višjem ROE in/ali ob višji stopnji zadržanega dobička. Ker lahko v obliki dividend zrela podjetja izplačajo večji del dobička, kot hitro rastoča mlada podjetja, ki večji del ustvarjenega dobička reinvestirajo, je model na podlagi zadržanih dobičkov najbolj primeren za zrela podjetja, ki vodijo politiko izplačevanja dividend (Damodaran, 2002, str. 331).

---

<sup>4</sup> Stopnja dividendnega izplačila (angl. *payout ratio*) predstavlja razmerje med dividendo na delnico in dobičkom na delnico.

Gordonov model je najbolj primeren za podjetja, ki bodo rasla po enaki ali manjši stopnji kot znaša stopnja rasti gospodarstva in imajo ustaljeno politiko izplačevanja dividend, ki se bo nadaljevala tudi v prihodnosti. Ker analitiki v praksi za večino podjetij težko ocenijo pričakovane dividende za neskončno dolgo obdobje, poleg tega pa neskončno dolga enakomerna stopnja rasti dividend za večino podjetij ni realna, saj skozi čas prehajajo v različne faze poslovanja, analitiki za izračun vrednosti delnice večkrat uporabljajo dvostopenjski ali tristopenjski model (CFA Institute, 2008, str. 311-312).

### 2.2.2 Dvostopenjski model

Kot pove že samo ime, je dvostopenjski DDM sestavljen iz dveh delov. V prvem delu natančno napovemo vrednost dividend oz. njihovo stopnjo rasti za določeno časovno obdobje, v drugem delu pa s pomočjo Gordonovega modela izračunamo preostalo vrednost, ki se nanaša na neskončno dolgo časovno obdobje. Vrednost delnice z dvostopenjskim modelom zapišemo z naslednjo enačbo:

$$\text{Vrednost delnice} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \quad (16)$$

Kjer je:

$DPS_t$  = pričakovana dividenda na delnico v letu t

$k_e$  = strošek lastniškega kapitala

$P_n$  = cena delnice na koncu leta n

Ceno delnice na koncu leta n zapišemo kot:

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{(k_e - g_n)} \quad (17)$$

Kjer je:

$DPS_{n+1}$  = pričakovana dividenda v letu n+1

$k_e$  = dolgoročni strošek lastniškega kapitala

$g_n$  = dolgoročna stopnja rasti po letu n

### 2.2.3 Prednosti in slabosti uporabe modela

Omenila sem že, da je DDM najstarejši in najpreprostejši model za ocenjevanje vrednosti delnice, ki temelji na sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Čeprav mnogi analitiki njegovo uporabo opuščajo, saj menijo, da je denarni tok, ki je omejen samo na dividende,

definiran preozko, pa je kljub temu še vedno pogosto uporabljen za izračun vrednosti podjetij, ki redno izplačujejo dividende.

Prednost uporabe DDM je enostavnost in logičnost, saj dividende dejansko predstavljajo edini denarni tok, ki ga prejmejo lastniki. Poleg tega za njegov izračun potrebujemo manjše število predpostavk kot pri ostalih modelih, sama politika izplačevanja dividend pa je običajno določena tako, da jo podjetje lahko vzdržuje tudi v slabših časih. Slabost uporabe DDM pa je, da podjetja z zadržanim dobičkom običajno povečujejo stanje denarnih sredstev, zaradi česar prosti denarni tok lastniškega kapitala preseže vrednost izplačanih dividend. Čeprav vlagatelji niso neposredno upravičeni do denarnih sredstev, pa so preko svojega lastništva dejansko upravičeni do dela tega denarja, zato bi vrednost delnice morala vsebovati tudi ta denarna sredstva. Z DDM tako opustimo upravičenost vlagateljev do prostih denarnih sredstev, zaradi česar podcenimo vrednost podjetja. Druga slabost pa je, da v primeru, ko podjetja v dividendah izplačujejo več, kot znaša prosti denarni tok lastniškega kapitala (običajno to storijo s pomočjo izdaje novih delnic ali dolgom), z DDM precenimo vrednost podjetja, saj predpostavljamo, da bo podjetje s takšno politiko nadaljevalo tudi v prihodnosti (Damodaran, 2006, str. 169).

### **3 METODA RELATIVNEGA VREDNOTENJA**

Z metodo DCF ocenjujemo notranjo vrednost podjetja na osnovi sposobnosti podjetja glede prihodnjega ustvarjanja denarnih tokov. Pri relativnem vrednotenju pa vrednost podjetja ocenjujemo na podlagi kazalnikov primerljivih podjetij, ki so uvrščena na borzi. To pomeni, da vrednost podjetja ocenjujemo na podlagi tega, koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za delnico podobnega podjetja na borzi. Vrednotenje temelji na dejstvu, da dajejo nakupi ali prodaje podobnih podjetij empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega podjetja (Praznik, 2004, str. 85).

#### **3.1 KORAKI UPORABE KAZALNIKOV**

Damodaran (2006, str. 238-253) navaja štiri osnovne korake uporabe kazalnikov:

- **Definiranje kazalnikov**

Vrednost delnice podjetja je odvisna od vrednosti lastniškega kapitala in števila vseh izdanih delnic, zato vrednosti delnic različnih podjetij med seboj ne moremo primerjati neposredno, lahko pa jih primerjamo s pomočjo standardiziranih vrednosti. Te dobimo tako, da vrednost delnice oz. podjetja delimo s skupnim imenovalcem, ki ga predstavlja ena izmed temeljnih finančnih spremenljivk (npr. dobiček na delnico, EBIT, prodaja, knjigovodska vrednost ...). Na ta način izračunamo različne kazalnike, in sicer kazalnike dobičkonosnosti, knjigovodske kazalnike, dohodkovne kazalnike in panožne kazalnike. Ker tudi pri najenostavnejših kazalnikih obstaja več različic, je zelo pomembno, da kazalnik enako definiramo pri vseh podjetjih. To pomeni, da moramo pri izračunu

kazalnika uporabiti enako časovno obdobje tako imenovalca kot števca, poleg tega pa morata biti med seboj tudi konsistentna (izražena v vrednosti na delnico ali v vrednosti na podjetje). Kadar izračunavamo kazalnike na podlagi dobička ali knjigovodske vrednosti, je potrebno posebno pozornost nameniti tudi računovodskim standardom. V kolikor primerljiva podjetja uporabljajo različne računovodske standarde kot ocenjevano podjetje, je lahko primerjava zelo zahtevna, saj so določene postavke v računovodskih izkazih izračunane na drugačen način.

- **Opis kazalnikov**

Pri relativnem vrednotenju s pomočjo kazalnikov je pomembno, da znamo oceniti, ali je neka vrednost kazalnika za določeno panogo nizka, primerna ali visoka. Vrednost kazalnika za določeno panogo izračunamo s pomočjo statističnega parametra povprečja in/ali standardnega odklona. Pri izračunu povprečja običajno uporabimo mediano, saj z njo izločimo podatke, ki imajo ekstremno nizke ali visoke vrednosti.

- **Analiza kazalnikov**

Tako kot je vrednost podjetja pri metodi diskontiranih denarnih tokov odvisna od prihodnjih denarnih tokov, pričakovane stopnje rasti in tveganja, tako so tudi kazalniki funkcija vseh treh spremenljivk. Podjetja, ki bodo imela višjo pričakovano rast, manjše tveganje in večji potencial za ustvarjanje denarnih tokov, bodo imela običajno višje vrednosti kazalnikov kot pa podjetja, ki imajo manjšo pričakovano rast, večje tveganje in slabši potencial za ustvarjanje denarnih tokov. Glavni namen analize kazalnikov je v tem, da ugotovimo, zakaj ima kazalnik nekega podjetja takšno vrednost, kot jo ima. Če prihodnjih denarnih tokov, pričakovane stopnje rasti in tveganja ne bomo upoštevali, lahko napačno ocenimo, da je npr. delnica z nižjim kazalnikom cenejša, čeprav ima isti kazalnik drugega podjetja višjo vrednost zato, ker ima podjetje višjo potencialno rast.

- **Uporaba kazalnikov**

Zadnji korak pri relativnem vrednotenju je izbor primerljivih podjetij. Primerljiva podjetja so tista podjetja, ki imajo podobne značilnosti glede ustvarjanja denarnih tokov, prihodnje stopnje rasti in tveganja. V praksi običajno za primerljiva podjetja veljajo podjetja, ki delujejo v isti panogi kot ocenjevano podjetje, pri čemer predpostavljamo, da imajo podobne značilnosti. Kadar imamo na razpolago širok izbor podjetij, lahko pri izboru primerljivih podjetij upoštevamo tudi druge kriterije, kot so: podobna geografska struktura prihodkov, velikost podjetja in primerljivi pretekli podatki. V primeru, da imamo na razpolago malo podjetij, pa lahko za primerljiva podjetja izberemo vsa podjetja v panogi.

## 3.2 KAZALNIKI

Pri relativnem vrednotenju uporabljamo več različnih kazalnikov. V nadaljevanju predstavljam le nekatere izbrane kazalnike, ki so uporabljeni tudi v praktičnem delu diplomske naloge, in sicer kazalnike P/E, EV/Prihodki, EV/EBITDA in EV/EBIT.

### 3.2.1 Kazalnik P/E

Kazalnik čistega dobička oz. P/E je v praksi najpogosteje uporabljen in najbolj poznan kazalnik. Z njim merimo, koliko denarnih enot je vlagatelj pripravljen plačati za eno denarno enoto čistega dobička podjetja. Izračunamo ga tako, da ceno delnice delimo s čistim dobičkom na delnico:

$$P/E = \frac{\text{cena delnice}}{\text{dobiček na delnico}} \quad (18)$$

Kazalnik P/E lahko izračunamo na več različnih načinov: s pomočjo dobička zadnjega poslovnega leta (angl. *current P/E*), dobička zadnjih štirih četrtletij (angl. *trailing P/E*) ali pričakovanega dobička v naslednjih poslovnih letih (angl. *forward P/E*). Pomembno je, da izberemo takšno definicijo dobička, ki bo za ocenjevano podjetje najbolj primerna in da je časovno obdobje ocenjevanega podjetja in primerljivih podjetij enako.

Kazalnik P/E je funkcija stopnje dividendnega izplačila, stopnje rasti in tveganja podjetja:

$$P/E = \frac{PR(1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad (19)$$

$$PR = 1 - \frac{g_n}{ROE_n} \quad (20)$$

Kjer je:

PR = stopnja dividendnega izplačila

$g_n$  = pričakovana dolgoročna stopnja rasti

$k_e$  = strošek lastniškega kapitala

$ROE_n$  = donos lastniškega kapitala

Iz enačb (19 in 20) lahko sklepamo, da bodo višji kazalnik P/E imela podjetja z višjo pričakovano rastjo, z višjo stopnjo dividendnega izplačila in nižjim tveganjem.

### 3.2.2 Kazalnik EV/Prihodki

Kazalnik EV/Prihodki primerja celotno vrednost podjetja (angl. *enterprise value*, v nadaljevanju EV) s prihodki od prodaje podjetja. Pove nam, koliko enot denarja moramo odšteti za denarno enoto prihodkov od prodaje, zmanjšano za neto dolg. Kazalnik EV/Prihodki je podoben kazalniku P/S, ki pa krši pravilo konsistentnosti. Kazalnik P/S v števcu namreč uporablja ceno delnice, ki se nanaša na lastniški kapital, medtem ko v

imenovalcu uporablja prihodke od prodaje, ki pripadajo celotnemu kapitalu. Kazalnik EV/Prihodki je zato za uporabo primernejši od kazalnika P/S, izračunamo pa ga kot razmerje med tržno kapitalizacijo (t.j. tržno vrednostjo vseh delnic podjetja), ki ji prištejemo neto dolg, in prihodki od prodaje podjetja:

$$EV/Prihodki = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{\text{prihodki od prodaje}} \quad (21)$$

Neto dolg predstavlja finančni dolg podjetja, zmanjšan za denarna sredstva na računu, in tržne finančne naložbe:

$$\text{Neto dolg} = \text{finančni dolg} - (\text{denar} + \text{tržne finančne naložbe}) \quad (22)$$

### 3.2.3 Kazalnik EV/EBITDA

Kazalnik EV/EBITDA primerja celotno vrednost podjetja z dobičkom iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, v nadaljevanju EBITDA). Kazalnik EV/EBITDA nam tako pove, koliko enot denarja moramo odšteti za enoto denarnega toka iz poslovanja, zmanjšane za neto dolg. Kazalnik EV/Prihodki izračunamo kot razmerje med tržno kapitalizacijo, ki ji prištejemo neto dolg, in EBITDA:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{EBITDA} \quad (23)$$

Kazalnik se v praksi največkrat uporablja pri kapitalsko intenzivnih podjetjih, ki večji del sredstev vlagajo v različno infrastrukturo. Damodaran (2002, str. 501) kot vzroke za to navaja:

- kazalnik lahko izračunamo za več podjetij kot pri uporabi dobička na delnico, saj ima manj podjetij negativni EBITDA kot negativni dobiček na delnico,
- različne metode amortizacije ne vplivajo na izračun EBITDA, medtem ko vplivajo na izračun dobička iz poslovanja ali čisti dobiček,
- s kazalnikom lahko med seboj primerjamo tudi podjetja, ki imajo različen finančni vzvod.

