

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

OCENA VREDNOSTI POZAVAROVALNICE SAVA

Ljubljana, julij 2008

KLEMEN RAZBORŠEK

IZJAVA

Študent **Klemen Razboršek** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom profesorja dr. Draška Veselinoviča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 22.7.2008

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 VREDNOST IN VREDNOTENJE PODJETIJ	2
1.1 VZVODI VREDNOSTI	3
1.2 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ	5
1.2.1 Metoda diskontiranih denarnih tokov	5
1.2.2 Metoda relativnega vrednotenja z uporabo multiplikatorjev	6
1.2.3 Model določanja cen opcij	7
1.3 VREDNOTENJE FINANČNIH PODJETIJ	7
1.3.1 Kapital finančnih podjetij	8
1.3.2 Reinvestiranje v finančnih podjetjih	8
1.3.3 Denarni tok finančnih podjetij	9
1.3.4 Uporaba relativnega vrednotenja	10
1.3.5 Posebnosti finančnih podjetij	10
1.4 VREDNOTENJE ZAVAROVALNIC	11
1.5 METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA	13
1.5.1 Strošek lastniškega kapitala in CAPM	13
1.5.2 Netvegana obrestna mera	14
1.5.3 Tržna premija za tveganje	15
1.5.4 Sistematično tveganje lastniškega kapitala (BETA)	16
2.5.5. Preostala vrednost	18
1.6 RELATIVO VREDNOTENJE Z UPORABO MULTIPLIKATORJEV	19
1.6.1 Multiplikator čistega dobička	20
1.6.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti	21
1.6.3 Multiplikator prihodkov	22
2 PREGLED TRGA IN POSLOVANJA SAVE RE	23
2.1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE	23
2.1.1 Slovenija	23
2.1.2 Države zahodnega Balkana	24
2.2 ZAVAROVALNIŠKI TRGI	25
2.2.1 Slovenija	25
2.2.2 Zavarovalniški trgi zahodnega Balkana	26
2.2.3 Smer gibanja zavarovalništva v regiji	28
2.2.4 Konkurenca	28
2.3 POSLOVANJE SKUPINE SAVA RE V LETU 2007	29
3 VREDNOTENJE SKUPINE SAVE RE	31
3.1 NAPOVED POSLOVANJA V PRIHODNIH LETIH	31
3.2 VREDNOTENJE PO METODI DCF	32
3.2.1 Ocena stroška lastniškega kapitala	33
3.2.2 Denarni tokovi lastnikom kapitala	34
3.2.3 Preostala vrednost	35
3.2.4 Vrednost Save Re po metodi diskontiranih denarnih tokov	35
3.3 METODA RELATIVNEGA VREDNOTENJA	37
3.4 POVZETEK VREDNOTENJA	38
SKLEP	39
LITERATURA IN VIRI	41
PRILOGA	1

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Pomembnejši makroekonomski kazalci za Slovenijo</i>	<i>23</i>
<i>Tabela 2: Rast BDP in inflacija v izbranih državah Zahodnega Balkana</i>	<i>24</i>
<i>Tabela 3: Izkaz uspeha Skupine Sava Re do leta 2007 ter napoved do 2010.....</i>	<i>31</i>
<i>Tabela 4: Ocena stroška lastniškega kapitala po letih za Sava Re</i>	<i>33</i>
<i>Tabela 5: Izračun denarnih tokov lastnikom kapitala za obdobje 2008-2012</i>	<i>34</i>
<i>Tabela 6: Diskontirani denarni tokovi v obdobju 2008-2017</i>	<i>36</i>
<i>Tabela 7: Občutljivost delnice na spremembe profitne marže (vrstica) in zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala (stolpec).....</i>	<i>36</i>
<i>Tabela 8: Multiplikatorji primerljivih podjetij.....</i>	<i>38</i>
<i>Tabela 9: Vrednost Sava Re glede na posamezen multiplikator</i>	<i>38</i>

UVOD

Osnovo pravilo investiranja je, da investitor ne plačuje za sredstvo več, kot je le-to vredno. Pravilo na prvi pogled izgleda enostavno in logično, vendar pa se navkljub temu pogosto pozabi, ko smo priča razvoju bikovskemu trga. Oscar Wilde je nekoč zapisal, da je cinik oseba, ki ve ceno vsega in vrednost ničesar. Brez večjih težav bi dandanes lahko označili marsikaterega investitorja za Wildovega cinika, ki se pogosto vede v skladu s teorijo »večjega bedaka«. Teorija pravi, da je vrednost nekega sredstva nepomembna dokler obstaja še »večji bedak«, ki je pripravljen to sredstvo kupiti (Damodaran, 2002, str. 1). Pogosto se na finančnih trgih na takšen način res da ustvarjati dobiček, vendar pa je to nevarna igra, saj se nikoli ne ve ali bo ta »bedak« blizu, ko pride čas za prodajo. Poznati pravo vrednost sredstva je tako nujno, preden se odločimo za nakup ali prodajo le-tega.

V osnovi vrednost vsakega podjetja definirajo rast, zmožnost in višina ustvarjanja pozitivnega donosa investiranega kapitala ter cena kapitala podjetja. Naprej pa na vrednost vplivajo še specifičnosti vsakega podjetja ter informacije na trgu. Zaradi hitrega in obsežnega pretoka informacij se dandanes vrednost podjetij lahko spreminja zelo hitro, včasih upravičeno, pogosto pa ne. Naloga analitikov je, da ob danih informacijah na trgu ocenijo, katere informacije niso pomembne in katere so, ter le-te vključijo v vrednotenje. V preteklosti smo bili na slovenskem trgu kapitala že priča dogodkom, ko so cene delnic podjetij povsem brez podlage poletele v nebo, potem pa enako hitro tudi padle. V izogib podobnemu scenariju v primeru Pozavarovalnice Sava (v nadaljevanju Sava Re) je smiselno preudarno in argumentirano oceniti vrednost le-te in se na podlagi dobljene vrednosti odločiti o smiselnosti investiranja.

Cilj te diplomske naloge je s pomočjo teoretskih modelov in ob danih informacijah o podjetju oceniti pošteno vrednost delnice Save Re. Podjetje je preko postopka javne prodaje delnic v juniju 2008 šele vstopilo na organiziran trg vrednostnih papirjev. Zato je analiza vrednosti podjetja za potencialne investitorje več kot dobrodošel prispevek. Namen analize v tem diplomskem delu ni svetovati bralcu glede nakupa, temveč bralca na primeru Save Re seznaniti z analitskimi orodji ter postopki določanja vrednosti finančnih podjetij oziroma zavarovalnic.

Diplomsko delo je vsebinsko razdeljeno na tri sklope, ki se med seboj dopolnjujejo ter drug drugega nadgrajujejo. Vsak sklop je naprej razčlenjen na podpoglavja, v katerih sem poizkušal predstaviti vsebino bolj podrobno in tako podatki dodatno obrazložitev bodisi izbranih modelov ali svojih odločitev. Zaradi lažje berljivosti so dodatne informacije, specifičnosti ter podrobnosti podane v prilogah, katere je vsebinsko smiselno pregledovati skupaj z glavnim tekstom.

Prvi del diplome je teoretski in predstavlja podlago za druga dela. V prvem poglavju so predstavljeni glavni dejavniki rasti, ki naj bi jih vsak analitik imel pred očmi pri ocenjevanju vrednosti podjetij. Naslednje poglavje na kratko predstavi tri dominantne metode vrednotenja, ki se dandanes uporabljajo pri vrednotenju. V tretjem in četrtem poglavju so predstavljene posebnosti poslovanja in posledično vrednotenja finančnih podjetij oziroma zavarovalnic. Zadnji

dve poglavji prvega dela pa predstavita posamezne postavke znotraj uporabljenih metod vrednotenja, njihov namen ter način uporabe.

Drugi del diplome je razdeljen na tri poglavja. Prva dva se nanašata na makro raven in predstavljata makroekonomsko sliko in stanje zavarovalniškega trga držav, kjer Sava Re posluje. Poleg pregleda preteklih podatkov so podane tudi napovedi in trendi za prihodnja leta. Tretji del zaključí predstavitev poslovanja Sava Re v zadnjih treh letih ter sočasno poda razlage temeljnih kazalnikov ter postavk poslovanja zavarovalnic.

V zadnjem tretjem delu diplome je podana nadgradnja predhodnih dveh delov z vrednotenjem Sava Re. V prvem poglavju je predstavljena napoved poslovanja Sava Re v prihodnjih letih. V drugem in tretjem poglavju pa je podan izračun vrednosti pozavarovalnice na podlagi metod diskontiranih denarnih tokov ter metode relativnega vrednotenja. Tretji del diplome se zaključí z povzetkom vrednotenja v katerem je podano mnenje o ustreznosti uporabljenih modelov ter podanih izračunov. V sklepu so podane bistvene ugotovitve z zaključki in povzetki.

1 VREDNOST IN VREDNOTENJE PODJETIJ

Vsako sredstvo ima svojo vrednost. Ključ do uspešnega investiranja in upravljanja sredstev leži v razumevanju kaj to vrednost je in kaj vpliva nanjo. Da pa bi poznali vrednost sredstva, je tega potrebno oceniti. Ocenjevanju vrednosti sredstev z drugimi besedami pravimo vrednotenje.