Ob predpostavki, da vse ostalo ostane nespremenjeno, bodo višjo vrednost kazalnika imela podjetja z nižjo davčno stopnjo v primerjavi z ostalimi podjetji, manj tvegana podjetja v primerjavi z ostalimi podjetji in podjetja, ki imajo višjo pričakovano stopnjo rasti kot ostala podjetja. Nižjo vrednost kazalnika pa bodo imela podjetja, ki imajo v primerjavi z ostalimi podjetji v EBITDA večji delež amortizacije ali večji delež reinvestiranja (Damodaran, 2002, str. 504).



### 3.2.4 Kazalnik EV/EBIT

Eden izmed pogosto uporabljenih kazalnikov v praksi je tudi EV/EBIT, ki primerja vrednost podjetja z EBIT. Pove nam, koliko enot denarja moramo odšteti za enoto dobička iz poslovanja, zmanjšanega za neto dolg. Izračunamo ga kot razmerje med tržno kapitalizacijo, ki ji prištejemo neto dolg, in EBIT:

$$EV/EBIT = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{EBIT} \quad (24)$$

Kazalnik EV/EBIT ima podobne značilnosti kot kazalnik EV/EBITDA, bistvena razlika pa je v tem, da EV/EBIT upošteva tudi stroške amortizacije, medtem ko stroški amortizacije v kazalniku EV/EBITDA niso vključeni.

### 3.3 PREDNOSTI IN SLABOSTI UPORABE METODE

Čeprav je metoda DCF zaradi svoje zahtevnosti v praksi bolj cenjena kot metoda relativnega vrednotenja, pa se slednja kljub temu pogosteje uporablja. Vzrok za to so časovna učinkovitost in potreba po manj informacijah, zaradi lažjega razumevanja pa je primernejša tudi za vlagatelje. Poleg tega bolje odraža razporejenost na trgu, saj meri relativno (in ne notranjo) vrednost podjetja oz. delnice, zaradi česar je ocenjena vrednost podjetja oz. delnice običajno bližja dejanski tržni vrednosti. Kljub temu pa so prednosti ob enem tudi slabosti. Ker je metoda enostavna, lahko pride do neskladja pri oceni vrednosti, kar pomeni, da tveganje, rast in potencial za ustvarjanje denarnih tokov niso upoštevani. Ker kazalniki odražajo razporejenost na trgu, lahko z relativnim vrednotenjem dobimo previsoko vrednost, kadar so primerljiva podjetja na trgu precenjena oz. prenizko vrednost, kadar so primerljiva podjetja na trgu podcenjena. Zaradi pomanjkanja preglednosti temeljnih predpostavk relativnega vrednotenja pa je metoda pogosto izpostavljena tudi manipulacijam, saj kazalnike in primerljiva podjetja izbiramo po želji, s čimer dobimo takšno vrednost, kot jo želimo (Damodaran, 2002, str. 453-454).

## 4 PREDSTAVITEV SKUPINE TELEKOM SLOVENIJE

### 4.1 SKUPINA TELEKOM SLOVENIJE

Delniška družba Telekom Slovenije je nastala leta 1998 s postopkom privatizacije javnega podjetja Telekom Slovenije, p. o. Danes je Skupina Telekom Slovenije med vodilnimi operaterji fiksnih in mobilnih komunikacijskih storitev v Sloveniji in v jugovzhodni Evropi. Od leta 2006 Skupina Telekom Slovenije s pomočjo prevzemov in ustanavljanja hčerinskih družb uresničuje strategijo širitve na trge jugovzhodne Evrope in Sredozemlja. Strateško pomembna tuja trga sta Kosovo, kamor je Skupina Telekom Slovenije vstopila leta 2006 s prevzemom Iпка, d.o.o., in Makedonija, kjer je v letu 2009 prevzela po velikosti drugega

največjega mobilnega operaterja Cosmofon Mobile Telecommunications Services AD Skopje (zdaj ONE AD, Skopje) in njegovo prodajno mrežo Germanos Telecom Ad Skopje (zdaj ONE TO ONE AD Skopje). Kljub širitvi na tuje trge pa Skupina Telekom Slovenije še vedno večino (okoli 85 %), poslovnih prihodkov ustvari v Sloveniji, medtem ko na Kosovu ustvari okoli 6 %, v Makedoniji pa okoli 7 % poslovnih prihodkov.

Skupino Telekom Slovenije je konec leta 2010 poleg obvladujoče družbe Telekom Slovenije sestavljalo še 15 hčerinskih družb in 10 njihovih odvisnih družb v Sloveniji, Hrvaški, Bosni in Hercegovini, Kosovu, Albaniji, Makedoniji in Gibraltarju. Konec leta 2010 je Skupina Telekom Slovenije zaposlovala 4.841 ljudi (Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Telekom Slovenije in družbe Telekom Slovenije, d.d., 2011, str. 4 in 16).

Telekom Slovenije je imel na dan 31. 12. 2010 12.676 delničarjev, pri čemer je 10 največjih delničarjev imelo skupaj v lasti 80,0 % osnovnega kapitala družbe. Republika Slovenija kot večinski lastnik še vedno obvladuje 52,5 % kapitala družbe, skupaj s Kapitalsko družbo (KAD) in Slovensko odškodninsko družbo (SOD) pa kar 74,0 %. Lastniška struktura Telekoma Slovenije je prikazana v Prilogi 1.

Osnovni kapital družbe je razdeljen na 6.535.478 navadnih imenskih kosovnih delnic. Delnice družbe s trgovalno oznako TLSG v uradni kotaciji Ljubljanske borze kotirajo od oktobra 2006. V začetku novembra 2006 so bile uvrščene v sestavo dveh najpomembnejših indeksov Ljubljanske borze, in sicer v slovenski borzni indeks SBITOP in takratni slovenski »blue chip« indeks SBI20. Od maja 2007 so uvrščene tudi v prvo borzno kotacijo (Telekom Slovenije, 2007, str. 22; Telekom Slovenije, 2008, str. 32).

V letu 2010 je delnica TLSG sledila gibanju slovenskih »blue chip« delnicam, ki sestavljajo indeks SBI TOP. Kljub temu pa je delnica zabeležila kar 36,8 % upad vrednosti, medtem ko je indeks SBI TOP izgubil 13,5 %. Zaključni tečaj delnice je konec leta 2010 znašal 86,0 EUR, tržna kapitalizacija Telekoma Slovenije pa nekaj več kot 562 milijonov EUR. V letu 2010 se je likvidnost delnic glede na leto 2009 občutno poslabšala, saj se je povprečni dnevni promet znižal s 134,5 tisoč EUR na 83 tisoč EUR. Statistika trgovanja z delnico TLSG je prikazana v Prilogi 2.

## **4.2 POSLOVANJE SKUPINE TELEKOM SLOVENIJE V LETU 2010**

Podatki o preteklem poslovanju (izkaz poslovnega izida in bilanca stanja) Skupine Telekom Slovenije so prikazani v Prilogi 3. Ker Telekom Slovenije v objavljenem nerevidiranem poročilu o poslovanju za leto 2010 ni razkril podrobnejših podatkov o poslovanju po posameznih družbah (razen za matično družbo), v nadaljevanju povzemam samo bistvene podatke poslovanja celotne Skupine Telekom Slovenije v letu 2010.

V letu 2010 je Skupina Telekom Slovenije ustvarila 899 tisoč EUR čistih prihodkov od prodaje, kar je za 1 % manj kot v letu 2009. EBITDA se je glede na leto 2009 zmanjšal za 8 % (na 246,2 milijona EUR), medtem ko je EBITDA marža upadla za 7 % (na 29,2 %). V drugi polovici leta 2010 je Skupina Telekom Slovenije preverila pošteno vrednost naložb v odvisne družbe v Makedoniji, na Kosovu, v Albaniji, v Republiki Srbski v BiH in Najdi, informacijske storitve. Posledica tega je bila slabitev sredstev v višini 208,2 milijona EUR, kar je skupaj s slabitvami terjatev do alternativnih operaterjev bistveno vplivalo na slabši poslovni izid v letu 2010. Skupina Telekom Slovenije je tako zabeležila negativen EBIT v višini 176,4 milijona EUR in rekordno čisto izgubo v vrednosti 211,2 milijona EUR. Brez upoštevanja slabitev sredstev bi Skupina Telekom Slovenije zabeležila EBIT v višini 50,6 milijona EUR, čisti dobiček pa bi znašal 15 milijonov EUR. Ukrepi za izboljšanje poslovanja, ki jih je sprejelo poslovodstvo (zniževanje vseh vrst stroškov, prestrukturiranje poslovanja v Makedoniji in na Kosovu, odprodaje naložb, ki niso strateškega pomena, prenove poslovnih procesov...), tako deloma že uresničujejo svoj namen, kljub temu pa bo potrebno še kar nekaj časa za bistveno izboljšanje poslovanja celotne Skupine Telekom Slovenije.

Odpis sredstev je bistveno vplival na znižanje kapitala, ki se je v letu 2010 zmanjšal za več kot 194 milijonov EUR (na 807 milijonov EUR). Zaradi nižjega kapitala se je občutno poslabšalo tudi razmerje med zadolženostjo in kapitalom, saj se je delež dolga glede na kapital povečal z 58 % na 70 %. Neto finančni dolg se je zaradi zmanjšanja dolgoročnih posojil in povečanja denarja ter kratkoročnih finančnih naložb zmanjšal za 85,8 milijonov EUR (na 504,4 milijona EUR). Zaradi povečanja kratkoročnih obveznosti (predvsem kratkoročnih posojil) se je v letu 2010 nekoliko poslabšal tekoči kazalnik, ki je upadel z 0,90 na 0,81, kljub temu pa plačilna sposobnost podjetja še naprej ostaja nespremenjena.

## **5 PREGLED TRGA**

### **5.1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE**

V nadaljevanju predstavljam makroekonomsko okolje in trge elektronskih komunikacij držav, kjer Skupina Telekom Slovenije ustvari največ poslovnih prihodkov in so zanjo strateškega pomena. To so Slovenija, Kosovo in Makedonija.

#### **5.1.1 Slovenija**

Slovensko gospodarstvo se je zaradi svetovne gospodarske in finančne krize v letu 2009 soočilo z najhujšo krizo v času samostojne države, ki se je odrazila v 8,1 % upadu bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP), kar je razvidno iz Tabele 1 na strani 21. V letu 2010 je slovensko gospodarstvo zaradi izboljšane mednarodnega gospodarskega okolja (predvsem držav članic EU) in s tem povečanega izvoznega povpraševanja začelo postopoma okrevati. Po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije (v nadaljevanju SURS) se je BDP v tretjem četrtletju leta 2010 glede na tretje četrtletje leta 2009 realno zvišal za 1,7 %, v

prvih 9 mesecih leta 2010 glede na enako obdobje leta 2009 pa za 0,9 %. Kljub gospodarskemu okrevanju pa so se razmere na trgu dela v letu 2010 še poslabšale, saj je stopnja registrirane brezposelnosti konec leta 2010 dosegla 11,8 %.

*Tabela 1: Pomembnejši makroekonomski kazalniki Slovenije*

<b>Makroekonomski kazalniki</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>N2011</b>	<b>N2012</b>
Rast BDP v %*	6,9	3,7	-8,1	0,9	2,5	3,1
BDP na prebivalca v EUR*	17.123	18.450	17.331	17.575	18.240	19.087
Inflacija (konec leta) v %	5,6	2,1	1,8	1,9	2,2	2,3
St. registrirane brezposelnosti v %	7,7	6,7	9,1	11,8	11,0	10,6

*Vir: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2010, 2010, tabela 1; Statistični urad RS, Statistične informacije, 2010, tabela 2.*

Po napovedih Urada za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) se bo gospodarska rast ob predpostavki oživljanja domače potrošnje in povečanega izvoznega povpraševanja v letu 2011 povečala na 2,5 %, v letu 2012 pa na 3,1 %. Postopoma se bo zaradi pozitivnih trendov v gospodarstvu izboljševal tudi trg dela, saj bo stopnja registrirane brezposelnosti v letu 2011 upadla na 11,0 %, v letu 2012 pa na 10,6 %. Zaradi umirjanja na trgu dela se bo v letih 2011 in 2012 okrepila tudi zasebna potrošnja, in sicer za 1,0 % oz. 2,0 %. Inflacija se bo v prihodnjih letih še nekoliko povišala, saj naj bi v letu 2011 znašala 2,2 %, v letu 2012 pa 2,3 %.

### **5.1.2 Kosovo**

Kosovo je mlada država, ki je svojo neodvisnost razglasila šele v letu 2008. Kosovsko gospodarstvo velja za enega izmed najbolj odprtih v regiji, zato se je v zadnjih nekaj letih pospešeno razvijalo s pomočjo tujih investicij in prilivov mednarodnih organizacij. Kljub temu pa razvoj gospodarstva v veliki meri še vedno omejuje slaba infrastruktura.

V letu 2009 je svetovna gospodarska in finančna kriza v omejenem obsegu prizadela tudi kosovsko gospodarstvo. Izvoz je upadel na 4,2 % BDP (v letu 2008 je znašal 5,1 % BDP), medtem ko so se prilivi državljanov zaposlenih v tujini<sup>5</sup>, ki financirajo velik delež domače potrošnje, zmanjšali za 5,5 %, neposredne tuje investicije, ki predstavljajo najpomembnejši delež prihodkov plačilne bilance, pa za 23,3 % (European Commission, 2010a, str. 23-24; Central Bank of the Republic of Kosovo, 2010, str. 22). Kljub poslabšanemu gospodarskemu okolju pa je kosovsko gospodarstvo v letu 2009 še vedno zabeležilo 4,0 % rast BDP, kar je razvidno iz Tabele 2 na strani 23, čeprav je bila rast v največji meri posledica višje državne potrošnje in višjih državnih investicij.

<sup>5</sup> Največ jih živi v Nemčiji in Švici, njihovi prilivi (angl. *remittances*) pa predstavljajo eno izmed najpomembnejših postavk prihodkov v tekočem delu plačilne bilance; leta 2009 so predstavljali kar 11% BDP.

Tabela 2: Realna stopnja rasti BDP in inflacija - Kosovo

Makroekonomski kazalnik	2007	2008	2009	N2010	N2011	N2015
Realna stopnja rasti BDP v %	4,0	5,4	4,0	4,6	5,9	4,4
Inflacija (povprečje leta) v %	4,4	9,4	-2,4	1,7	3,2	1,7

Vir: International Monetary Fund, World Economic Outlook, 2010, tabela A4 in A7.

Po ocenah Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund*) bo Kosovo v prihodnjih letih, ob predpostavki pozitivnih trendov v mednarodnem gospodarstvu, beležilo stopnjo rasti BDP med 4,4 % in 5,9 %. Stopnja inflacije, ki bo odvisna predvsem od cene hrane in energentov, pa bo v prihodnjih letih znašala med 1,7 % in 3,2 %.

Delovna sila za Kosovo predstavlja še vedno najpomembnejši izvozni »produkt«, saj kosovski prebivalci zaradi slabih razmer na domačem trgu dela še vedno pogosto zapuščajo domovino. Kosovski trg dela se sooča z najvišjo stopnjo registrirane brezposelnosti med državami v regiji, saj je ta v letu 2009 znašala kar 45 %. Kljub temu pa uradna statistika ne odraža realnega stanja na trgu, saj se mnogo prebivalcev ukvarja s posli na sivem trgu, zaradi česar je dejanska stopnja brezposelnosti precej nižja. Kosovski prebivalci veljajo za najrevnejše v regiji, saj BDP na prebivalca (angl. *GDP per capita*) znaša komaj 1.790 EUR oz. 7,6 % povprečja EU-27 (European Commission, 2010a, str. 23 in 24).

### 5.1.3 Makedonija

Makedonija je že uvrščena na seznam kandidatov za vstop v Evropsko unijo, zato ima njeno gospodarstvo v prihodnosti dober potencial za razvoj. V letu 2009 se je vpliv svetovne gospodarske in finančne krize v omejenem obsegu odrazil tudi na makedonskem gospodarstvu, ki pa je kljub temu še vedno zabeležilo 0,8 % rast BDP-ja, kar je razvidno iz Tabele 3. Medtem ko so investicije upadle za 20 %, pa se je izvoz povečal za 15 % (European Commission, 2010b, str. 25). Stopnja inflacije, ki je v letu 2008 zaradi splošne ravni cen dosegla 8,3 %, je v letu 2009 zaradi nižjih cen hrane upadla na -0,8 %.

Po ocenah Mednarodnega denarnega sklada bo stopnja rasti BDP-ja v Makedoniji v prihodnjih letih nižja kot do leta 2008, saj se bo gibala med 3,0 % in 4,0 %, med tem ko se bo stopnja inflacije ustalila pri okoli 3,0 %, kar je razvidno iz Tabele 3 na strani 24.

Tabela 3: Realna stopnja rasti BDP in inflacija - Makedonija

Makroekonomski kazalniki	2007	2008	2009	N2010	N2011	N2015
Realna stopnja rasti BDP v %	6,1	5,0	-0,8	1,2	3,0	4,0
Inflacija (povprečje leta) v %	2,3	8,3	-0,8	1,9	3,0	3,0

Vir: *International Monetary Fund, World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing, 2010, tabela A4 in tabela A7.*

Tako kot večina držav v Jugovzhodni regiji se tudi Makedonija spopada z visoko stopnjo registrirane brezposelnosti, ki je leta 2009 znašala 32,2 % (European Commission, 2010b, str. 26). Kljub temu pa je zaradi razširjenega sivega trga realna stopnja brezposelnosti tudi v Makedoniji precej nižja.

## 5.2 TRG ELEKTRONSKIH KOMUNIKACIJ

### 5.2.1 Slovenija

Po podatkih Evropske komisije (2010, str. 367) so prihodki slovenskega trga elektronskih komunikacij v letu 2008 znašali 232 milijonov EUR in so se glede na leto 2007 zvišali za 11,9 %. Prihodki trga elektronskih komunikacij so predstavljali 3,3 % BDP, kar je nad evropskim povprečjem, ki znaša 2,8 %.

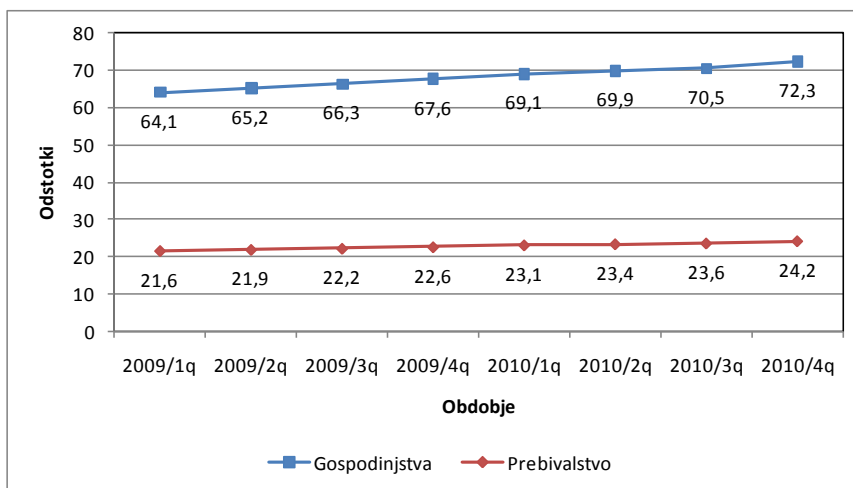
Najpomembnejši del trga elektronskih komunikacij še vedno predstavlja fiksna telefonija, kjer smo v zadnjih letih pričali prehodu klasične fiksne telefonije na IP telefonijo. Prehod poteka hitreje kot v večini ostalih članic EU, saj se Slovenija z 12,3 % tržnega deleža po prometu operaterjev, ki ponujajo IP telefonijo, na evropski ravni uvršča na peto mesto (Evropska komisija, 2010, str. 36). Po podatkih Agencije za pošto in elektronske komunikacije RS (v nadaljevanju APEK) (2011, str. 11) je konec leta 2010 najvišji tržni delež po številu IP priključkov obvladoval Telekom Slovenije (42,7 %), sledila pa sta mu Telemach d.o.o. (20,0 %) in T-2 d.o.o. (18,6 %).

Mobilna telefonija je v letu 2010 v Sloveniji prevzela vodilno vlogo pri uvajanju novih storitev, saj so operaterji pospešeno nadgrajevali omrežja in uvajali najsodobnejše tehnologije. Po podatkih APEK-a (2011, str. 16 in 17) je stopnja penetracije aktivnih uporabnikov na prebivalstvo konec leta 2010 znašala 103,5 %, kar je pod povprečjem EU-27, ki znaša 121,9 % (Evropska komisija, 2010, str. 10). Konec leta 2010 je največji tržni delež aktivnih uporabnikov obvladoval Mobitel, d.d. (54,7 %), sledila pa sta mu Si.mobil d.d. (29,2 %) in Tušmobil d.o.o. (7,9 %).

Razširjenost širokopasovnega dostopa do interneta predstavlja enega izmed glavnih kazalcev razvitosti trga elektronskih komunikacij. Iz Slike 1 na strani 25 je razvidno, da je stopnja

penetracije širokopasovnih priključkov v Sloveniji konec leta 2010 glede na gospodinjstva znašala 72,3 %, glede na prebivalstvo pa 24,2 %, kar je zelo blizu evropskemu povprečju, ki znaša 24,8 % (Evropska komisija, 2010, str. 4). Po podatkih APEK-a (2011, str. 26) je konec leta 2010 največji tržni delež na področju fiksnega širokopasovnega dostopa do interneta beležil Telekom Slovenije (43,1 %), sledila pa sta mu T-2 d.o.o. (19,0 %) in Telemach d.o.o. (11,2 %).

*Slika 1: Penetracija fiksnega širokopasovnega dostopa do interneta*



*Vir: Agencija za pošto in elektronske komunikacije RS, Poročilo o razvoju trga elektronskih komunikacij za četrto četrtletje 2010, 2011, graf 14.*

Glavno gonilo razvoja trga elektronskih komunikacij so optična omrežja, ki pa zahtevajo obsežna vlaganja operaterjev. V letu 2010 smo bili v Sloveniji priča naraščanju optičnih priključkov do doma, saj je njihovo število konec leta naraslo na 78.179 (iz 76.005 v letu 2009) oz. 15,8 % vseh širokopasovnih priključkov. Konec leta 2010 sta največji tržni delež obvladovala T-2 d.o.o. (57,4 %) in Telekom Slovenije (38,6 %) (APEK, 2011, str. 30 in 31).

V Sloveniji smo v zadnjem času priča tudi prehodu analogne televizije v digitalno kabelsko in IP televizijo (v nadaljevanju IPTV). Kljub temu pa se razvoj televizije še ni zaustavil, saj vedno večje zahteve uporabnikov vodijo v nove inovacije in tehnološke izboljšave operaterjev na tem področju. Slovenija se po penetraciji IPTV priključkov glede na gospodinjstva z 21,62 % uvršča na visoko drugo mesto med vsemi članicami EU (APEK, 2011, str. 33; Evropska komisija, 2010, str. 103). Po podatkih APEK-a (2011, str. 34) sta konec leta 2010 skoraj celotni tržni delež IPTV obvladovala Telekom Slovenije (60,2 %) in T-2 d.o.o. (31,6 %).

Ker je slovenski trg elektronskih komunikacij že dobro razvit, bo v prihodnosti rasel počasi, dolgoročno rast pa bo mogoče doseči le z novimi inovativnimi storitvami in poslovnimi modeli.

## 5.2.2 Kosovo

Prihodki trga elektronskih komunikacij na Kosovu so v letu 2009 upadli, kljub temu da je imela svetovna gospodarska in finančna kriza na kosovsko gospodarstvo omejen vpliv. Medtem ko so prihodki trga elektronskih komunikacij na Kosovu v letu 2008 znašali še 10,2 % BDP, so tako v letu 2009 upadli na 6,1 % BDP (Cullen International, 2010, str. 19).

Trg elektronskih komunikacij na Kosovu se zaradi zamud v praktičnem izvajanju liberalizacije in regulacije trga razvija počasi. Nacionalni operater PTK (v 100 % državni lasti) na trgu še vedno ohranja prevladujoč položaj, ki se odraža v 76,1 % tržnem deležu glede na število dodeljenih fiksnih telefonskih števil (Cullen International, 2010, str. 28). Na trgu sta prisotna še dva alternativna operaterja, IPKO (v lasti Telekoma Slovenije) in Konet, ki pa še ni pričel delovati. Kot je razvidno iz Tabele 4, stopnja penetracije fiksne telefonije glede na prebivalstvo znaša komaj 3,8 %, kar je najmanj v regiji. Najnižja v regiji je tudi stopnja penetracije mobilne telefonije, ki znaša 73 %, pri čemer je za Kosovo značilen izjemno visok delež predplačnikov. Mobilno telefonijo ponujata dva operaterja, in sicer Vala (v lasti PTK), ki obvladuje 65,5 % tržni delež, in IPKO z 32,7 % tržnim deležem. Precej večja je konkurenca na trgu fiksnega širokopasovnega dostopa, kjer PTK obvladuje 25,4 % tržni delež glede na število priključkov (Cullen International, 2010, str. 34 in 38).

Tabela 4: Glavni kazalniki razvoja trga elektronskih komunikacij – Kosovo

Kazalnik	2010*
Število priključkov fiksne telefonije	90.000
Stopnja penetracije glede na prebivalstvo (v %)	3,8
Število aktivnih uporabnikov mobilne telefonije	1.512.546
Predplačniki (v %)	96,5
Naročniki (v %)	3,5
Stopnja penetracije glede na prebivalstvo (v %)	73,0
Število širokopasovnih priključkov	134.358
Stopnja penetracije glede na prebivalstvo	6,2

Vir: Cullen International, Report IV: Supply of services in monitoring regulatory and market developments for electronic communications and information society services in Enlargement Countries, 2010, graf 5, graf 8, graf 9, graf 13, tabela A.6, tabela A.13, tabela A.17.