Vrednost kot pojem lahko definiramo kot lastnost, ki omogoča menjavo za drugo blago ali denar. Pri tem pa mora imeti blago tako menjalno kot uporabno vrednost, pri čemer je uporabna vrednost nujen pogoj za menjalno vrednost (Norčič, 1994, str. 65). Glede na koncept vrednosti pa vrednost lahko delimo na štiri temeljne oblike: glede na tržno vrednost, notranjo vrednost, vrednost za vlagatelja in pošteno vrednost (Škof, 1994, str. 34). Z vidika vrednotenja nas zanima predvsem notranja oziroma prava vrednost podjetja. Ta naj bi zanimala predvsem portfeljske vlagatelje. Zanje je značilno, da nimajo strateških interesov v podjetju, pač pa iščejo korist v razliki med notranjo in tržno vrednostjo ter v donosnosti sredstva v določenem časovnem obdobju (Pučnik, 2005, str. 4).

Vrednotenje predstavlja ključno vlogo na različnih področjih financ – v korporativnih financah, pri združevanjih in prevzemih podjetij ter pri individualnih naložbah in razpršitvi naložb aktivnih investorjev. Na učinkovitih trgih je vrednotenje uporabno orodje za razlago spreminjanja cene, saj naj bi v skladu s teorijo trg pravilno ocenil vrednost podjetja, vsako odstopanje med tržno in pravo vrednostjo pa naj bi bilo zgolj kratkoročnega značaja (Damodaran, 2002, str. 8). Na neučinkovitih trgih pa je vrednotenje predvsem orodje za določitev poštene vrednosti.

Investicijski analitiki se pri vrednotenju osredotočajo na dva pristopa: na temeljno in tehnično analizo. Za prvo je značilno, da se vrednost nanaša na finančne značilnosti podjetja – dobiček, dividende, stopnjo rasti podjetja, tveganost podjetja ter denarni tok, ki ga ustvarja podjetje.

Nanaša se na daljše časovno obdobje, definirajo pa jo temeljne predpostavke (Damodaran, 2002, str. 8):

1. razmerje med vrednostjo podjetja in finančnimi značilnostmi podjetja je merljivo;
2. razmerje je skozi čas stabilno;
3. odstopanja od razmerij se popravijo v ustrezno kratkem času.

Zagovorniki temeljen analize trdijo, da so tržne cene odraz finančnih rezultatov podjetja in ne vzrok zanje. Zato bi morala odločitev o nakupu vrednostnih papirjev temeljiti na notranji vrednosti in ne na tržnih informacijah. Zagovorniki tehnične analize pa trdijo, da so uspešne naložbe v vrednostne papirje možne samo z vrednotenjem informacij na trgu. Sočasno naj bi nakazovala smer gospodarskih gibanj, ki se odrazijo v cenah delnic, še preden so znani finančni rezultati podjetij primerni za temeljno analizo (Veselinovič, 1995, str. 259-260).

Investitorji bi morali upoštevati oba pristopa pri vrednotenju, pri čemer naj bi temeljna analiza zagotovila, da ima podjetje dobre dolgoročne možnosti, tehnična analiza pa naj bi pripomogla k pravilni določitvi časa vstopa v določen vrednostni papir (Veselinovič, 1995, str. 260). Na daljši rok delniški trgi v osnovi zasledujejo temeljno poslovanje podjetij in ekonomije. Ko nastopi odstopanje, le-to navadno pride s strani posameznega sektorja in le redko traja dalj časa. Odstopanje od temeljev nastopi, ko podjetja, investitorji ali finančniki ne spoštujejo ekonomskih temeljev ali predvidevajo, da so se le-ti spremenili (Koller et al., 2005, str. 5). V nadaljevanju se bom osredotočil na temeljno analizo in prikazal teoretično ozadje vrednotenja in faktorje, ki vplivajo na vrednost podjetja.

1.1 VZVODI VREDNOSTI

Vrednost podjetja se v času spreminja in za razumevanje te dinamike je potrebno vedeti, kateri so tisti vzvodi, ki imajo ključno vlogo pri določanju dolgoročne vrednosti podjetja. V osnovi poznamo dva ključna vzvoda, ki vplivata na vrednost (Koller et al., 2005, str. 57):

1. stopnja rasti, po kateri rastejo prihodki in dobiček podjetja;
2. donos na novo investiran kapital (angl. *Return on invested capital - ROIC*) glede na tehtano povprečje stroškov kapitala (angl. *Weighted average cost of capital - WACC*).

Podjetje, ki ustvari višji donos na enoto investiranega kapitala, je vredno več kot podjetje, ki ustvari s to enoto manj. Enako lahko tudi rečemo, da med podjetjema z enakim donosom na investiran kapital je vredno več tisto, ki raste hitreje. Pokaže se, da dokler je donos na investiran kapital višji kot strošek kapitala, s katerim diskontiramo prosti denarni tok, višja rast ustvari višjo vrednost (Koller et al., 2005, str. 59).

Če sta ROIC in WACC enaka, dodatna rast ne ustvari ali ne uničuje vrednosti. Investitor bi namreč plačal premijo za dodatno rast, če lahko doseže enak donos drugje. Če pa je WACC višji

od ROIC, dodatna rast uničuje vrednost podjetja. Investitor bi namreč zaslužil večji donos, če bi svoj denar investiral drugje. To soodvisnost lahko tudi zapišemo (Koller et al., 2005, str. 61-62):

$$Vrednost\ podjetja = \frac{FCF}{WACC - g} \quad (1)$$

Kjer je:

FCF = prosti denarni tok (angl. *Free cash flow*)

WACC = tehtano povprečje stroškov kapitala

g = rast operativnega dobička podjetja popravljenega za davke (angl. *Net operating profit less adjusted taxes - NOPLAT*)

$$\begin{aligned} FCF &= NOPLAT - \text{neto investicije} \\ &= NOPLAT - (NOPLAT * IS) \\ &= NOPLAT * (1 - IS) \end{aligned} \quad (2)$$

pri čemer je investicijska stopnja (IS) definirana kot:

$$IS = \frac{\text{Neto investicije}}{NOPLAT} \quad \text{oziroma} \quad IS = \frac{g}{ROIC} \quad (3)$$

Če sedaj enačbi (2) in (3) združimo, dobimo:

$$FCF = NOPLAT \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right) \quad (4)$$

Zgornjo enačbo (4) vstavimo v enačbo (1), iz nje pa lahko definiramo vrednost podjetja kot:

$$Vrednost\ podjetja = \frac{NOPLAT * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g} = \frac{FCF}{WACC - g} \quad (5)$$

Enačba (5) nima pretirane uporabne vrednosti pri izračunavanju v praksi, vendar pa predstavlja temelj za razumevanje, kaj vpliva na vrednost podjetja: rast podjetja, ROIC in strošek kapitala. Koller (2005, str. 73) dokazuje, da ti temelji resnično ustvarjajo vrednost tudi na trgu. Raziskava, ki je vključevala 130 zahodnih podjetij v obdobju 1963-2001 kaže, da so podjetja z višjimi stopnjami rasti dosegala višjo tržno vrednost samo v primeru, če so lahko ustvarjala višji ROIC kot so bili stroški le-tega (blizu povprečnemu ROIC v gospodarstvu).

Na dolgoročno vrednost podjetja torej vpliva zmožnost podjetja, da ustvarja višjo donosnost investiranega kapitala kot je strošek le tega (pozitivna neto sedanja vrednost), ter zmožnost rasti podjetja. Pozitivna neto sedanja vrednost projektov podjetja in pa rast podjetja se odražajo v

denarnih tokovih, ki tako ustvarjajo vrednost podjetja. Navadno imajo že majhne spremembe v teh temeljih velik vpliv na končno vrednost podjetja.

1.2 METODE VREDNOTENJA PODJETIJ

V literaturi in praksi se uporabljajo številne metode vrednotenja, izpeljanke modelov in poizkusi poenostavitve vrednotenja. Vse to v težnji, da bi čim bolj natančno in z čim manj predpostavkami lahko ocenili vrednost podjetja. Vendar pa imajo vsi ti modeli določene skupne temelje, na podlagi katerih jih delimo na tri metode (Damodaran, 2002. str. 11): metoda diskontiranih denarnih tokov, relativno vrednotenje ter opcijski model vrednotenja.

1.2.1 Metoda diskontiranih denarnih tokov

Metoda diskontiranih denarnih tokov (angl. *Discount cash flow - DCF*) temelji na principu sedanje vrednosti. Vrednost podjetja po tej metodi je odvisna od sedanje vrednosti vseh pričakovanih denarnih tokov, ki jih ustvarjajo sredstva podjetja. Pri tem je denarni tok definiran kot ves denar, ki bi lahko bil izplačan v obliki dividend, ne glede na to ali bo izplačan v obdobju, ko je nastal ali v prihodnjih obdobjih (Reilly & Brown, 2003, str. 377).

Implicitna predpostavka modela je, da se prosti denarni tok, ki se ne uporablja za izplačilo v obliki dividend, investira z namenom pridobitve za tveganje popravljenega donosa. Kadar investicija prinese za tveganje popravljeno stopnjo donosa, ta nima ne negativnega in ne pozitivnega učinka na vrednost podjetja in ima enak učinek kot denarni tok (Damodaran, 2002, str. 11). Povsem posplošeno obliko vrednosti podjetja lahko zapišemo kot (Reilly & Brown, 2003, str. 379):

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (6)$$

Kjer je:

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

n = število obdobj

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

Model DCF je sicer vsesplošno in najbolj pogosto uporabljen model med vsemi, vendar pa v določenih situacijah ni najboljši in lahko hitro naleti tudi na probleme. Med temi situacijami Damodaran (2002, str. 16-18) navaja naslednje:

1. podjetja v težavah in podjetja, ki so v procesu prestrukturiranja;
2. podjetja v cikličnih panogah;
3. podjetja z neoperativnimi sredstvi, ki ne ustvarjajo denarnega toka;
4. podjetja s patenti in licencami;
5. podjetja vpletena v prevzeme ter privatna podjetja.