## 5.2.3 Makedonija

Prihodki trga elektronskih komunikacij v Makedoniji so se v letu 2009 (kljub poslabšanemu gospodarskemu okolju) povečali na vseh področjih, razen pri fiksni telefoniji. Njihov delež v BDP je tako v letu 2009 narasel na 7,0 %, medtem ko je ta delež v letu 2008 znašal 6,3 % (Cullen International, 2010, str. 19). Kljub temu rast prihodkov ne preseneča, saj makedonsko gospodinjstvo po podatkih Eurostata (2010, str. 51) za komunikacijske storitve v povprečju



nameni kar 4,1 % svojega razpoložljivega dohodka, medtem ko povprečje EU-27 znaša 2,7 %. Razlog za to je poseben življenjski slog, v katerem takšne storitve predstavljajo pomemben del vsakodnevnega življenja in nizke cene mobilnih storitev.

Trg elektronskih komunikacij v Makedoniji se šele razvija, kar dokazujejo tudi nizke stopnje penetracije na večini pomembnejših področjih, kar je prikazano v Tabeli 5. Izjema je le mobilna telefonija, kjer je stopnja penetracije aktivnih uporabnikov glede na prebivalstvo že preseгла 100,0 %.

*Tabela 5: Glavni kazalniki razvoja trga elektronskih komunikacij - Makedonija*

<b>Kazalnik</b>	<b>30.9.2010</b>
Število priključkov fiksne telefonije (PSTN, ISDN)	410.559
Stopnja penetracije glede na prebivalstvo (v %)	20,0
Število aktivnih uporabnikov mobilne telefonije	2.120.042
Predplačniki (v %)	65,6
Naročniki (v %)	34,4
Stopnja penetracije glede na prebivalstvo (v %)	103,5
Število širokopasovnih priključkov (brez mobilnih priključkov)	236.792
Stopnja penetracije glede na prebivalstvo (v %)	11,6
Število uporabnikov TV storitev (kabelska, IPTV, DVB-T, satelitska)	224.545
Stopnja penetracije glede na prebivalstvo (v %)	11,0

*Vir: Report on the development of the Electronic communication market in the third quarter of 2010, 2011, tabela 2, graf 10.*

Liberalizacija in regulacija trga elektronskih komunikacij v Makedoniji poteka počasi, saj ima nacionalni operater Makedonski Telekom še vedno prevladujoč položaj na trgu. Tako je na področju fiksne telefonije konec tretjega četrletja 2010, kljub velikemu številu alternativnih operaterjev, obvladoval 79,2 % tržni delež, medtem ko si je njegov največji konkurent One (v lasti Telekom Slovenije) lastil 12,0 % trga. Na trgu mobilne telefonije so bili konec tretjega četrletja 2010 prisotni trije operaterji z lastnim omrežjem. Največji tržni delež glede na število aktivnih uporabnikov je z 57,8 % beležil T-Mobile (v lasti Makedonskega Telekom), med tem ko je One obvladoval 24,0 %, VIP (v lasti Telekom Austria) pa 18,2 % tržnega deleža. Dostop do interneta je ponujalo kar 73 aktivnih operaterjev, vendar pa njihovi tržni deleži niso znani. Na področju televizijskih storitev je konec tretjega četrletja 2010 največji delež obvladoval Cabletel (26,6 %), sledila pa sta mu Robi (24,2 %) in One (15,8 %) (Agency for Electronic Communications, b.l., str. 12, 18, 30 in 33).

## **6 OCENJEVANJE VREDNOSTI DELNICE TELEKOMA SLOVENIJE**

Vrednost delnice Telekom Slovenije sem ocenila s pomočjo vseh treh metod oz. modelov, ki sem jih predstavila v teoretičnem delu diplomske naloge, in sicer z modelom FCFF, DDM in

relativnim vrednotenjem. Model FCFF sem izbrala, ker upošteva prihodnje poslovanje podjetja oz. prihodnje proste denarne tokove podjetja, ki so razpoložljivi vsem vlagateljem. DDM prav tako upošteva prihodnje poslovanje podjetja, pri čemer prihodnje denarne tokove predstavljajo dividende. Ker Telekom Slovenije dividende izplačuje že 13 let, pričakujem, da bo tako tudi v prihodnje. Relativno vrednotenje pa sem izbrala zato, ker kot najpogosteje uporabljena metoda v praksi vrednost podjetja ocenjuje na podlagi primerjave z ostalimi podjetji na borzi.

## **6.1 NAPOVED PRIHODNJEGA POSLOVANJA**

Glede prihodnjega poslovanja Skupine Telekom Slovenije je v javnosti znano zelo malo podatkov, saj družba ni razkrila podrobnejših podatkov o načrtovanem poslovanju za leto 2011, čeprav je nadzorni svet poslovni načrt za leto 2011 že sprejel, medtem ko je strateški poslovni načrt do leta 2015 še v fazi sprejemanja. Neodgovorno ravnanje do vlagateljev se pozna tudi pri razkrivanju informacij glede projekta reorganizacije in optimizacije poslovanja, saj družba podrobnejših podatkov o samem projektu ni razkrila. Napovedovanje računovodskih postavk za prihodnja leta dodatno otežuje tudi dejstvo, da je Skupina Telekom Slovenije v letu 2010 že odpisala za 208,2 milijonov EUR naložb, medtem ko sta naložbi v Albaniji in v BiH še v postopku vrednotenja, zaradi česar nadaljnji odpisi niso izključeni.

Prihodnje poslovanje Skupine Telekom Slovenije sem tako ocenila na podlagi lastnih napovedi, analize trga, javno dostopnih podatkov podjetja in intervjujev s poslovodstvom podjetja. Napoved izkaza poslovnega izida in bilance stanja Skupine Telekom Slovenije za obdobje 2011 – 2015 sta prikazani v Prilogi 4, v nadaljevanju pa predstavljam najpomembnejše predpostavke prihodnjega poslovanja, ki so bistvene za izračun vrednosti delnice.

Na slovenskem trgu največji potencial za rast predstavljata IPTV in optika do doma, kljub temu pa bo rast prihodkov zaradi nadaljnega upadanja prihodkov fiksne telefonije v prihodnjih letih majhna. Večji potencial za rast predstavljata kosovski in makedonski trg, vendar pa tudi tam rast prihodkov Skupine Telekom Slovenije ne bo velika. Poslovanje kosovskega Ipka in makedonskega ONE-ja bo tudi v prihodnje omejevala počasna konsolidacija, neučinkovita regulacija, ostra konkurenca, ki se odraža v cenovnih vojnah in nestabilno gospodarsko ter politično okolje. Ocenjujem, da bo rast celotnih prihodkov Skupine Telekoma Slovenije v obdobju 2011 – 2015 tako znašala med 1,0 % in 1,7 % letno, medtem ko dolgoročno stopnjo rasti ocenjujem na 2,0 %, kar je razvidno iz Tabele 6 na strani 29.

Tabela 6: Ocenjeni prihodki od prodaje in EBITDA

V tisoč EUR	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	TV
Prihodki od prodaje	847.730	857.903	869.914	884.702	897.973	915.932
Rast (v %)	1,0	1,2	1,4	1,7	1,5	2,0
EBITDA	228.887	274.529	278.372	274.258	269.392	265.620
EBITDA marža (v %)	27,0	32,0	32,0	31,0	30,0	29,0

EBITDA marža bo v letu 2011 pod močnim pritiskom stroškov reorganizacije, zato bo upadla na 27,0 %, kar je razvidno iz Tabele 6. Dobičkonosnost poslovanja Skupine Telekom Slovenije se bo izboljšala šele leta 2012, ko bodo po mnenju posloводства vidni prvi pozitivni učinki reorganizacije. Ta naj bi na letni ravni prinesla od 20 do 30 milijonov EUR prihrankov na račun vezanih storitev fiksne in mobilne telefonije ter nižjih režijskih stroškov. EBITDA marža se bo tako leta 2012 zvišala na 32,0 %, pri čemer bo na takšnih ravneh vztrajala tudi v letu 2013. Zaradi uvedbe novih tehnologij in z njimi povezanimi stroški pa bo EBITDA marža nato do leta 2015 postopoma upadala. Dolgoročno EBITDA maržo Skupine Telekom Slovenije pa sem ocenila na 29,0 %.

Močna investicijska politika, ki jo je Skupina Telekom Slovenije vodila v preteklih letih, predvsem zaradi naložb v optično omrežje in prevzemov v tujini, se je v letu 2010 upočasnila. Kot je razvidno iz Tabele 7, bo vrednost investicij v letu 2011 in 2012 še vedno dokaj nizka, nato pa se bo do leta 2015 postopoma zviševala do 160 milijonov EUR. Ocenjujem, da bo Skupina Telekom Slovenije v prihodnjih dveh letih več investirala v Sloveniji, po letu 2013 pa se bo ponovno osredotočila na investicije v tujini, kjer lahko pride tudi do kakšnega manjšega prevzema. Amortizacija, ki je v preteklih 5 letih v povprečju znašala 22,5 % prihodkov od prodaje (oz. 13,5 % osnovnih sredstev), se bo do leta 2015 postopoma zniževala do 171 milijonov EUR (oz. 17,0 % osnovnih sredstev), vendar pa bo presegala vrednost investicij, zaradi česar se bodo osnovna sredstva Skupine Telekom Slovenije v tem obdobju postopoma zmanjševala. Na dolgi rok se bo amortizacija izenačila z vrednostjo investicij, in sicer pri 19,0 % prihodkov od prodaje oz. pri 174 milijonih EUR.

Tabela 7: Ocenjena amortizacija in investicije

V tisoč EUR	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	TV
Amortizacija	194.978	188.739	182.682	176.940	170.615	174.027
Kot % prodaje	23,0	22,0	21,0	20,0	19,0	19,0
Investicije	105.000	110.000	125.000	145.000	160.000	174.027
Kot % prodaje	12,4	12,8	14,4	16,4	17,8	19,0

Čisti dobiček Skupine Telekom Slovenije bo v letu 2011 še vedno pod pritiskom višjih stroškov, povezanih z reorganizacijo, in višjih stroškov zadolževanja. Prvi pozitivni učinki reorganizacije in izboljšano poslovanje se bodo leta 2012 odrazili v višjem čistem dobičku, ki

bo znašal okoli 60 milijonov EUR. V prihodnjih letih se bo čisti dobiček nato postopoma zviševal in leta 2015 dosegel 80 milijonov EUR, kar je razvidno iz Tabele 8.

Tabela 8: Ocenjen čisti dobiček

V tisoč EUR	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N
Čisti dobiček	15.880	58.819	70.331	73.800	80.157

## 6.2 MODEL PROSTEGA DENARNEGA TOKA PODJETJA

Za izračun vrednosti delnice z modelom FCFF potrebujemo ocenjen FCFF in diskontno mero, ki predstavlja strošek celotnega kapitala. Ker sem za izračun uporabila dvostopenjski model, sem FCFF in celoten strošek kapitala razdelila na dva dela, in sicer na natančno napovedano obdobje (2011 – 2015) in na preostalo vrednost, ki se nanaša na obdobje po letu 2015.

### 6.2.1 Ocena stroška celotnega kapitala

Strošek celotnega kapitala predstavlja diskontno mero, s katero prihodnje FCFF preračunamo na sedanjo vrednost. Izračunan je kot tehtano povprečje stroška lastniškega in dolžniškega kapitala.

- **Strošek lastniškega kapitala**

Strošek lastniškega kapitala sem izračunala s CAPM, ki je sestavljen iz netvegane stopnje donosa, tržne premije za tveganje in bete. Za netvegano stopnjo donosa sem izbrala 10-letno nemško obveznico, katere donosnost je na dan 25. 2. 2011 znašala 3,2 %. Ker so obrestne mere trenutno na zgodovinsko nizkih nivojih, pričakujem, da se bodo le-te v prihodnjih letih postopoma zviševale, zaradi česar bo posledično naraščala tudi donosnost 10-letne nemške obveznice in s tem netvegana stopnja donosa. Tržno premijo za tveganje sem izračunala na podlagi tržne premije za tveganje za Slovenijo (Damodaran, 2011), ki je izračunana iz tržne premije za tveganje za razviti trg in premije za deželno tveganje Slovenije. Zaradi izpostavljenosti Skupine Telekom Slovenije makedonskemu in kosovskemu trgu, ki sta bolj tvegana od slovenskega trga, sem tržno premijo za tveganje povišala za 10,0 %. Za izračun bete sem uporabila beto brez finančnega vzvoda evropskih telekomunikacijskih podjetij v dejavnosti mobilne telefonije in beto brez finančnega vzvoda evropskih telekomunikacijskih podjetij v dejavnosti telekomunikacijskih storitev (Damodaran, 2011). Ker Skupina Telekom Slovenije približno polovico prihodkov ustvari z mobilnimi storitvami, polovico pa s fiksnimi storitvami, sem vsako izmed bet obtežila z 0,5 in izračunano beto brez finančnega vzvoda prilagodila glede na velikost finančnega vzvoda Skupine Telekom Slovenije.