1.2.2 Metoda relativnega vrednotenja z uporabo multiplikatorjev

Cilj relativnega vrednotenja je dobiti oceno vrednosti (delnic) podjetja na podlagi primerjave s ceno (delnic) podobnih podjetij na trgu. Sloni na tržnih podatkih in je namenjeno določanju vrednosti podjetja z uporabo standardiziranih spremenljivk oziroma multiplikatorjev (razmerja med ceno delnice in dobičkom, denarni tokom, knjigovodsko vrednostjo ali prihodki na delnico). Kadar uporabljamo relativno vrednotenje predhodno predpostavljamo, da trg v povprečju pravilno vrednoti podjetja, pri posameznih vrednostih podjetij pa lahko dela napake, ki pa se s časom odpravijo (Damodaran, 2002, str. 18).

Pri metodi diskontiranih denarnih tokov (DCF) je cilj določiti vrednost podjetja na podlagi denarnih tokov, rasti podjetja in tveganja, ki se nanaša na poslovanje podjetja. Pri relativnem vrednotenju pa je cilj določiti vrednost podjetja na podlagi primerjav multiplikatorjev (kazalcev vrednotenja) in primerjave le-teh z drugimi podjetji na trgu. S tem pristopom ocenimo vrednost podjetja, ki je podvržena trenutnim razmeram na trgu in ni nujno, da se sklada z vrednotenjem po metodi DCF.

Relativno vrednotenje je podlaga za večino vrednotenj na »Wall Streetu«. Tako je blizu 90 odstotkov analiz vrednotenja delnic narejeno po metodah relativnega vrednotenja ter več kot 50 odstotkov vseh vrednotenj pri prevzemih. Cilj mnogih vrednotenj na podlagi DCF pa je podpreti vrednost, ki jo analitiki dobijo z metodo relativnega vrednotenja. Preostala vrednost, ki predstavlja pomemben delež vrednosti pri metodi DCF, se pogosto izračunava prav na podlagi relativnega vrednotenja (Damodaran, 2001, poglavje 7, str. 2).

Glavni razlogi za popularnost metode relativnega vrednotenja so po mnenju Damodarana (2001, poglavje 8, str. 1) naslednji:

- vrednotenje na podlagi multiplikatorjev in primerljivih podjetij je možno opraviti z veliko manj predpostavkami kot pri modelu DCF;
- za nepoučene vlagatelje je razumevanje te metode enostavnejše in pogosto je predstavitev vrednotenja na podlagi te metode lažje razumljiva;
- relativno vrednotenje dosti bolj odraža razpoloženje trga, saj meri relativno vrednost in ne absolutne, notranje vrednosti podjetja.

Med temeljnimi pomanjkljivostmi modela pa so (Damodaran, 2002, str. 454):

- enostavnost, s katero izvajamo relativno vrednotenje (postavitev kazalcev vrednotenja in primerljivih podjetij), se lahko odrazi v nekonsistentnih ocenah vrednosti, kjer se pozabi na temelje spremenljivke vrednosti kot so tveganje, rast in denarni tok podjetja;
- dejstvo, da kazalci vrednosti odražajo tržno razpoloženje, lahko vpliva na previsoko ali prenizko vrednost podjetja, kadar so na trgu primerljiva podjetja ocenjena previsoko ali prenizko;

- pomanjkanje transparentnosti pri predpostavkah multiplikatorjev omogoča večje možnosti manipulacije pri vrednotenju.

Pri metodi DCF predpostavljamo, da trg dela napake, da se te zgodijo lahko tudi na ravni sektorja ali celo celotnega trga in da se te napake sčasoma odpravijo. Ko ocenjujemo vrednost podjetja na podlagi relativnega vrednotenja pa predpostavljamo, da navkljub napakam pri vrednotenju posameznih podjetij, trg v povprečju pravilno vrednoti podjetja.

1.2.3 Model določanja cen opcij

Model določanja cen opcij (angl. *Option pricing theory*) temelji na sistemu vrednotenja opcij pri katerem predpostavljamo, da se opcija izvrši šele potem, ko doseže določeno vrednost. Podjetje se lahko vrednoti kot opcija, če so donosi funkcija bazičnih sredstev. Kot nakupna opcija se vrednoti, če so donosi odvisni od prihodnjih višjih vrednosti začetnih sredstev. Kot prodajna opcija pa, če se donosi povečujejo s padanjem bazičnih sredstev pod začetno vrednost. Tovrsten način vrednotenja je uporaben, kadar ima podjetje v lasti na primer neke patente, ki so ključni za poslovanje, ali pa še neizkoriščene naravne vire. V splošnem pa je model zelo teoretičen, praktična aplikacija pa zelo težavna ter lahko vsebuje veliko napak pri ocenjevanju (Damodaran, 2002, str. 23).

1.3 VREDNOTENJE FINANČNIH PODJETIJ

Banke, zavarovalnice ter druga podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli, z vidika vrednotenja predstavljajo poseben izziv. Navkljub številnim posebnostim pa imajo finančna podjetja mnogo skupnega z nefinančnimi. Poskušajo biti dobičkonosna, delujejo v konkurenčnem okolju in se temu primerno obnašajo ter poizkušajo rasti in širiti svojo dejavnost skozi čas. V kolikor so prisotne na trgu vrednostnih papirjev, so ocenjena glede na donos, ki ga ustvarjajo za delničarje, enako kot nefinančna podjetja (Damodaran, 2002, str. 575).

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja navadno ločimo tekoče poslovanje ter finančne prihodke ter odhodke. Do prostega denarnega toka tako pridemo po naslednjem postopku (Brigham & Daves, 2004, str. 205):

$$\begin{aligned}
 & \text{Dobiček iz poslovanja (angl. Earnings before interest and taxes - EBIT)} & (7) \\
 & - \text{prilagojen davek na dobiček} \\
 & = \text{Dobiček iz poslovanja po davkih (angl. NOPLAT)} \\
 & + \text{Amortizacija} \\
 & - \text{Naložbe v osnovna sredstva (angl. Capital expenditure - CAPEX)} \\
 & - \text{Sprememba obratnega kapitala (angl. Net working capital - NWC)} \\
 & = \text{Prosti denarni tok podjetja (angl. Free cash flow to firm - FCFF)}
 \end{aligned}$$

Narava poslovanja finančnih podjetij pa je takšna, da ne moremo posebej ločiti tekočega poslovanja od finančnih prihodkov in odhodkov, ker le-ti predstavljajo temelj njihovega

poslovanja. Kapital je tako potrebno definirati drugače kot pri nefinančnih podjetjih, saj dolg pri teh predstavlja temelj poslovanja in ne vir kapitala. Drugi problem pa se nanaša na delovni kapital, ki se osredotoča na operativna sredstva podjetja in financiranje le-teh. Lahko rečemo, da zato nastane problem definiranja reinvestiranja v podjetju (Koller et al., 2005, str. 663-664).

1.3.1 Kapital finančnih podjetij

Pri nefinančnih podjetjih predstavljata kapital podjetja lastniški kapital in finančni dolg. Na finančni dolg tako gledamo kot na vir kapitala podjetja. Pri finančnih podjetjih pa je ta povezava drugačna. Dolg je za finančna podjetja to, kar je les za mizarja. Torej nekaj, kar se lahko pretvori v produkt, prodaja po višji ceni ter tako ustvari donos. Posledično kapital finančnih podjetij definiramo ožje kot pri nefinančnih. Ta predstavlja zgolj lastniški kapital, ne pa tudi dolga.

Definicija kapitala finančnih podjetij, ki se nanaša zgolj na lastniški kapital, je dodatno oblikovana še s strani regulatorja v posamezni državi. Finančna podjetja imajo praviloma visok finančni vzvod¹, ki izhaja iz narave njihovega poslovanja – depoziti ali zavarovalne police kot prihodek ter posojanje denarja oziroma investiranje le tega kot odhodek. To poslovanje se nanaša na poslovanje s tujim denarjem (denarjem strank), kar predstavlja za upnika denarja veliko stopnjo tveganja. Zato regulator na trgu (centralna banka ali agencija) navadno zahteva, da se tveganje razdeli tudi na podjetje s tem, da banka ali zavarovalnica financira del poslovanja z lastniškim kapitalom in na ta način tvega tudi »lasten« denar. Tako regulator na trgu poskrbi, da finančna podjetja ne dosegajo visokih donosov zgolj z visokim finančnim vzvodom (Koller et al., 2005, str. 665).

Čeprav so zahteve regulatorjev med državami različne, pa se navadno nanašajo na področja kapitalske ustreznosti, omejitve v tvegane naložbe ter omejitve vstopa v panogo oziroma združevanja ter prevzemov znotraj panoge (Damodaran, 2002, str. 578). Z vidika vrednotenja je te omejitve pri napovedovanju prihodnjega poslovanja ter pri računanju tveganosti podjetja potrebno upoštevati. Zato pri zunanjem vrednotenju, ko nimamo popolnih informacij o kapitalski ustreznosti finančne institucije, pogosto lahko predpostavljamo, da je količina potrebnega lastnega tveganja v obliki lastniškega kapitala za poslovanje enaka knjigovodski vrednosti lastniškega kapitala podjetja (Koller et al., 2005, str. 666).

1.3.2 Reinvestiranje v finančnih podjetjih

Druga posebnost finančnih institucij se nanaša na reinvestiranje v podjetju. Naložbe v osnovna sredstva ter obratni kapital predstavljajo temelj za rast podjetja. Vendar pa merjenje obeh predstavlja problem. Finančna podjetja primarno investirajo v neopredmetena sredstva, kot so dobro ime podjetja ter upravljanje s človeškimi viri. To pa nista postavki denarnega toka, temveč izkaza uspeha. Obratni kapital predstavlja še večji problem. V grobem ga definiramo kot razliko med kratkoročnimi sredstvi ter obveznostmi. Velik del bilance finančnih podjetij predstavljata ti

¹ Angl. *Financial leverage*: pomeni razmerje med finančnim dolgom podjetja ter lastniškim kapitalom podjetja.

dve kategoriji, spremembe znotraj teh dveh kategorij pa so lahko zelo velike ter volatilne in nimajo nobene povezave s prihodnjim reinvestiranjem (Damodaran, 2002, str. 578).

Zaradi težav pri merjenju reinvestiranja v podjetju naletimo na dva praktična problema. Prvi je, da ne moremo ocenjevati denarnega toka ne da bi poznali obratni kapital podjetja in naložbe v osnovna sredstva. Druga težava pa je, da je ocenjevanje rasti podjetja mnogo težje, ko je reinvestiranje v podjetju težko merljivo. V primeru finančnih podjetij se tako reinvestiranje ne nanaša na sredstva podjetja, temveč na zagotavljanje kapitalske ustreznosti oziroma minimalnega kapitala. To je potreben kapital, ki ga podjetju predpisuje regulator na trgu. Povečanje minimalnega kapitala zmanjšuje kreditno sposobnost podjetij, posledično pa je tudi njihova rast nižja (Damodaran, 2002, str. 579-603).

1.3.3 Denarni tok finančnih podjetij

Za ocenjevanje vrednosti finančnih podjetij po metodi DCF namesto prostega denarnega toka podjetja² (FCFF) uporabljamo prosti denarni tok lastnikom kapitala³ (FCFE). Glavni razlog stoji v definiciji kapitala podjetja, ki se v primeru finančnih podjetij nanaša zgolj na lastniški kapital. Denarni tok lastnikom kapitala definiramo na naslednji način (Reilly & Brown, 2003, str. 447):

$$FCFE = \text{Čisti dobiček} + \text{Amortizacija} - \text{Capex} - \Delta WC + \Delta \text{Dolg} \quad (8)$$

Kjer je:

Capex = investicije v osnovna sredstva

ΔWC = sprememba obratnega kapitala

ΔDolg = sprememba finančnega dolga

Ker pri finančnih podjetjih ne moremo oceniti investicij v osnovna sredstva in sprememb obratnega kapitala, ne moremo direktno oceniti FCFE. Zato uporabimo prilagojeno obliko modela FCFE (Koller et al., 2005, str. 664):

$$FCFE = NI - \Delta \text{min. } E + \Delta \text{Dolg} \quad (9)$$

Kjer je:

NI = Čisti dobiček (angl. *Net income* - NI)

$\Delta \text{min. } E$ = povečanje potrebnega kapitala, določenega s strani regulatorja

Čisti dobiček podjetja so potencialno razpoložljivi prihodki za delničarje po tem, ko podjetje plača vse stroške in davke. Vendar pa čisti dobiček podjetja sam po sebi ni denarni tok. Podjetje za financiranje poslovanja in rast potrebuje kapital. Del kapitala, določenega s strani regulatorja na trgu, mora nameniti za zmanjševanje tveganja strank, zagotavljanje solventnosti poslovanja in preprečevanja moralnega hazarda (Yee Chong, 2004, str. 167). V nasprotnem primeru bi bilo

² Angl.: *free cash flow to firm* - FCFF

³ Angl.: *free cash flow to equity* - FCFE

razmerje med dolgom, ki v primeru finančnih podjetij predstavlja dolg do strank, in kapitalom previsoko, to pa bi pomenilo alarm za regulatorja in stranke podjetja, saj bi podjetje lahko postalo prezadolženo ali celo nesolventno⁴. Hkrati pa se s tem, ko podjetje del kapitala namenja za zagotavljanje kapitalske ustreznosti, pa se zmanjšuje denarni tok lastnikom kapitala, ki bi ga lahko podjetje namenilo za izplačilo dividend (Koller et al., 2005, str. 664).

Tretjo postavko FCFE predstavlja neto sprememba finančnega dolga. Denarna sredstva, ki jih podjetje dobi v obliki kredita, predstavljajo pozitiven pritok z vidika delničarjev, saj jih podjetje lahko nameni za izplačilo dividend. Na drugi strani pa plačilo dolga pomeni negativen tok z vidika lastnikov podjetja, saj podjetje denar, ki bi ga lahko namenilo za dividende, usmeri stran od podjetja.

1.3.4 Uporaba relativnega vrednotenja

Pri vrednotenju finančnih podjetij po metodi DCF torej uporabljamo prosti denarni tok lastnikom kapitala (FCFE). Enak pristop se uporablja tudi pri ocenjevanju vrednosti z metodo relativnega vrednotenja, kjer se kot najustreznejši uporabljajo multiplikatorji lastniškega kapitala, kot sta multiplikator knjigovodske vrednosti kapitala (P/BV) ter multiplikator čistega dobička (P/E).

Multiplikator čistega dobička (P/E) nam pove, koliko denarnih enot mora kupec ene delnice odšteti za enoto čistega dobička na delnico. Je rezultat funkcije rasti, tveganja in deleža izplačanega dobička. Posebnost v primeru finančnih podjetij je v tem, da ta ustvarjajo rezervacije za slaba posojila, posledično pa zmanjšujejo vrednost dobička in povečujejo vrednost multiplikatorja. Zato imajo podjetja s konzervativnim pristopom do visokih rezervacij pogosto neupravičeno visoke multiplikatorje in to je potrebno pri interpretaciji le-teh upoštevati (Damodaran, 2002, str. 596).

Multiplikator knjigovodske vrednosti kapitala (P/BV) nam pove, koliko denarnih enot mora kupec ene delnice odšteti za enoto knjigovodske vrednosti delnice. Podjetja z višjo pričakovano rastjo, višjo donosnostjo lastniškega kapitala (angl. *Return on equity* - ROE), višjim deležem čistega dobička za dividende ter nižjim tveganjem imajo višjo vrednost multiplikatorja P/BV. Povezanost med P/BV in ROE je pri finančnih podjetjih večja kot pri nefinančnih, ker knjigovodska vrednost lastniškega kapitala mnogo bolj upošteva tržno vrednost lastniškega kapitala investiranega v že obstoječa sredstva (Damodaran, 2002, str. 600).

1.3.5 Posebnosti finančnih podjetij

Finančna podjetja imajo nekatere posebnosti, ki jih pri nefinančnih podjetjih v tovrstnih oblikah ne najdemo. Rezervacije za izgube, vpliv regulatorja na tveganje in vrednost podjetja ter državne pomoči so dejstva, ki jih je potrebno pri vrednotenju finančnih podjetij upoštevati.

⁴ Če je podjetje nesolventno pomeni, da je nezmožno plačevati svoje dolgoročne obveznosti.

Banke in zavarovalnice pogosto ustvarjajo rezervacije za pričakovane prihodnje izgube. Te rezervacije zmanjšujejo vrednost tekočega dobička, ker se uporabljajo za pokritje prihodnjih izgub. V času gospodarske ekspanzije so navadno izgube manjše, v času recesije pa večje. V nekem daljšem časovnem obdobju bi tako morala biti vsota rezervacij in izgub enaka nič. Tako lahko podjetja uspešno izravnajo dobiček skozi čas. Problem pa nastane, ko podjetja konstantno ustvarjajo preveč ali premalo rezervacij. Takrat je potrebno v analizi vrednost čistega dobička popraviti za vrednost razlike med dejanskimi in načrtovanimi rezervacijami in izgubami (Damodaran, 2002, str. 601).

Vpliv regulatorja na trgu ima lahko vpliv pri ocenjevanju stroška lastniškega kapitala. Do popravka lahko pride, kadar je neko podjetje na trgu dominantno in je lahko vpliv regulatorja na trgu prevelik. Takrat je potrebno dodati premijo za tovrstno tveganje. Največji vpliv na poslovanje ima lahko regulator prek denarnega toka, saj lahko vpliva na investicijsko politiko podjetja ter tako povzroča nižje donose, kot bi jih sicer lahko podjetje dosegalo. To je še posebej pomembno pri uporabi relativnega vrednotenja, ko med seboj primerjamo podjetja, ki so podrejena različnim regulativnim zahtevam v različnih državah (Damodaran, 2002, str. 601-602).

1.4 VREDNOTENJE ZAVAROVALNIC

V kontekstu te diplomske naloge me zanimajo zavarovalnice in njihovo poslovanje. V splošnem delimo zavarovalnice na tri tipe (Copeland et al., 2002, str. 449):

1. **življensjske zavarovalnice:** ponujajo dolgoročne police, ki se zavarovancem izplačujejo kot pokojninske anuitete;
2. **premoženjske zavarovalnice:** ponujajo premoženjska in nezgodna zavarovanja;
3. **pozavarovalnice:** ponujajo zavarovanja zavarovalnicam za tveganja, ki so za same zavarovalnice prevelika.