Ob upoštevanju vseh omenjenih predpostavk sem ocenila, da bo strošek lastniškega kapitala znašal med 8,2 % in 9,5 %, kar je razvidno iz Tabele 9 na strani 31. Za

dolgoročni strošek lastniškega kapitala sem uporabila 20-letno povprečno donosnost 10-letne nemške državne obveznice, in sicer 5,0 %.

*Tabela 9: Ocena stroška lastniškega kapitala*

	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	TV
Netvegana stopnja donosa (v %)	3,2	3,7	3,9	4,2	4,4	5,0
Tržna premija za tveganje (v %)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Strošek lastniškega kapitala (v %)</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,2</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>

*Vir: prirejeno po: Bloomberg.*

- **Strošek dolžniškega kapitala**

Strošek dolžniškega kapitala sem izračunala na podlagi donosnosti obveznice Telekom Slovenije, ki je na dan 25. 2. 2011 znašala 4,7 %. Glede na povprečno donosnost primerljivih obveznic zahodnoevropskih telekomunikacijskih podjetij z isto bonitetno oceno in istim rokom dospelosti je imela obveznica Telekom Slovenije na omenjeni dan pribitek v višini okoli 0,7 %. Glede na večje tveganje, ki ga prinaša nejasnost glede prihodnjega poslovanja Telekom Slovenije, menim, da je pribitek ustrezen. Kot sem že omenila, bodo naraščajoče obrestne mere v prihodnjih letih vplivale tudi na donosnost Telekomove obveznice, zaradi česar se bo strošek dolžniškega kapitala postopoma zviševal. Ob predpostavki 20,0 % obdavčitve, ki velja po Zakonu o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2), sem strošek dolžniškega kapitala po davkih tako ocenila med 3,7 % in 4,7 %, medtem ko sem dolgoročni strošek dolžniškega kapitala po davkih (upoštevajoč povprečni 3 mesečni EURIBOR) ocenila na 6,5 %, kar je razvidno iz Tabele 10.

*Tabela 10: Ocena stroška dolžniškega kapitala (v %)*

	2011N	2012	2013	2014	2015	TV
Strošek dolžniškega kapitala	4,7	5,2	5,4	5,7	5,9	6,5
Davčna stopnja	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
<b>Strošek dolžniškega kapitala po davkih</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>

*Vir: prirejeno po: Bloomberg.*

Za izračun stroška celotnega kapitala je potrebno določiti še razmerje med dolgom in kapitalom v celotnih virih financiranja. Telekom Slovenije je v letu 2009 izdal za 300 milijonov EUR obveznic, zaradi česar se je delež dolga v celotnih virih financiranja Skupine Telekom Slovenije v letu 2009 povečal z 28 % na skoraj 37 %. Zaradi znižanja kapitala, ki je posledica odpisa 208,2 milijona EUR sredstev, se je delež dolga v letu 2010 še povečal, in sicer na 41 %. Glede na plan odplačevanja dolga Skupine Telekom Slovenije bo družba v letu

2011 odplačala večji del dolga, zaradi česar se bo delež kapitala ustrezno povečal. Do leta 2013 se bo delež dolga še naprej zniževal, medtem ko bo po letu 2013 (zaradi pričakovane večje investicijske aktivnosti) postopoma zopet začel naraščati. Dolgoročna vrednost dolga bo po mnenju posloводства znašala 1,5-kratnik EBITDA, zato ocenjujem, da bo delež dolga v stroških celotnega kapitala v preostali vrednosti predstavljal okoli 28,0 %.

Glede na ocenjen delež dolga in kapitala sem izračunala strošek celotnega kapitala, ki se bo v obdobju 2011 – 2015 gibal med 6,5 % in 7,8 %, kar je razvidno iz Tabele 11 (podrobnejši podatki o višini dolga in kapitala so prikazani v Prilogi 4). Dolgoročni strošek celotnega kapitala za preostalo vrednost pa sem ocenila na 8,4 %.

*Tabela 11: Ocena stroška celotnega kapitala (v %)*

	2011N	2012	2013	2014	2015	TV
Strošek lastniškega kapitala	8,2	8,7	9,0	9,2	9,5	10,1
Delež lastniškega kapitala	66,7	70,5	74,4	72,4	70,7	72,1
Strošek dolžniškega kapitala po davkih	3,7	4,1	4,3	4,5	4,7	5,2
Delež dolžniškega kapitala	33,3	29,5	25,6	27,6	29,3	27,9
<b>WACC</b>	<b>6,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,4</b>

## 6.2.2 Prosti denarni tok podjetja

FCFF za obdobje 2011 – 2015 sem izračunala tako, da sem od EBIT odštela davek, ki bi ga podjetje moralo plačati, če bi bila osnova za izračun davka EBIT, in dobila dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPLAT). Nato sem prištela amortizacijo, ki predstavlja nedenarni strošek ter odštela vrednost investicij in spremembo v obratnem kapitalu, kar je prikazano v Tabeli 12.

*Tabela 12: Ocenjeni prosti denarni tokovi podjetja - FCFF*

V tisoč EUR	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N
<b>NOPLAT</b>	<b>29.430</b>	<b>69.200</b>	<b>76.995</b>	<b>77.700</b>	<b>76.169</b>
Amortizacija	194.978	188.739	182.682	176.940	170.615
Investicije	105.000	110.000	125.000	145.000	160.000
Sprememba v obratnem kapitalu	-4.520	-2.346	-775	-2.512	-2.967
<b>FCFF</b>	<b>123.929</b>	<b>150.286</b>	<b>135.452</b>	<b>112.152</b>	<b>89.751</b>

Vrednost FCFF za preostalo vrednost sem izračunala z enostopenjskim Gordonovim modelom. To sem storila tako, da sem prosti denarni tok za leto po letu 2015, ki znaša 53.381 tisoč EUR, delila z razliko med ocenjenim dolgoročnim stroškom celotnega kapitala in ocenjeno dolgoročno stopnjo rasti.

$$\text{Preostala vrednost} = \frac{53.381}{8,4\% - 2,0\%} = 830.402 \text{ tisoč EUR}$$

### 6.2.3 Izračun vrednosti delnice

Za končen izračun vrednosti delnice je potrebno prihodnje FCFF najprej preračunati na sedanjo vrednost. To sem naredila tako, da sem FCFF po posameznih letih za obdobje 2011 - 2015 in za preostalo vrednost pomnožila z ustreznim diskontnim faktorjem, kar je prikazano v Tabeli 13.

Tabela 13: Diskontirani FCFF

V tisoč EUR	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	TV
FCFF	123.929	150.286	135.452	112.152	89.751	830.402
Diskontni faktor	0,94	0,87	0,80	0,74	0,69	0,67
<b>Diskontirani FCFF</b>	<b>116.377</b>	<b>130.945</b>	<b>108.815</b>	<b>83.399</b>	<b>61.609</b>	<b>554.084</b>

Nato sem seštela sedanjo vrednost prihodnjih prostih denarnih tokov podjetja za obdobje 2011 – 2015 in za preostalo vrednost ter dobila celotno vrednost Telekoma Slovenije. Od celotne vrednosti sem odštela trenutni neto dolg in dobila ocenjeno vrednost lastniškega kapitala. Lastniški kapital sem nato delila s številom vseh izdanih delnic (brez lastnih delnic) Telekoma Slovenije in dobila končno oceno vrednosti delnice Telekoma Slovenije, ki znaša 84,7 EUR, kar je prikazano v Tabeli 14.

Tabela 14: Izračun vrednosti delnice Telekoma Slovenije - model FCFF

Vrednost	
Vrednost v napovedanem obdobju (v tisoč EUR)	501.144
Vrednost TV (v tisoč EUR)	554.084
Celotna EV (v tisoč EUR)	1.055.228
Neto dolg (v tisoč EUR)	504.400
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala (v tisoč EUR)	550.828
Število delnic	6.505
<b>Vrednost delnice (v EUR)</b>	<b>84,7</b>

### 6.2.4 Tveganja

Vrednotenje na podlagi modela FCFF temelji na predpostavkah, ki se lahko ob spremenjenih okoliščinah oz. ob nepredvidenih dogodkih hitro spremenijo.

Ker je glede prihodnjega poslovanja Skupine Telekom Slovenije še mnogo nejasnosti in odprtih vprašanj, v nadaljevanju predstavljam ključna tveganja, ki lahko pomembno vplivajo na spremembo vrednotenja.

Tveganja na domačem trgu:

- **Zaostrovanje konkurenčnih razmer**

Slovenski trg spada med razvite trge, kar dokazujejo dokaj visoke stopnje penetracije na vseh pomembnejših segmentih, kjer je že prisotna močna konkurenca. Nadaljnje zaostrovanje konkurenčnih razmer bi lahko negativno vplivalo na upad tržnih deležev in posledično na rast prihodkov in donosnost poslovanja Skupine Telekom Slovenije.

- **Stečaj T-2**

Septembra 2010 je Telekom Slovenije zaradi neplačanih terjatev vložil predlog za stečaj družbe T-2 d.o.o. Trenutno se T-2 d.o.o. nahaja v postopku prisilne poravnave, zato njegova usoda še ni znana. V kolikor bi prišlo do stečaja, bi Telekom Slovenije najverjetneje izgubil vse terjatve (v postopku prisilne poravnave T-2 d.o.o. je prijavil za 28,3 milijone EUR terjatev, upraviteljica prisilne poravnave pa jih je priznala za 16,4 milijona EUR). V primeru, da bi T-2 d.o.o. kupil močan tuji konkurent, pa bi lahko na slovenskem trgu še naprej igral pomembno vlogo.

- **Neuspešna reorganizacija**

Skupina Telekom Slovenije se trenutno nahaja v fazi reorganizacije in optimizacije poslovanja, kjer najpomembnejši del predstavlja združitev Telekoma Slovenije in Mobitela. Neuspešna oz. samo delno uspešna reorganizacija bi lahko bistveno vplivala na predpostavke modela, saj bi se neuspešno zniževanje stroškov odrazilo v slabših maržah.

- **Nove tehnologije**

Prihod novih tehnologij, ki jih Skupina Telekom Slovenije ne bi uspela pravočasno ali uspešno uvesti, lahko pomembno vpliva na prihodke in donosnost poslovanja.

- **Neugodne odločbe s strani regulatorja**

Za Skupino Telekom Slovenije pogosto neugodne odločbe regulatorja, običajno negativno vplivajo na prihodke in donosnost poslovanja.

- **Odprodaja državnega deleža**

Leta 2007 je Republika Slovenija objavila javni razpis za odprodajo 49,13% deleža Telekoma Slovenije, ki pa se je zaključil neuspešno. Menim, da bi odločitev Republike Slovenije o ponovni javni prodaji, ki bi se zaključila uspešno, pozitivno vplivala na vrednost delnice. Po drugi strani pa bi ponovna neuspešna prodaja državnega lastniškega deleža imela na vrednost delnice izrazito negativen vpliv.



Tveganja na tujih trgih:

- **Konkurenca**

Nadaljnje zaostrovanje konkurenčnih razmer na Kosovu in v Makedoniji ter neučinkovita regulacija trga bi lahko bistveno vplivalo na slabše poslovanje kosovskega Ipka in makedonskega ONE-ja, kar bi se poznalo predvsem pri nižji stopnji rasti prihodkov in slabših maržah.

- **Politična tveganja**

Možni konflikti, ki bi negativno vplivali na gospodarsko stanje v državah, kjer je Skupina Telekom Slovenije prisotna, bi lahko negativno vplivali na poslovanje. Dodatno pa lahko poslovanje oteži tudi korupcija in podkupovanje regulatorjev s strani nacionalnih operaterjev.

- **Možnost neplačila s strani uporabnikov**

Slaba plačilna disciplina (predvsem pri uporabnikih naročniških paketov) bi lahko bistveno vplivala na zmanjšanje prihodkov in dobičkonosnosti poslovanja.

Ker se lahko ključne predpostavke modela FCFF ob izpolnitvi določenih tveganj spremenijo, sem naredila tudi analizo občutljivosti, ki prikazuje spremembo vrednosti delnice v odvisnosti od spremembe določenih predpostavk modela. Delež preostale vrednosti v izračunani celotni vrednosti podjetja predstavlja skoraj 53,0 %, kar pomeni, da k ocenjeni vrednosti delnice 53,0 % prispeva preostala vrednost. Na končni izračun tako v največji meri vplivajo predpostavke, ki so uporabljene za izračun preostale vrednosti, to pa so dolgoročna rast prihodkov, dolgoročna EBITDA marža in dolgoročni strošek celotnega kapitala. Analiza občutljivosti vrednosti delnice Telekoma Slovenije na bistvene predpostavke modela je prikazana v Tabeli 15.