Zavarovalnice dobivajo plačila (prihodke), ki jih imenujemo **premije**, od svojih strank (zavarovancev) za ponujene storitve vnaprej, še preden imajo zavarovanci od tega korist. Časovna razporeditev denarnih tokov je tako ravno obratna kot pri nefinančnih podjetjih. Ta morajo v prvi fazi investirati v projekte, da lahko v kasnejših fazah dobivajo denarni tok. Zavarovalnice pa imajo denarne tokove v prvi fazi v obliki premij, v drugi fazi pa izplačujejo rento ali določeno ugodnost svojim zavarovancem. Prav zaradi te oblike so zavarovalnice močno regulirane, saj je le tako mogoče preprečiti nesolventnost. Če bi namreč zavarovalnica zašla v težave ali celo bankrotirala, bi za zavarovance to pomenilo izgubo obljubljenih ugodnosti oziroma rent, ki so jih že plačali (Copeland et al., 2002, str. 450).

Največjo postavko v obveznostih v bilanci stanja predstavljajo rezerve in rezervacije. Te predstavljajo sedanjo vrednost prihodnjih obveznosti zavarovalnice do svojih zavarovancev. Predstavljajo razliko med sedanjo vrednostjo prihodnjih obveznosti in sedanjo vrednostjo prihodnjih premij. Na strani sredstev pa največjo postavko predstavljajo investicije.

Zavarovalnice ustvarjajo vrednost na dva načina. Prvič, na strani obveznosti poskušajo beležiti zavarovalne police tako, da je sedanja vrednost prihodnjih obveznosti manjša od sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov v obliki premij. Drugič, na strani sredstev zavarovalnice ustvarjajo dodano vrednost z investiranjem dobljenih premij po višjih stopnjah kot je zahtevano glede na njihovo tveganost. Ko so premije plačane, se prejeti denar investira na strani sredstev zavarovalnice in prihodki iz teh investicij predstavljajo pomemben del prihodkov zavarovalnice (Copeland et al., 2002, str. 452).

Pri uporabi vrednotenja po metodi DCF se obveznosti kot so dolg in rezervacije obravnavajo kot del poslovanja zavarovalnic, ne kot del financiranja. Stroški obresti se odštejejo od čistega dobička preden izračunamo ocenjeni denarni tok iz poslovanja. Povečanje celotnega dolga pa se iz vidika lastnikov kapitala obravnava kot pozitivni denarni tok. Tako spremembe v strukturi kapitala ne vplivajo zgolj na strošek kapitala, ampak vplivajo tudi na denarni tok (Copeland et al., 2002, str. 452-455).

Definicija posameznih postavk denarnega toka je pri zavarovalnicah nekoliko drugačna. Nedenarni stroški in odhodki se navadno nanašajo na amortizacijo. V primeru zavarovalnic pa se nanašajo na spremembo tehničnih rezervacij na strani obveznosti. Sprememba rezervacij ima direkten vpliv na dobiček podjetja in bi se morala kot sprememba nedenarnih stroškov dodati neto dobičku kot del FCFE. Vendar pa to ni tako.

Capex se navadno nanaša na investicije v osnovna sredstva, ki pa v primeru zavarovalnic ni bistven za poslovanje in ga zato ne upoštevamo. Ocena tega je sicer pri zavarovalnicah bolj težavna, saj mora vsebovati tudi spremembe v tehničnih rezervacijah in povečanje lastniškega kapitala za zadovoljitev kapitalske ustreznosti zavarovalnice. Zavarovalnica mora del premij nameniti med tehnične rezervacije za zagotovitev plačil svojim strankam (Goldfarb, 2005, str. 19-20). Ker so investicije v denarnem toku negativna postavka, katerih del so spremembe tehničnih rezervacij, nedenarni stroški pa predstavljajo pozitivno postavko, se med seboj učinka izničita. Posledično pa sprememba v tehničnih rezervacijah nima vpliva na denarni tok lastnikom kapitala.

Drugi del investicij se nanaša na povečanje potrebnega kapitala za zagotavljanje kapitalske ustreznosti. Zavarovalnice morajo investirati sredstva, da lahko prodajajo zavarovalne police. Večji del sredstev se nanaša na prejete premije s strani strank, v delu (določeno s strani regulatorja) pa mora s svojim kapitalom sodelovati zavarovalnica. Zagotavljanje minimalnega kapitala z vidika podjetja pomeni investicijo in neto zmanjšanje denarnega toka zavarovalnice (Goldfarb, 2005, str. 19-20).

Dodatno moramo k temu prišteti še kapital, ki ga podjetje potrebuje, da zagotavlja »visoko« bonitetno oceno. Zmožnost rasti in doseganje dobičkonosnosti je namreč vezana na javno dojemanje finančne moči in kreditne sposobnosti zavarovalnice (Goldfarb, 2005, str. 19-20).

1.5 METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

V tem delu bom predstavil teoretična izhodišča posameznih postavk metode DCF, ki se v praksi uporabljajo pri vrednotenju podjetij. Kot sem argumentiral že v poglavju 1.2 o vrednotenju finančnih podjetij, se bom pri tej metodi osredotočil na model FCFE.

Pri ocenjevanju podjetja z metodo DCF navadno diskontiramo proste denarne tokove s tehtanim povprečjem stroškov kapitala. Ta predstavlja oportunitetni strošek za investitorja, ker daje svoja sredstva podjetju namesto nekemu drugemu podjetju z enako stopnjo tveganosti (Koller et al., 2005, str. 291). Pri finančnih podjetjih pa uporabljamo metodo FCFE, zato namesto tehtanih povprečnih stroškov kapitala kot diskontno stopnjo uporabljamo zgolj strošek lastniškega kapitala.

1.5.1 Strošek lastniškega kapitala in CAPM

Strošek lastniškega kapitala je donosnost, jo investitor pričakujejo glede na izpostavljenost tveganju zaradi naložbe. Z vidika vodstva podjetja pa donosnost, ki jo morajo ustvariti, da zadostijo pričakovanjem investorjev. Za izračun moramo določiti pričakovano stopnjo donosa investorjev na delnico podjetja, ki ga ocenjujemo.

Ker direktno te ni mogoče oceniti, si moramo pomagati z modelom, ki pretvori tveganje v pričakovan donos. Med najpogostejše uporabljenimi modeli najdemo CAPM (angl. *Capital assets price model*), Fama-French tri faktorski model ter APT model (angl. *Arbitrage pricing theory*) (Koller et al., 2005, str. 294). Izmed vseh treh je CAPM najbolj pogosta metoda za ocenitev pričakovanega donosa, zato se bom osredotočil le na ta model.

CAPM je teoretični model o tržnih ravnovesnih cenah tveganih naložb. Temelji na portfeljski teoriji diverzifikacije tveganja. Temeljna ideja modela je, da naj bi bil vlagatelj na učinkovitem trgu kapitala nagraden le za prevzemanje sistematičnega tveganja, ki se ga z razpršitvijo ne da odpraviti. Ker ljudje v splošnem niso naklonjeni tveganju, mora biti pričakovana donosnost delnic pozitivno odvisna od višine sistematičnega tveganja delnice oziroma njene bete, da investorji sprejmejo tvegane vrednostne papirje.

Ta pričakovanja so po mnenju Bodie (1998, str. 300) utemeljena, saj je racionalni vlagatelj pripravljen vložiti v nadpovprečno tvegano naložbo le, če lahko zato pričakuje nadpovprečno donosnost. Model določajo naslednje predpostavke (Reilly & Brown, 2003, str. 239):

- trg kapitala je učinkovit in vsi udeleženci na trgu imajo popolne informacije, ki se odražajo v cenah vrednostnih papirjev;
- na trgu so investitorji, ki so nenaklonjeni tveganju in vsak želi maksimizirati donosnost svoje naložbe ob danem tveganju;
- na trgu ni transakcijskih stroškov in davkov;

- porazdelitev donosnosti naložb je normalna, investitorji imajo enako mnenje o vrednosti porazdelitvi pričakovanih donosnosti posameznih naložb, standardni odklon pa investitorjem predstavlja mero za tveganje;
- podjetje se financira izključno z lastniškim kapitalom.

Navkljub dejstvu, da v praksi te predpostavke ne veljajo, pa je CAPM model eden najbolj pogosto uporabljenih modelov za ocenitev pričakovane donosnosti lastniškega kapitala. V nekoliko poenostavljeni verziji, ki se uporablja v praksi, model pravi, da je pričakovana stopnja donosa na katerikoli vrednosti papir enaka netvegani obrestni meri, povečani za produkt sistematičnega tveganja lastniškega kapitala ter tržne premije za tveganje (Koller et al., 2005, str. 294):

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f], \text{ pri čemer je } E(R_m) - r_f \text{ tržna premija za tveganje,} \quad (10)$$

kjer je:

$E(R_i)$ = pričakovana donosnost lastniškega kapitala

$E(R_m)$ = pričakovana donosnost trga

r_f = netvegana obrestna mera

β_i = sistematično tveganje lastniškega kapitala

1.5.2 Netvegana obrestna mera

Netvegana obrestna mera nam pove, kakšno donosnost na investiran kapital lahko pričakujemo, če tveganje ni prisotno. Pogoji, da lahko govorimo o netvegani obrestni meri je, da je dejanski donos vedno enak pričakovanemu. Zato sta potreba dva pogoja (Damodaran, 2002, str. 154-155):

1. **Ne sme obstajati tveganje neplačila.** Še tako velika podjetja imajo tveganje neplačila, zato lahko kot edini primeren netvegan vrednostni papir vzamemo državne obveznice z najvišjo boniteto (AAA). Razlog ni v tem, ker bi bile države bolj vodene kot podjetja, temveč v tem, da država bedi nad »tiskarno denarja«.
2. **Ne sme obstajati tveganje reinvestiranja.** Pri reinvestiranju prihaja do spremembe obrestne mere, za katero pa ne vemo, kakšna bo v času reinvestiranja. Zato so kot netvegane primerne le državne obveznice z dovolj dolgim rokom dospelosti.