Tabela 15: Analiza občutljivosti vrednosti delnice na podlagi modela FCFF (v EUR)

		Dolgoročna stopnja rasti						
		0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
Dolgoročni WACC	6,9 %	90,0	98,1	107,8	119,5	133,7	151,7	174,9
	7,4 %	81,5	88,3	96,3	105,8	117,3	131,3	148,9
	7,9 %	74,2	80,0	86,7	94,6	103,9	115,1	128,9
	8,4 %	67,3	72,3	78,0	<b>84,7</b>	92,4	101,6	112,7
	8,9 %	62,3	66,7	71,5	77,1	83,6	91,2	100,2
	9,4 %	57,5	61,2	65,5	70,3	75,8	82,1	89,6
	9,9 %	53,1	56,4	60,1	64,3	69,0	74,4	80,6

Dolgoročni WACC	Dolgoročna EBITDA marža						
	26,0 %	27,0 %	28,0 %	29,0 %	30,0 %	31,0 %	32,0 %
6,9 %	71,1	87,2	103,3	119,5	135,6	151,7	167,8
7,4 %	63,0	77,3	91,6	105,8	120,1	134,4	148,7
7,9 %	56,3	69,0	81,8	94,6	107,4	120,1	132,9
8,4 %	50,4	61,8	73,2	<b>84,7</b>	96,1	107,6	119,0
8,9 %	45,9	56,3	66,7	77,1	87,6	98,0	108,4
9,4 %	41,7	51,3	60,8	70,3	79,8	89,3	98,8
9,9 %	38,2	46,9	55,6	64,3	73,0	81,7	90,4

### 6.3 DIVIDENDNO DISKONTNI MODEL

DDM je eden izmed najpreprostejših modelov za vrednotenje lastniškega kapitala. Primeren je za podjetja, ki vodijo politiko izplačevanja preostalih denarnih tokov oz. t.i. politiko dividend.

Telekom Slovenije ima politiko dividend definirano v svojem statutu, in sicer kot odstotek od neto dobička, pri čemer ima prednost zagotavljanje sredstev za investicije in s tem večanje vrednosti delnice (Telekom Slovenije, 2010, str. 29). Od leta 1998, ko je bil Telekom Slovenije registriran kot delniška družba, svojim delničarjem redno vsako leto izplačuje dividende. Po mnenju posloводства bo družba v prihodnjih letih izplačevala 40,0 % celotnega dobička.

Denarni tok v DDM predstavljajo dividende, ki bodo izplačane v prihodnjih letih. Ker sem za izračun uporabila dvostopenjski model, sem denarni tok razčlenila na dva dela. V prvem delu sem iz ocenjenega dobička najprej izračunala višino dividende na delnico za obdobje 2012 – 2015<sup>6</sup>, kar je prikazano v Tabeli 16. Ker bo v letu 2011 Telekom Slovenije ustvaril manjši dobiček, bo v letu 2012 nižja tudi višina izplačane dividende. V skladu z ocenjeno rastjo dobička pa se bo nato dividenda na delnico do leta 2016 postopoma zviševala do 4,9 EUR.

Tabela 16: Izračun ocenjene vrednosti dividende na delnico

	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	2016N
Čisti dobiček (v tisoč EUR)	15.880	58.819	70.331	73.800	80.157	
Dobiček/izguba na delnico (v EUR)	2,4	9,0	10,8	11,3	12,3	
Stopnja dividendnega izplačila (v %)	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
<b>Dividenda na delnico (v EUR)</b>	<b>3,0</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>

V drugem delu sem z uporabo Gordonovega modela izračunala še vrednost dividende na delnico za preostalo vrednost. To sem storila tako, da sem zadnjo izplačano dividendo v letu

<sup>6</sup> Nadzorni svet bo na skupščini delničarjev za leto 2010, kljub visoki izgubi, predlagal izplačilo dividend v višini 3 EUR na delnico.

2016 pomnožila s pričakovano dolgoročno stopnjo rasti dividend in delila z razliko med dolgoročnim stroškom lastniškega kapitala in dolgoročno rastjo dividend:

$$Preostala\ vrednost = \frac{4,9 \times (1 + 4,8\%)}{10,1\% - 4,8\%} = 97,8\ EUR$$

Pri tem sem dolgoročno stopnjo rasti dividend izračunala tako, da sem dolgoročni ROE, ki sem ga ocenila na 8,0 %, pomnožila s stopnjo zadržanega dobička:

$$g = 8,0\% \times (1 - 40,0\%) = 4,8\%$$

Za končen izračun vrednosti delnice sem prihodnje denarne tokove najprej preračunala na sedanjo vrednost. To sem naredila tako, da sem dividendo na delnico po posameznih letih za obdobje 2011 - 2016 in za preostalo vrednost pomnožila z ustreznim diskontnim faktorjem, kar je prikazano v Tabeli 17.

*Tabela 17: Diskontirani denarni tokovi*

	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	2016N	TV
Dividenda na delnico (v EUR)	3,0	1,0	3,6	4,3	4,5	4,9	97,8
Diskontni faktor	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
<b>Diskontirani denarni tok (v EUR)</b>	<b>3,0</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>60,5</b>

Ko sem seštela sedanjo vrednost dividend za napovedano obdobje in za preostalo vrednost, sem dobila končno oceno vrednosti delnice Telekom Slovenije, ki znaša 76,8 EUR, kar je razvidno iz Tabele 18.

*Tabela 18: Izračun vrednosti delnice Telekoma Slovenije - DDM*

	V EUR
Vrednost v napovedanem obdobju	16,3
Preostala vrednost	60,5
<b>Vrednost delnice</b>	<b>76,8</b>

Prav tako kot pri modelu FCFE tudi pri DDM največji delež vrednosti delnice predstavlja preostala vrednost (78,8 %). Ker je vrednost delnice v največji meri odvisna od dolgoročnih predpostavk, predstavljam v Tabeli 19 na strani 38 analizo občutljivosti delnice na dolgoročno stopnjo rasti dividend in dolgoročni strošek lastniškega kapitala.

Tabela 19: Analiza občutljivosti delnice na podlagi modela DDM (v EUR)

Dolgoročni strošek lastniškega kapitala	Dolgoročna stopnja rasti						
	3,3 %	3,8 %	4,3 %	4,8 %	5,3 %	5,8 %	6,3 %
8,6 %	80,5	87,4	96,0	106,8	121,0	140,1	167,7
9,1 %	73,4	79,1	85,9	94,4	105,0	118,9	137,7
9,6 %	67,5	72,2	77,8	84,5	92,8	103,2	116,8
10,1 %	62,7	66,6	71,3	<b>76,8</b>	83,4	91,6	102,0
10,6 %	58,2	61,5	65,4	69,9	75,2	81,7	89,7
11,1 %	54,4	57,3	60,5	64,3	68,7	74,0	80,3
11,6 %	51,1	53,6	56,3	59,5	63,2	67,6	72,8

#### 6.4 RELATIVNO VREDNOTENJE

V tretjem delu praktičnega dela diplomske naloge sem vrednost delnice Telekoma Slovenije izračunala še z metodo relativnega vrednotenja oz. s pomočjo kazalnikov primerljivih podjetij, ki so uvrščena na borzi.

Eden izmed pomembnejših korakov pri relativnem vrednotenju je izbor primerljivih podjetij. Ker je panoga telekomunikacijskih podjetij velika, sem v širši izbor podjetij najprej izbrala podjetja, ki so čim bolj podobna Skupini Telekom Slovenije in jih za primerjavo v analizah uporabljajo tudi tuji analitiki. V ožji izbor sem nato uvrstila evropska telekomunikacijska podjetja, ki so nacionalni operaterji, ponujajo integrirane telekomunikacijske storitve (fiksno in mobilno telefonijo, internetne storitve), večji delež prihodkov ustvarijo na lokalnem trgu, so izpostavljeni trgom v razvoju in za poročanje uporabljajo Mednarodne računovodske standarde (MSRP). Pri tem moram poudariti, da kljub temu izbrana podjetja niso povsem primerljiva s Telekomom Slovenije, saj je ta glede na velikost (tako po prihodkih kot po tržni kapitalizaciji) občutno manjši.

Na podlagi analize kazalnikov, ki so predstavljeni v Tabeli 20 na strani 39, sem ugotovila, da Telekom Slovenije glede na primerljiva podjetja izkazuje bistveno nižje marže. Glede na kazalnik neto dolg/EBITDA izkazuje višjo zadolženost kot primerljiva podjetja. V primerjavi s konkurenti je tudi manj učinkovit pri uporabi sredstev za ustvarjanje prodaje, saj je kazalnik obračanja sredstev prav tako nižji od primerljivih podjetij. Glede na primerljiva podjetja je Telekom Slovenije boljši le pri kazalniku sredstva/kapital, saj je delež dolga pri financiranju sredstev nižji kot znaša mediana primerljivih podjetij.

Tabela 20: Analiza kazalnikov Telekom Slovenije in primerljivih podjetij

Podjetje	Obrat sredstev	Sredstva/kapital	Profitna marža (v %)	ROE (v %)	EBIT marža (v %)	EBITDA marža (v %)	Neto dolg/EBITDA	Dolg/kapital
Telecom Italia SpA	0,3	2,7	11,3	9,6	20,0	40,1	3,2	1,3
Telekom Austria AG	0,6	5,1	4,2	13,2	11,8	35,1	2,1	2,4
Telekomunikacja Polska SA	0,5	2,0	7,4	8,0	12,5	36,7	0,6	0,4
Hellenic Telecommunications Organization SA	0,6	5,8	4,5	14,9	9,4	35,0	2,2	3,2
Portugal Telecom SGPS SA	0,2	3,3	7,0	5,7	18,6	39,9	1,4	1,6
Telefonica O2 Czech Republic AS	0,6	1,3	22,0	16,8	21,0	42,3	-0,1	0,0
Hrvatski Telekom dd	0,6	1,2	21,9	16,6	29,2	45,3	-0,9	0,0
Magyar Telekom Telecommunications PLC	0,3	1,9	10,9	5,4	23,5	40,1	2,9	0,6
<b>Mediana</b>	<b>0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>9,2</b>	<b>11,4</b>	<b>19,3</b>	<b>40,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>
Povprečje	0,5	2,9	11,2	11,3	18,3	39,3	1,4	1,2
Telekom Slovenije DD	0,5	2,1	1,8	1,9	6,0	29,3	2,0	0,7
Telekom Slovenije/Mediana	90,5 %	87,3 %	19,5 %	16,3 %	31,2 %	73,3 %	115,8 %	75,3 %

Vir: prirejeno po: Bloomberg.

Primerjalno vrednotenje sem naredila na podlagi kazalnikov P/E, EV/Prihodki, EV/EBITDA in EV/EBIT. Za izračun vrednosti delnice sem uporabila tekoče kazalnike za leto 2010 in napovedane kazalnike za leto 2011 in 2012, kar je prikazano v Tabeli 21.

Tabela 21: Kazalniki Telekom Slovenije in primerljivih podjetij

Podjetje	Tržna kap. (mio EUR)	EV/Prihodki			EV/EBITDA		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
Telecom Italia SpA	20.318	2,0	1,9	1,9	5,1	4,6	4,5
Telekom Austria AG	4.598	1,7	1,8	1,8	4,9	5,1	5,1
Telekomunikacja Polska SA	5.554	1,6	1,7	1,7	4,4	4,5	4,5
Hellenic Telecommunications Organization SA	3.534	1,4	1,5	1,5	4,1	4,3	4,4
Portugal Telecom SGPS SA	7.516	2,6	1,7	1,5	6,4	4,3	3,8
Telefonica O2 Czech Republic AS	5.262	2,3	2,3	2,3	5,4	5,6	5,6
Hrvatski Telekom dd	3.138	2,4	2,4	2,4	5,3	5,5	5,5
Magyar Telekom Telecommunications PLC	2.131	3,1	1,6	1,6	7,8	4,5	4,6
<b>Mediana</b>	<b>4.930</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>
Povprečje	6.506	2,1	1,8	1,8	5,4	4,8	4,8
Telekom Slovenije DD	562	1,3	1,3	1,2	4,3	4,7	3,9
Telekom Slovenije DD/Mediana	11,4 %	58,9 %	73,1 %	72,5 %	83,7 %	102,5 %	84,9 %

Podjetje	P/E			EV/EBIT		
	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
Telecom Italia SpA	6,5	8,4	8,0	10,1	8,7	8,5
Telekom Austria AG	23,5	15,9	14,5	14,7	14,2	13,2
Telekomunikacja Polska SA	18,9	17,0	15,5	13,0	12,7	11,7
Hellenic Telecommunications Organization SA	14,3	10,0	8,9	15,2	10,7	9,8
Portugal Telecom SGPS SA	28,6	12,3	11,2	13,8	9,2	7,9
Telefonica O2 Czech Republic AS	10,5	13,4	12,7	10,9	10,6	10,4
Hrvatski Telekom dd	12,7	12,3	12,3	8,2	9,0	9,1
Magyar Telekom Telecommunications PLC	17,9	11,8	11,9	13,2	8,6	8,6
<b>Mediana</b>	<b>16,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,1</b>	<b>13,1</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>
Povprečje	16,6	12,6	11,9	12,4	10,5	9,9
Telekom Slovenije DD	37,5	35,4	9,6	21,1	31,5	12,4
Telekom Slovenije DD/Mediana	232,4 %	287,4 %	79,3 %	160,6 %	318,1 %	131,5 %

Vir: prirejeno po: Bloomberg.

Glede na mediano posameznega kazalnika sem izračunala vrednost delnice Telekoma Slovenije za posamezno obdobje. Kot je razvidno iz Tabele 22, so izračunane vrednosti delnice med seboj zelo različne, saj se gibljejo v razponu med 30,1 EUR in 200,7 EUR.

Tabela 22: Izračun vrednosti delnice na podlagi izbranih kazalnikov

V EUR	2010				2011N				2012N			
	P/E	EV/ Prihodki	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E	EV/ Prihodki	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E	EV/ Prihodki	EV/ EBITDA	EV/ EBIT
Mediana	16,1	2,2	5,2	13,1	12,3	1,7	4,5	9,9	12,1	1,7	4,6	9,5
Vrednost delnice (v EUR)	37,2	200,7	118,4	24,5	30,1	169,5	105,2	-	109,4	181,0	148,2	79,6

Končno oceno vrednosti delnice Telekom Slovenije sem dobila tako, da sem z aritmetičnim povprečjem izračunala povprečno vrednost delnice za posamezno obdobje. Nato sem na podlagi uteži za posamezno obdobje izračunala vrednost delnice kot tehtano povprečje izračunanih cen. Zaradi nižje donosnosti poslovanja Skupine Telekom glede na primerljiva podjetja sem pri končnem izračunu vrednosti delnice uporabila 10 % diskont. Ocenjena vrednost delnice Telekoma Slovenije na dan 25. 2. 2011 znaša 93,6 EUR, kar je razvidno iz Tabele 23.

Tabela 23: Izračun vrednosti delnice Telekoma Slovenije - relativno vrednotenje

	2010	2011N	2012N
Povprečna vrednost delnice (v EUR)	95,2	101,6	129,6
Utež	0,5	0,3	0,2
Vrednost delnice (v EUR)	104,0		
Diskont (v %)	10		
<b>Vrednost delnice (v EUR)</b>	<b>93,6</b>		

## 6.5 IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI DELNICE

Z uporabo modela FCFF, DDM in relativnega vrednotenja sem dobila tri različne vrednosti delnice Telekoma Slovenije. Kot je razvidno iz Tabele 24, sem najvišjo vrednost delnice ocenila z relativnim vrednotenjem (93,6 EUR), najnižje pa z DDM (76,8 EUR). Končno vrednost delnice sem izračunala z aritmetičnim povprečjem vseh treh dobljenih cen. Poštena vrednost delnice Telekoma Slovenije tako znaša 85,0 EUR, kar je 1,2 % manj kot je znašala tržna vrednost delnice na Ljubljanski borzi na dan 25. 2. 2011.

*Tabela 24: Izračun končne vrednosti delnice Telekoma Slovenije*

Metoda	V EUR
Model FCFF	84,7
DDM	76,8
Relativno vrednotenje	93,6
<b>Vrednost delnice</b>	<b>85,0</b>

## SKLEP

Vrednotenje podjetij v praksi uporabljamo za mnogo različnih namenov. Finančnim strokovnjakom pomaga pri vsakodnevnih poslovnih odločitvah, med tem ko je individualnim vlagateljem (v obliki naložbenih priporočil, ki jih pripravijo investicijski analitiki) v pomoč pri odločanju o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev.

Za vrednotenje podjetij se v praksi najpogosteje uporabljata metoda DCF in relativno vrednotenje. Medtem ko metoda DCF vrednost podjetja ocenjuje na podlagi prihodnjih denarnih tokov, pa relativno vrednotenje vrednost podjetja ocenjuje s pomočjo kazalnikov primerljivih podjetij na borzi.

Ker vrednotenje podjetij običajno temelji na predpostavkah, ki so pogosto ocenjene subjektivno, lahko z enako metodo dobimo povsem različne rezultate. Razlog je v tem, da ima lahko vsak ocenjevalec drugačno predstavo o temeljnih predpostavkah (npr. sposobnost ustvarjanja denarnih tokov, tveganje, potencial za rast...), ki bistveno vplivajo na oceno vrednosti podjetja.

V diplomski nalogi sem predstavila dva različna modela DCF. Prvi je model FCFF, ki vrednost podjetja ocenjuje z vidika vseh lastnikov kapitala (lastniškega in dolžniškega). Njegovi bistveni sestavini sta prosti denarni tok podjetja in diskontna mera, ki jo predstavlja strošek celotnega kapitala. Drugi model pa je DDM, ki vrednost podjetja ocenjuje z vidika delničarjev. Pri tem denarni tok predstavljajo prihodnje dividende, diskontno mero pa strošek lastniškega kapitala.

Metoda relativnega vrednotenja vrednost podjetja ocenjuje na podlagi kazalnikov primerljivih podjetij na borzi. Pomembnejši korak predstavlja izbor primerljivih podjetij, ki jih običajno izberemo iz podjetij, ki delujejo v isti panogi kot ocenjevano podjetje. Pri tem predpostavljamo, da imajo izbrana primerljiva podjetja podobne značilnosti glede ustvarjanja denarnih tokov, stopnje rasti in tveganja kot ocenjevano podjetje.

V praktičnem delu diplomske naloge sem vrednost delnice Telekoma Slovenije ocenila z vsemi tremi predstavljenimi metodami oz. modeli. Ker je o prihodnjem poslovanju Skupine Telekom Slovenije v javnosti znano zelo malo podatkov, poleg tega pa ima družba kar nekaj težav s poslovanjem (odpisi naložb, visoke terjatve do alternativnih operaterjev, počasna konsolidacija družb v tujini, upadanje tržnih deležev, reorganizacija...), je bilo napovedovanje prihodnjega poslovanja precej oteženo. Večino predpostavk sem tako določila na podlagi analize preteklega poslovanja, analize trga in lastnih pričakovanj.

Pošteno vrednost delnice Telekoma Slovenije sem ocenila na 85,0 EUR. Menim, da ta odraža dejansko vrednost podjetja na podlagi znanih dejstev in informacij v času pisanja diplomske naloge. Ker pa je vrednost delnice zelo občutljiva na spremembo določenih predpostavk (predvsem dolgoročnih), lahko vsaka nova informacija glede prihodnjega poslovanja podjetja ali izpolnitev določenih tveganj, bistveno vpliva na spremembo njene vrednosti.

Skupina Telekom Slovenije bo v prihodnjih letih na slovenskem trgu elektronskih komunikacij še naprej igrala eno izmed najpomembnejših vlog. Uspešnost prihodnjega poslovanja, ki bo v največji meri odvisno od uspešne reorganizacije, konsolidacije družb v tujini in konkurenčnosti, bi na vrednost delnice vplivala precej pozitivno, s tem pa bi se povečalo tudi zanimanje vlagateljev.



## LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za pošto in elektronske komunikacije Republike Slovenije. (2011). *Poročilo o razvoju trga elektronskih komunikacij za četrto četrtletje 2010*. Ljubljana: Agencija za pošto in elektronske komunikacije Republike Slovenije.
2. Agency for Electronic Communications. (b.l.). Report on the development of the Electronic communication market in the third quarter of 2010. Najdeno 13. februarja 2011 na spletnem naslovu [http://www.aec.mk/index.php?option=com\\_content&view=article&id=597%3Aizvestaj-za-razvoj-na-pazarot-na-&catid=92%3Apodatoci-zapazar&Itemid=118&lang=en](http://www.aec.mk/index.php?option=com_content&view=article&id=597%3Aizvestaj-za-razvoj-na-pazarot-na-&catid=92%3Apodatoci-zapazar&Itemid=118&lang=en)
3. *Arhiv tečajev*. Najdeno 6. januarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1298&date1=30.12.2009&date2=31.12.2010&SecurityId=TLSG&IndexOrSecurity=%24SBITOP&x=33&y=9>
4. *Bloomberg delovna postaja*. Najdeno 25. februarja 2011 v bazi podatkov Bloomberg.
5. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial management* (8<sup>th</sup> ed.). Ohio: Thomson South-Western.
6. Central Bank of the Republic of Kosovo. (2010). *Financial Stability Report*. Prishtina: Central Bank of the Republic of Kosovo.
7. CFA Institute. (2008). *Asset Valuation and Equity*. Boston: Pearson Custom Publishing.
8. Cullen International. (2010). *Report IV: Supply of services in monitoring regulatory and market developments for electronic communications and information society services in Enlargement Countries*. Najdeno 20. januarja 2011 na spletnem naslovu [http://www.cullen-international.com/cullen/cipublic/studies/balkan2/enlargement\\_countries\\_monitoring\\_report\\_4.pdf](http://www.cullen-international.com/cullen/cipublic/studies/balkan2/enlargement_countries_monitoring_report_4.pdf)
9. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2<sup>nd</sup> ed.). New York: John Wiley & Sons, Inc.
10. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2<sup>nd</sup> ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
11. *Damodaran Online*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

12. European Commission. (2010a, 9. november). *Kosovo 2010 Progress Report*. Brussels: European Commission.
13. European Commission. (2010b, 9. november). *The Former Yugoslav Republic of Macedonia 2010 Progress Report*. Brussels: European Commission.
14. Evropska komisija. (2010, 25. maj). *Poročilo o napredku na enotnem evropskem trgu elektronskih komunikacij za leto 2009 (15. poročilo)*. Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij. Bruselj: Evropska komisija.
15. Eurostat. (2010). *Pocketbook on candidate and potential candidate countries*. 2010 edition. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
16. International Monetary Fund. (2010). *World Economic Outlook. Recovery, Risk, and Rebalancing*. Washington: International Monetary Fund.
17. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (2010, 16. september). *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2010*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
18. *Izbrani izkazi poslovanja Skupine Telekom Slovenije 2002-2010*. Najdeno 2. decembra 2010 na spletnem naslovu [http://www.telekom.si/podjetje/sredisce\\_za\\_vlagatelje/financi\\_podatki\\_in\\_informacije/izbrani\\_izkazi\\_poslovanja\\_skupine\\_telekom\\_slovenije/](http://www.telekom.si/podjetje/sredisce_za_vlagatelje/financi_podatki_in_informacije/izbrani_izkazi_poslovanja_skupine_telekom_slovenije/)
19. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4<sup>th</sup> ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
20. *Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Telekom Slovenije in družbe Telekom Slovenije, d. d. v letu 2010*. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.telekom.si/uploads/pdf/Podjetje/Nerevidirano%20porocilo%20o%20poslovanju%20Skupine%20Telekom%20Slovenije%20%20v%20letu%202010.pdf>
21. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij* (1. izdaja). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
22. Statistični urad Republike Slovenije. (2010b). Cene, 25. januar 2010. *Statistične informacije*. (Št. 1, 25. januar 2010). Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.
23. Stubelj, I. (2009). Strošek lastniškega kapitala podjetja: primer ocene za izbrane slovenske delniške družbe. *Management*, 4(1), 21-38.

24. Telekom Slovenije, d. d. (2007). *Letno poročilo 2006*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d. d.
25. Telekom Slovenije, d. d. (2008). *Letno poročilo 2007*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d. d.
26. Telekom Slovenije, d.d. (2010). *Letno poročilo 2009*. Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
27. Viebig, J., Poddig T., & Varmaz A. (2008). *Equity valuation: Models from leading investment banks*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.



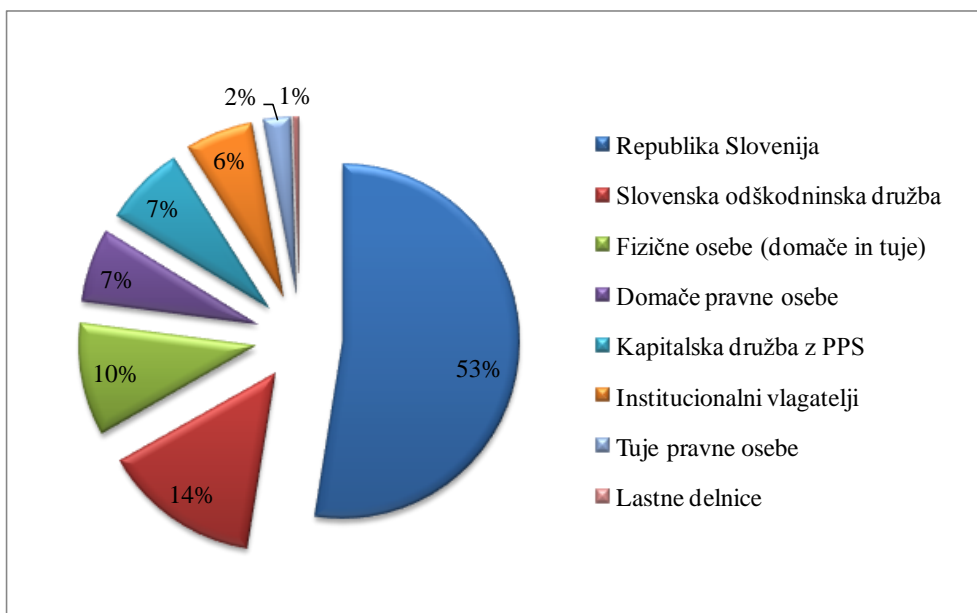
## **PRILOGE**

## **KAZALO PRILOG**

PRILOGA 1: Lastniška struktura Telekoma Slovenije.....	1
PRILOGA 2: Statistika trgovanja z delnico Telekoma Slovenije v letu 2009 in 2010.....	2
PRILOGA 3: Bilanca stanja in poslovni izid Skupine Telekom Slovenije.....	3
PRILOGA 4: Napoved bilance stanja in poslovnega izida Skupine Telekom Slovenije.....	5
PRILOGA 5: Pomen tujih izrazov in kratic .....	7

## PRILOGA 1: Lastniška struktura Telekoma Slovenije

Slika 1: Lastniška struktura Telekoma Slovenije, d. d. na dan 31. 12. 2010



Vir: Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Telekom Slovenije in družbe Telekom Slovenije, d. d., 2011, str. 9.