Kot netvegano obrestno mero se v praksi najpogosteje uporablja državne obveznice z dospelostjo med 10 in 30 let. Nekakšen vsesplošen konsenz v literaturi pa je, da je 10 letna obveznica najbolj primerna za netvegano obrestno mero. Razlogi so naslednji (Brigham & Daves, 2004, str. 302):

- 10 letna obveznica se sklada s številom let, za katere se da dovolj dobro oceniti denarni tok podjetja;
- 10 letno obdobje sovpada z obdobjem, za katerega se ocenjuje sistematično tveganje (β);

- kratkoročne obveznice (obveznice z zapadlostjo do 5 let) so bolj volatilne kot dolgoročne, medtem ko so dolgoročne (30 letna obveznica) bolj podvržene spremembam v inflaciji;
- 10 letne obveznice so najbolj likvidne obveznice na razvitih trgih, zato so manj občutljive na nenadne velike spremembe cen in donosnosti.

Za ZDA velja, da so 10 letni T-bondi najbolj primerljivi netvegani obrestni meri. V Evropi pa naj bi bila nemška 10 letna Evro obveznica najboljši približek netvegane obrestne mere. Nemška obveznica naj bi imela v primerjavi z obveznicami drugih evropskih držav, ki imajo enako visoko bonitetno oceno (AAA) kot Nemčija, večjo likvidnost ter manjše kreditno tveganje (Koller et al., 2005, str. 296). Prav zato se pogosto v vseh državah Evro območja uporablja nemška 10 letna Evro obveznica kot netvegana obrestna mera.

1.5.3 Tržna premija za tveganje

Tržno premijo za tveganje definiramo kot razliko med pričakovano donosnostjo, ki jo dobimo na trgu ob popolni diverzifikaciji, ter donosnostjo netvegane obrestne mere. Če izgleda definicija na prvi pogled enostavno, pa v praksi naletimo na mnoge težave. V splošnem bi metode ocenitve tržne premije za tveganje razdelili v tri skupine: ocenjevanje prihodnje tržne premije za tveganje na podlagi zgodovinskih podatkov, uporaba regresijskih modelov za izračun povezave med trenutnimi tržnimi spremenljivkami ter izračun na podlagi pričakovanih prihodnjih vrednosti (Koller et al., 2005, str. 298).

Najbolj standarden način ocenjevanja tržne premije za tveganje je na podlagi preteklih podatkov. Pri tem načinu primerjamo pretekle donose delnic z preteklimi donosi netveganih vrednostnih papirjev (državnih obveznic). Dobljena razlika na letni ravni pa predstavlja zgodovinsko tržno premijo za tveganje, ki je tudi najboljši pokazatelj prihodnje pričakovane premije za tveganje. Vendar pa so izračuni v literaturi različni in višina premije niha med 4% in 12%. Razlike nastanejo zaradi (Derrig & Orr, 2003, str.7-12):

- **Preučevanega časovnega obdobja.** Na eni strani imamo zagovornike uporabe čim daljše časovne vrste, kjer je standardna napaka tržne premije čim manjša. Na drugi strani pa tiste ki pravijo, da se nenaklonjenost tveganju v času zmanjšuje, posledično pa mora biti uporabljena časovnih vrsta krajša.
- **Uporabe povprečja.** Po izbiri časovnega obdobja naletimo na novo težavo v obliki načina izračunavanja letnega povprečja v časovni vrsti, saj lahko uporabimo aritmetično ali geometrično povprečje.
- **Izbire netvegane obrestne mere.** Kot je bilo pokazano v poglavju o netvegani obrestni meri, je najprimernejša netvegana obrestna mera 10 letna državne obveznica najvišje bonitete.
- **Trga, na katerega se premija nanaša.** Razlike v donosnosti med trgi v različnih državah se močno razlikujejo, najpogosteje pa se uporablja ameriški trg, zaradi velike količine razpoložljivih podatkov.
- **Uporabe realnih in nominalnih stopenj rasti.**

Izbira tržne premije za tveganje je torej v veliki meri stvar subjektivne izbire, v literaturi pa zasledimo naslednja priporočila o jemanju premij za tveganje:

- Koller: med 4.5 % in 5.5% (Koller et al., 2005, str. 306)
- Brigham: med 3% in 6% (Brigham & Daves, 2004, str. 305)
- Damodaran: uporablja geometrično povprečje 5.51% (Damodaran, 2002, str. 164)

Premija za nerazvite trge

Do sedaj sem govoril o tržni premiji za tveganje v ZDA, ki pa je ne moremo kar aplicirati na katerikoli trg, še posebej ko govorimo o manj razvitih trgih kot je ameriški oziroma trgih v razvoju. Tržno premijo za tveganje na manj razvitih trgih lahko definiramo kot seštevek osnove premije razvitih trgov ter obrestnega razmika za nerazvit trg (Reilly & Brown, 2003, str. 396-399).

Obrestni razmik za nerazviti trg naj bi odražal dodatno tveganje nekega specifičnega trga. Medtem ko je na mestu vprašanje ali sploh dodajati neko dodatno premijo za trg, pa lahko hitro dodamo še eno vprašanje. Ali je tveganje vlaganja na kitajski, brazilski, slovenski ali ameriški trg enako? Odgovor se skriva v izvoru tveganja, saj po teoriji ne moremo odpraviti zgolj sistematičnega tveganja. Če mejni investitor vlaga globalno, potem ima tudi potencial za globalno diverzifikacijo svojega portfelja. Glede na dejstvo, da se je v zadnjih treh desetletjih povezanost med svetovnimi trgi povečala, ima vsak trg dodatno tveganje, ki se ga ne da diverzificirati. Posledično moramo to tveganje tudi upoštevati (Damodaran, 2002, str. 165).

Najbolj enostaven način za dodajanje premije za nerazvit trg je s pomočjo razlik v bonitetnih ocenah državnih obveznic, ki jih opravljajo kreditne agencije (S&P, MOODY'S, IBCA...). Pri tej metodi enostavno pogledamo bonitetno oceno državnih obveznic države z najboljšo boniteto ter jo primerjamo z bonitetno oceno preučevane države, iz katere podjetje izhaja. Razlika v obrestni meri predstavlja obrestni razmik za ta trg. Podobno lahko ocenimo premijo za nerazviti trg tudi s pomočjo relativnih razlik v standardnih deviacijah na dveh trgih ali s kombinacijo obeh metod. Pri dodajanju premije za nerazviti trg pa moramo biti tudi pozorni na dejstvo, da se države razvijajo, posledično pa se njihova tveganost zmanjšuje. Hkrati pa se zmanjšuje tudi pribitek premije za te trge (Damodaran, 2002, str. 166-177).

1.5.4 Sistematično tveganje lastniškega kapitala (BETA)

Medtem, ko sta netvegana obrestna mera in tržna premija za tveganja enaki za vsa podjetja v neki državi, pa pri sistematičnem tveganju lastniškega kapitala (beti) ni tako. Beta predstavlja sistematično tveganje delnice za investitorja, pri čemer je tveganje definirano kot moč kovariranja delnice podjetja s celotnim trgom (Koller et al., 2005, str. 295). Poenostavljeno bi lahko rekli, da beta meri, v kolikšni meri se delnica podjetja in trg gibljeta v isti smeri in posledično dodaja ali zmanjšuje tveganost investitorjevega portfelja.

Bete ne moremo odčitati direktno, pač pa jo moramo oceniti s pomočjo regresije. Časovno obdobje, ki se uporablja za izračun, se navado giblje med dvema (Bloomberg) in pet let (S&P), temelji pa na tedenskih (Bloomberg) ali mesečnih podatkih (S&P). Glavni razlog za izbor krajšega obdobja je, da naj bi beta zajemala čim bolj zadnje poslovanje in tveganost le-tega. Formula, po kateri izračunamo β , je naslednja (Birgham & Daves, 2004, str. 48):

$$\beta = \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m} \right) \rho_{im} \quad (11)$$

Kjer je:

β = sistematično tveganje lastniškega kapitala

σ_i = standardni odklon gibanja delnice podjetja

σ_m = standardni odklon gibanja trga

ρ_{im} = korelacija med gibanjem donosnosti i-te delnice in trgom

Interpretacija formule (11) nam pove, da ima delnica z večjim standardnim odklonom višjo β , saj večje tveganje pripomore k večjemu tveganju celotnega portfelja. β pa je tudi večja, če je korelacijski koeficienti višji. Če je $\beta > 1$, potem je delnica bolj tvegana kot je tveganje trga in obratno. Če je $\beta = 1$, potem je tveganost delnice enaka tveganju trga. Pomembno pojasnjevalno vlogo ima tudi determinacijski koeficient (R^2), ki ga dobimo pri regresiji. Ekonomska razlaga R^2 pove, kolikšen del tveganja podjetja lahko razložimo s tveganjem trga.

Problem pri ocenjevanju bete na podlagi preteklih podatkov nastopi, ko ocenjujemo privatna podjetja, ki niso uvrščena na borzo ali pa v primeru, ko podjetje še ni dovolj dolgo na borzi, da bi lahko izračunali zgodovinsko β . V tem primeru si lahko pomagamo s primerljivo β podjetij, ki nastopajo v isti industrijski panogi, ali pa z β celotne panoge. Podjetja v isti panogi imajo približno enaka operativna tveganja, posledično pa bi morala imeti tudi enake operativne β .

Vendar pa direktna primerjava ni ustrezna, saj s tem zanemarimo specifičnost vsakega posameznega podjetja, ki se odraža v finančnem vzvodu. β podjetja namreč ni samo funkcija operativnega tveganja, temveč tudi finančnega tveganja. Podjetje, ki je bolj zadolženo, je bolj tvegano od tistega, ki ima majhen dolg. Če hočemo torej primerjati podjetja z enakim operativnim tveganjem, moramo prvo izločiti učinek finančnega tveganja podjetja, šele na to pa lahko med seboj primerjamo β (Koller et al., 2005, str. 312). β brez finančnega dolga dobimo na sledeč način:

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1-t) \left(\frac{D}{E} \right) \right) \rightarrow \beta_U = \frac{\beta_L}{\left(1 + (1-t) \left(\frac{D}{E} \right) \right)} \quad (12)$$

Kjer je:

β_L = beta s finančnim dolgom

β_U = beta brez finančnega dolga

t = mejna davčna stopnja

D/E = razmerje med finančnim dolgom in lastniškim kapitalom

Damodaran priporoča (2002, str. 196-207), da pri analizi stroškov kapitala analitik vedno uporablja t.i. »bottom up« bete. To so izračunane kot tehtano povprečje bet brez finančnega vzvoda vseh podjetij v panogi, kjer se utež nanaša bodisi na dobiček ali prihodke podjetij. Razlogi za to so naslednji (Damodaran, 2002, str. 197):

- povprečje bet podjetij v panogi ima nižjo standardno napako kot beta posameznega podjetja;
- »bottom up« bete se lahko prilagodi za spremembe v poslovanju podjetja in pričakovane spremembe v prihodnosti, še preden se te zares zgodijo;
- če se podjetje odloči spremeniti razmerje med finančnim dolgom in kapitalom, lahko beto enostavno popravimo in beta pokaže to spremembo;
- tovrstne bete so uporabne tudi za podjetja, ki niso na borzah ali pa so ravno vstopila nanjo.

Svojevrstna izjema so finančna podjetja, kjer »dolg« podjetja predstavlja temelj poslovanja. Razmerja med dolgom in kapitalom so pogosto v sektorju podobna, če ne enaka. Glavni razlog za to je podrejenost regulacijskim zahtevam, ki finančna podjetja omejuje v smislu »previsokega« finančnega vzvoda. Posledično lahko pri finančnih podjetij jemljemo sektorske bete s finančnim dolgom.

2.5.5. Preostala vrednost

Pri ocenjevanju vrednosti podjetja navadno ocenjujemo prihodke podjetja za dobo 5 ali največ 10 let. Vendar pa naj bi podjetje poslovalo v »neskončnost« in v postopku vrednotenja je potrebno oceniti vse bodoče prihodke. Napovedovanje poslovanja preko 10 let je že tako oddaljeno, da je pogosto nesmiselno. Prav zato pri ocenjevanju vrednosti podjetja denarna tokove razdelimo na dva dela (Koller et al., 2005, str. 271):

$$Vrednost\ podjetja = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k_r)^t} + \frac{Končna\ vrednost_n}{(1+k_r)^n} \quad (13)$$

Kjer je:

CF_t = denarni tok v letu t

k_r = zahtevana stopnja donosa

Drugi del formule (13) nikakor ne smemo zanemariti, ker navadno predstavlja pomemben del celotne vrednosti podjetja. Krajše kot je eksplicitno obdobje za napovedovanje denarnih tokov, relativno večji je vpliv preostale vrednosti na sedanjo vrednost podjetja (Koller et al., 2005, str. 271). Navadno predpostavimo, da bo podjetje po nekem obdobju raslo po konstantni stopnji. Zato lahko sedanjo vrednost končne vrednosti izračunamo po Gordonovem modelu (Damodaran, 2002, str. 305-306):

$$\text{Končna vrednost podjetja} = \frac{CF_{t+1}}{r - g_{\text{konst.}}} \quad (14)$$

Kjer je:

CF = denarni tok v letu t+1

r = strošek kapitala

$g_{\text{konst.}}$ = konstantna rast podjetja v neskončnost, pri čemer ta ne sme presegati rasti ekonomije in netvegane obrestne mere

Pri končni vrednosti je treba vedeti, da (Koller et al., 2005, str. 277):

- dolžina izbranega obdobja napovedovanja denarnih tokov ne vpliva na vrednost podjetja. Dolžina le vpliva na distribucijo vrednosti podjetja med napovedovanim obdobjem in končno vrednostjo podjetja. Priporočljivo obdobje za napovedovanje naj bi bilo tako dolgo, da na koncu le-tega podjetje doseže konstantno rast in stanje ravnotežja.
- dolžina obdobja napovedovanja denarnih tokov ni povezana z dolžino obdobja, v katerem ima podjetje primerjalno prednost na trgu (ROIC > WACC). Ta je lahko daljša od obdobja napovedovanja.
- se vrednost podjetja ne ustvarja nujno v končni vrednosti. Gre zgolj za vzorce denarnih tokov, katerih rezultat je mehanični izgle, da se večina vrednosti ustvari daleč v prihodnosti.

1.6 RELATIVO VREDNOTENJE Z UPORABO MULTIPLIKATORJEV

Pri metodi DCF predpostavljamo, da trg dela napake, da se te zgodijo lahko tudi na ravni sektorja ali celo celotnega trga in da se te napake sčasoma odpravijo. Ko ocenjujemo vrednost podjetja na podlagi relativnega vrednotenja pa predpostavljamo, da navkljub napakam pri vrednotenju posameznih podjetij, trg v povprečju pravilno vrednoti cene delnic podjetij.

Multiplikatorji dobička, knjigovodske vrednosti ter prodaje so v praksi med najbolj pogosto uporabljenimi. Razlog za to je njihova enostavna uporaba, prilagodljivost ter velika pojasnjevalna moč. Med multiplikatorje dobička uvrščamo (Damodaran, 2002, str. 454):

- P/E: cena delnice / čisti dobiček na delnico (PEG, Relativni P/E);
- EV/EBITDA: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / dobiček iz poslovanja pred amortizacijo;
- EV/EBIT: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / dobiček iz poslovanja;
- P/CF: cena delnice / (čisti dobiček na delnico + amortizacija na delnico).

Med multiplikatorje knjigovodske vrednosti uvrščamo (Damodaran, 2002, str. 455):

- P/BV: cena delnice / knjigovodska vrednost delnice;
- Tobin Q: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / Stroški nadomestitve;
- EV/Sredstva: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / sredstva.

Med multiplikatorje prihodkov pa uvrščamo (Damodaran, 2002, str. 455):

- P/S: cena delnice / prihodki od prodaje na delnico (oz. druge oblike prihodkov);
- EV/Prihodki: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / prihodki od prodaje.

Damodaran (2002, str. 456-468) navaja štiri temeljne korake pri uporabi multiplikatorjev:

1. Prvi korak pri procesu relativnega vrednotenja je **standardizacija vrednosti**. To pomeni, da cene delnic delimo z dobičkom na delnico, knjigovodsko vrednostjo na delnico ali drugimi primerljivimi računovodskimi postavkami. Tako dobimo multiplikatorje dobička, knjigovodske vrednosti in prodaje.
2. V drugem koraku moramo biti pozorni, da se zavedamo, kdaj je nek multiplikator **visok in kdaj nizek** ter kakšne so vrednosti v ostalih sektorjih. Na ta način lahko ugotovimo ali je naš sektor, v katerega spada naše proučevano podjetje, precenjen ali podcenjen in kakšna je vrednost proučevanega podjetja nasproti ostalim podjetjem v panogi. Pri tem si pomagamo s povprečji in standardnim odklonom. Pri uporabi povprečij se priporoča uporaba mediane, saj na ta način izločimo ekstremne vrednosti.
3. V tretjem koraku moramo multiplikatorje **analizirati** do te stopnje, da razumemo ne samo kateri temelji sestavljajo kazalnik, ampak tudi kako spremembe v teh temeljih vplivajo na spremembe v multiplikatorju samem. Zavedati se je treba, da je vsak kazalnik v svoji osnovi funkcija tveganja, rasti in denarnega toka podjetja. Posledično bi morala imeti podjetja z višjo rastjo, manjšim tveganjem ter višjim potencialom ustvarjanja denarnega toka višje multiplikatorje kot podjetja z nižjo rastjo, višjim tveganjem in manjšim potencialom ustvarjanja denarnega toka. Tako visok multiplikator ni nujno slabši od nizkega, če le-ta temelji na primer na višji rasti.
4. V zadnjem koraku je potrebno poiskati **primerljiva podjetja** ter izračunati multiplikatorje teh podjetij. Na podlagi povprečij nabora multiplikatorjev lahko potem primerjamo vrednosti ali pa izračunamo vrednost delnice našega proučevanega podjetja. Pri tem pa moram biti pazljivi na razlike med podjetji. Primerljivo podjetje naj bi imelo podobno rast, denarni tok in tveganje kot naše proučevano podjetje. V praksi pa se najpogosteje v analizah jemljejo podjetja, ki izhajajo iz istega sektorja ali pa imajo enako geografsko strukturo prodaje kot proučevano podjetje. Pri tem velja predpostavka, da imajo podjetja v isti panogi podobna tveganja, rast ter denarne tokove.

Pri finančnih podjetjih uporabljamo multiplikatorje lastniškega kapitala. Med temi so najbolj pogosto uporabljeni multiplikator čistega dobička (P/E), multiplikator knjigovodske vrednosti (P/BV) ter multiplikatorji prihodkov oziroma oblik prihodkov podjetij (P/S).