Slika 2: Primerjava gibanja tečaja TLSG z gibanjem indeksa SBITOP v letu 2010



Vir: Arhiv tečajev, 2011.

## PRILOGA 2: Statistika trgovanja z delnico Telekoma Slovenije v letu 2009 in 2010

Tabela 1: Statistika trgovanja s TLSG na Ljubljanski borzi

<b>Zaključni tečaj v EUR</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Najvišji dnevni	137,0	177,7
Najnižji dnevni	83,6	118,0
Povprečni	104,4	148,6
<b>Promet v tisoč EUR</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
Največji dnevni	1.031,7	5.923,8
Najnižji dnevni	0,8	2,6
Povprečni	83,0	134,5

**Legenda:** \* S prehodom Ljubljanske borze na mednarodni trgovalni sistem Xetra 6. 12. 2010, je enotni tečaj kot uradni tečaj nadomestil zaključni tečaj.

*Vir: Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Telekom Slovenije in družbe Telekom Slovenije, d. d., 2011, str. 10.*



### PRILOGA 3: Bilanca stanja in poslovni izid Skupine Telekom Slovenije

Tabela 2: Bilanca stanja Skupine Telekom Slovenije za obdobje 2007 - 2010

V tisoč EUR	2007	2008	2009	2010*
<b>Dolgoročna sredstva</b>	<b>1.454.287</b>	<b>1.527.033</b>	<b>1.699.795</b>	<b>1.374.411</b>
Neopredmetena sredstva	239.081	255.144	351.951	153.614
Opredmetena osnovna sredstva	1.135.411	1.175.639	1.255.364	1.117.605
Dolgoročne finančne naložbe	56.605	62.397	58.645	59.786
Odložene terjatve za davek	502	4.275	6.546	18.681
Ostala dolgoročna sredstva	22.688	29.578	27.289	24.725
<b>Kratkoročna sredstva</b>	<b>286.238</b>	<b>261.330</b>	<b>267.721</b>	<b>283.922</b>
Zaloge	25.224	28.421	24.998	20.979
Ostala kratkoročna sredstva	2.304	5.026	16.463	5.967
<b>Sredstva</b>	<b>1.740.525</b>	<b>1.788.363</b>	<b>1.967.516</b>	<b>1.658.333</b>
<b>Kapital</b>	<b>1.062.741</b>	<b>1.065.670</b>	<b>1.048.025</b>	<b>806.899</b>
<b>Dolgoročne obveznosti</b>	<b>358.165</b>	<b>344.803</b>	<b>623.400</b>	<b>500.461</b>
Dolgoročne finančne obveznosti	322.377	305.054	584.343	453.097
Rezervacije	28.533	30.580	30.529	37.815
Dolgoročno odloženi prihodki	7.255	9.169	8.528	9.549
<b>Kratkoročne obveznosti</b>	<b>319.619</b>	<b>377.890</b>	<b>296.091</b>	<b>350.973</b>
Prejeta kratkotročna posojila in krediti	125.609	177.431	56.277	125.451
Poslovne in druge obveznosti	153.917	159.240	158.591	154.465
Obveznosti za davek iz dobička	6.980	1.954	251	5.504
Kratkoročno odloženi prihodki	17.260	18.437	19.238	22.912
Vnaprej vračunani stroški in prihodki	15.614	19.417	22.863	25.642
Druge kratkoročne obveznosti	239	1.411	38.871	16.999
<b>Kapital in obveznosti</b>	<b>1.740.525</b>	<b>1.788.363</b>	<b>1.967.516</b>	<b>1.658.333</b>

**Legenda:** \* Nerevidirani poslovni rezultati.

Vir: Izbrani izkazi poslovanja Skupine Telekom Slovenije 2002-2010, 2010; Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Telekom Slovenije in družbe Telekom Slovenije, d.d., 2011, str. 22.

Tabela 3: Izkaz poslovnega izida Skupine Telekom Slovenije za obdobje 2007 - 2010

V tisoč EUR	2007	2008	2009	2010*
<b>Čisti prihodki od prodaje</b>	<b>780.077</b>	<b>842.324</b>	<b>847.507</b>	<b>839.337</b>
Drugi prihodki od poslovanja	10.826	14.278	12.210	8.780
<b>Skupaj poslovni prihodki</b>	<b>790.903</b>	<b>856.602</b>	<b>859.717</b>	<b>848.117</b>
Skupaj stroški	492.693	544.356	591.870	810.097
Skupaj odhodki poslovanja	654.468	728.106	795.652	1.024.557
<b>Dobiček iz poslovanja</b>	<b>136.435</b>	<b>128.496</b>	<b>64.065</b>	<b>-176.440</b>
Neto finančni izid	-9.653	-13.591	-26.885	-23.900
<b>Dobiček pred obdavčitvijo</b>	<b>126.782</b>	<b>114.905</b>	<b>37.180</b>	<b>-200.340</b>
Davek od dobička	38.412	28.920	12.572	10.835
<b>Čisti dobiček</b>	<b>88.370</b>	<b>85.985</b>	<b>24.608</b>	<b>-211.175</b>

**Legenda:** \* Nerevidirani poslovni rezultati.

Vir: Izbrani izkazi poslovanja Skupine Telekom Slovenije 2002-2010, 2010; Nerevidirano poročilo o poslovanju Skupine Telekom Slovenije in družbe Telekom Slovenije, d. d., 2011, str. 20.

**PRILOGA 4: Napoved bilance stanja in poslovnega izida Skupine Telekom Slovenije***Tabela 4: Napoved bilance stanja Skupine Telekom Slovenije za obdobje 2011 - 2015*

<b>V tisoč EUR</b>	<b>2011N</b>	<b>2012N</b>	<b>2013N</b>	<b>2014N</b>	<b>2015N</b>
<b>Dolgoročna sredstva</b>	<b>1.250.222</b>	<b>1.220.919</b>	<b>1.213.938</b>	<b>1.286.880</b>	<b>1.372.507</b>
Neopredmetena sredstva	141.197	130.331	122.371	117.963	116.498
Opredmetena osnovna sredstva	1.040.044	972.171	922.449	894.917	885.767
Dolgoročne finančne naložbe	27.635	59.078	85.486	177.926	261.726
Odložene terjatve za davek	16.374	14.066	14.760	16.031	17.272
Ostala dolgoročna sredstva	24.972	45.272	68.872	80.043	91.243
<b>Kratkoročna sredstva</b>	<b>274.871</b>	<b>293.670</b>	<b>294.716</b>	<b>323.085</b>	<b>340.941</b>
Zaloge	21.189	21.443	21.743	22.113	22.445
Poslovne in druge terjatve	198.825	201.210	204.027	207.496	210.608
Kratkoročne finančne naložbe	13.526	31.024	47.459	68.265	81.289
Denar in denarni ustrezniki	37.300	32.600	17.398	17.694	22.449
Ostala kratkoročna sredstva	4.032	7.392	4.088	7.517	4.150
<b>Sredstva</b>	<b>1.525.094</b>	<b>1.514.587</b>	<b>1.508.654</b>	<b>1.609.966</b>	<b>1.713.448</b>
<b>Kapital</b>	<b>816.321</b>	<b>850.806</b>	<b>891.859</b>	<b>935.741</b>	<b>981.549</b>
<b>Dolgoročne obveznosti</b>	<b>450.115</b>	<b>401.544</b>	<b>356.009</b>	<b>395.531</b>	<b>435.099</b>
Dolgoročne finančne obveznosti	401.097	350.796	304.550	343.197	381.980
Rezervacije	39.693	42.169	42.760	43.487	44.139
Dolgoročno odloženi prihodki	9.325	8.579	8.699	8.847	8.980
<b>Kratkoročne obveznosti</b>	<b>258.658</b>	<b>262.236</b>	<b>260.787</b>	<b>278.694</b>	<b>296.799</b>
Prejeta kratkotročna posojila in krediti	5.578	5.879	2.125	13.478	24.695
Poslovne in druge obveznosti	156.010	157.882	160.092	162.814	165.256
Obveznosti za davek iz dobička	5.990	3.594	1.480	740	370
Kratkoročno odloženi prihodki	23.141	23.419	23.747	24.150	24.513
Vnaprej vračunani stroški in prihodki	30.770	33.847	35.201	38.721	42.594
Druge kratkoročne obveznosti	37.169	37.615	38.142	38.790	39.372
<b>Kapital in obveznosti</b>	<b>1.525.094</b>	<b>1.514.587</b>	<b>1.508.654</b>	<b>1.609.966</b>	<b>1.713.448</b>

Tabela 5: Napoved izkaza poslovnega izida Skupine Telekom Slovenije za obdobje 2011 – 2015

V tisoč EUR	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N
<b>Čisti prihodki od prodaje</b>	<b>847.730</b>	<b>857.903</b>	<b>869.914</b>	<b>884.702</b>	<b>897.973</b>
Drugi prihodki od poslovanja	8.868	8.974	9.100	9.255	9.393
<b>Skupaj poslovni prihodki</b>	<b>856.598</b>	<b>866.877</b>	<b>879.014</b>	<b>893.957</b>	<b>907.366</b>
Skupaj stroški	627.711	592.348	600.641	619.699	637.974
<b>Dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo</b>	<b>228.887</b>	<b>274.529</b>	<b>278.372</b>	<b>274.258</b>	<b>269.392</b>
Amortizacija	194.978	188.739	182.682	176.940	170.615
Skupaj odhodki poslovanja	822.689	781.087	783.323	796.640	808.589
<b>Dobiček iz poslovanja</b>	<b>33.909</b>	<b>85.790</b>	<b>95.691</b>	<b>97.317</b>	<b>98.777</b>
Neto finančni izid	-13.551	-10.382	-6.664	-3.900	3.988
<b>Dobiček pred obdavčitvijo</b>	<b>20.358</b>	<b>75.409</b>	<b>89.026</b>	<b>93.417</b>	<b>102.765</b>
Davek od dobička	4.479	16.590	18.696	19.618	22.608
<b>Čisti dobiček</b>	<b>15.880</b>	<b>58.819</b>	<b>70.331</b>	<b>73.800</b>	<b>80.157</b>

## PRILOGA 5: Pomen tujih izrazov in kratic

<i>Capital asset pricing model</i>	CAPM	model ocenjevanja dolgoročnih sredstev
<i>Capital expenditures</i>	CAPEX	investicije v osnovna sredstva
<i>Corporate valuation</i>		vrednotenje podjetij
<i>Cost of debt</i>	$k_d$	strošek dolžniškega kapitala
<i>Cost of equity</i>	$k_e$	strošek lastniškega kapitala
<i>Debt ratio</i>		stopnja zadolženosti
<i>Default risk</i>		tveganje za neplačilo dolga
<i>Discount cash flow</i>	DCF	diskontirani denarni tok
<i>Discount rate</i>		diskontna mera
<i>Dividend discount model</i>	DDM	dividendno diskontni model
<i>Earnings before interest and taxes</i>	EBIT	dobiček iz poslovanja
<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>	EBITDA	dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo
<i>Enterprise value</i>	EV	celotna vrednost podjetja
<i>Fair market value</i>		tržna vrednost
<i>Fair value</i>		poštena vrednost
<i>Financial leverage</i>		finančni vzvod
<i>Free cash flow to equity</i>	FCFE	prosti denarni tok delničarjev
<i>Free cash flow to firm</i>	FCFF	prosti denarni tok podjetja
<i>GDP per capita</i>		BDP na prebivalca
<i>Gross cash flow</i>		denarni tok iz poslovanja
<i>Intrinsic ali fundamental value</i>		notranja vrednost
<i>Investment value</i>		vrednost za naložbenika
<i>Levered beta</i>	$\beta_L$	beta s finančnim dolgom
<i>Market risk premium</i>	$RP_M$	tržna premija za tveganje
<i>Market value</i>		tržna vrednost
<i>Net operating profit less adjusted taxes</i>	NOPLAT	dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih
<i>Non-operating assets</i>		poslovno nepotrebna sredstva
<i>Option pricing model</i>		model določanja cen opcij
<i>Payout ratio</i>		stopnja dividendnega izplačila
<i>Relative valuation</i>		relativno vrednotenje
<i>Retention ratio</i>		stopnja zadržanega dobička
<i>Return on equity</i>	ROE	donos lastniškega kapitala
<i>Risk</i>		tveganje
<i>Risk free rate</i>	$r_{RF}$	netvegana stopnja donosa
<i>Terminal ali residual value</i>	TV	preostala vrednost
<i>Unlevered beta</i>	$\beta_U$	beta brez finančnega dolga
<i>Weighted average cost of capital</i>	WACC	tehtano povprečje celotnega kapitala