1.6.1 Multiplikator čistega dobička

Multiplikator čistega dobička (P/E) nam pove, koliko denarnih enot mora kupec ene delnice odšteti za enoto čistega dobička na delnico. Je ena najbolj pogosto uporabljenih metod za

vrednotenje na podlagi relativnega vrednotenja. Meri razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico (Reilly & Brown, 2003, str. 389):

$$PE = \frac{\text{cena delnice}}{\text{dobiček na delnico}} \quad (15)$$

Ocenjujemo ga lahko na podlagi dobička zadnjega poslovnega leta (angl. *Current P/E*), dobička zadnjih štirih kvartalov (angl. *Trailing P/E*) ali na podlagi napovedi dobička naslednjega poslovnega leta (angl. *Forward P/E*). Multiplikator čistega dobička je rezultat funkcija rasti, tveganja in deleža izplačanega dobička (Reilly & Brown, 2003, str. 389):

$$\frac{P}{E} = \frac{(PR)(1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad (16)$$

Kjer je:

PR = delež izplačanega čistega dobička za dividende (angl. *payout ratio*)

g_n = dolgoročna stopnja rasti

k_e = strošek lastniškega kapitala

Interpretacija enačbe (16) preprosta. Podjetja z višjo pričakovano rastjo bodo imela višji P/E multiplikator od podjetij z nižjo pričakovano rastjo. Bolj tvegana podjetja bodo imela nižji P/E multiplikator od manj tveganih podjetij (k_e), ter podjetja z nižjo stopnjo reinvestiranja (večji delež dobičkov izplačajo v dividendah) bodo imela višji P/E multiplikator od podjetij z višjo stopnjo reinvestiranja.

1.6.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti

Multiplikator knjigovodske vrednosti kapitala nam pove, koliko denarnih enot mora kupec ene delnice odšteti za enoto knjigovodske vrednosti delnice. Multiplikator med seboj primerja ceno delnice in knjigovodsko vrednost podjetja na delnico, pri čemer je slednja razlika med knjigovodsko vrednostjo sredstev ter knjigovodsko vrednostjo obveznosti podjetja (Reilly & Brown, 2003, str. 391-392).

Priljubljenost uporabe P/B multiplikatorja sledi iz njegove dokaj stabilne vrednosti, kar ga dela enostavnega za primerjavo. Poleg tega ga je zaradi enakih računovodskih standardov možno primerjati med različnimi sektorji v neki državi. Nenazadnje pa je tudi uporaben, ko podjetja delujejo z izgubo, kar pri multiplikatorjih dobička ni mogoče. Med glavnimi pomanjkljivostmi multiplikatorja pa velja izpostaviti, da se lahko nanj močno vpliva z različnimi računovodskimi standardi v državah, ter da je za določena podjetja, kot so storitvena in tehnološka podjetja, povsem neuporaben (Damodaran, 2002, str. 511-512).

Multiplikator P/BV je rezultat funkcije rasti, tveganja ter čiste donosnosti kapitala ter deleža izplačanega čistega dobička (Damodaran, 2002, str. 515):

$$P/BV = \frac{ROE * PR * (1 + g)}{k_e - g_n} = \frac{ROE - g_n}{k_e - g_n} \text{ kjer je } g = (1 - PR) * ROE \quad (17)$$

Kjer je:

BV = knjigovodska vrednost kapitala na delnico (brez prednostnih delnic)

ROE = čista donosnost kapitala

PR = delež izplačanega čistega dobička za dividende (angl.: *Payout ratio*)

k_e = strošek lastniškega kapitala

g_n = dolgoročna stopnja rasti

Na podlagi enačbe (17) lahko ugotovimo, da bodo imela podjetja z višjo pričakovano rastjo, višjo čisto donosnostjo kapitala, višjim deležem čistega dobička za dividende ter nižjim tveganjem višjo vrednost multiplikatorja P/BV.

1.6.3 Multiplikator prihodkov

Prihodki so ena najmanj »vplivanih« računovodskih postavk, zato so multiplikatorji prihodkov zelo primerljivi med podjetji ne glede na to, kakšne računovodske standarde podjetja uporabljajo. Druga prednost multiplikatorja pa je, da prihodki ne morejo biti negativni, kar multiplikator naredi vsesplošno sprejemljiv. Vendar pa praksa kaže, da so prav različne vrednosti multiplikatorjev prihodkov najbolj enakomerno porazdeljene med podjetji, kar kaže na težavo in neustreznost za primerjavo (Damodaran, 2006, poglavje 7, str. 6, poglavje 9, str.12).

Multiplikator nam pove, koliko denarnih enot mora kupec delnice odšteti za denarno enoto prihodkov od prodaje na delnico. Multiplikator med seboj primerja tržno vrednost podjetja s prodajo podjetja (Railly & Brown, 2003, str. 392). Je rezultat funkcije rasti, tveganja, davčne stopnje, neto marže ter deleža izplačanega čistega dobička za dividende (Damodaran, 2006, poglavje 8, str. 13):

$$P/S = \frac{PM * PR * (1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad (18)$$

Kjer je:

S = prihodki oz. prodaja podjetja

PM = neto profitna marža

PR = delež izplačanega dobička za dividende

k_e = strošek lastniškega kapitala

g_n = dolgoročna rast podjetja

Iz enačbe (18) sledi, da je P/S multiplikator pozitivno povezan z višino neto profitne marže, višjim deležem izplačanega dobička, višjo rastjo ter negativno povezan z višjim stroškom kapitala. Poudariti pa velja, da je navadno visoka rast podjetij povezana z visoko stopnjo reinvestiranja, nižjo profitno maržo in visoko stopnjo tveganja.

2 PREGLED TRGA IN POSLOVANJA SAVE RE

2.1 MAKROEKONOMSKO OKOLJE

2.1.1 Slovenija

Slovenija je v preteklih letih doživela zavidanja vreden gospodarski razvoj. V zadnjih petih letih je tako slovensko gospodarstvo raslo s povprečno stopnjo rasti bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) 4,6%, kar je precej nad povprečjem rasti članic Evropske Unije. BDP na prebivalca se je iz 12.695 EUR v letu 2003 povečal na 16.615 EUR v lanskem letu. Najpomembnejši dejavniki rasti v preteklih letih so bil rast domače potrošnje, rast investicij ter rast izvoza, pri čemer je slednji rasel z dvoštevilčno stopnjo rasti in bil tako najpomembnejši dejavnik rasti. K temu sta veliko pripomogla tudi vstop Slovenije v Evropsko Unijo ter Evropsko monetarno unijo, s čimer so se sprostile carinske in denarne omejitve z najpomembnejšimi trgovinskimi partnericami (Ekonomsko ogledalo, 2008, str. 3).

Nezaposlenost, merjena po metodologiji ILO, v Sloveniji vztrajno pada. V lanskem letu je bila tako raven nezaposlenosti na zgodovinsko nizki ravni 4,9%. Na drugi strani je v zadnjih petih letih največji problem za slovensko gospodarstvo predstavljala inflacija, kot posledica hitre gospodarske rasti ter domače tržne strukture. Inflacija se je sicer v letih 2005 in 2006 umirila na 2,5%, v lanskem letu pa ponovno narasla na 3,6% (Ekonomsko ogledalo, 2008, str. 6).

Tabela 1: Pomembnejši makroekonomski kazalci za Slovenijo

	2004	2005	2006	2007	2008N	2009N	2010N
Rast BDP	4,4%	4,1%	5,7%	6,1%	4,4%	4,1%	4,4%
BDP per capita (EUR)	13.400	14.116	15.167	16.615	17.939	19.350	20.815
Inflacija	3,6%	2,5%	2,5%	3,6%	5,2%	3,2%	2,9%
Stopnja brezposelnosti po ILO	6,3%	6,5%	6,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%

Vir: Ekonomsko ogledalo, 2008, str. 33.

Po napovedih Urada za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) se bo gospodarska rast v letošnjem letu umirila in dosegla 4,4%. Razlogi so tako v domačem kot tujem okolju. Zaradi posledic ameriške hipotekarne krize svetovno gospodarstvo kaže znake ohlajanja. Potrošnja in proizvodnja v najpomembnejših trgovinskih partnericah Slovenije se zmanjšuje, sočasno pa se zaradi visokih cen surovin, energentov in hrane na svetovnih trgih tudi že kaže problem inflacije. Ta naj bi v Sloveniji po napovedih UMAR-ja v letošnjem letu preseгла 5%.

V letu 2009 naj bi gospodarska rast padla na 4,1%, v letu 2010 pa ponovno narasla na 4,4%. Inflacija naj bi se skladno z umirjanjem cen na svetovnih trgih umirila tudi v Sloveniji in do leta 2010 padla pod 3%. Zaposlenost v Sloveniji pa naj bi po napovedih UMAR-ja ostala visoka oziroma še nekoliko narasla (Ekonomsko ogledalo, 2008, str. 33).

2.1.2 Države zahodnega Balkana

V tem delu bom predstavil makroekonomsko okolje zgolj tistih držav zahodnega Balkana, kjer je Sava Re prisotna preko svojih odvisnih družb.

Tabela 2: Rast BDP in stopnja inflacije v izbranih državah zahodnega Balkana

Država	Rast GDP				Inflacija			
	2006	2007N	2008N	2009N	2006	2007N	2008N	2009N
Črna Gora	6,5%	7,5%	7,2%	5,4%	2,0%	3,4%	4,8%	4,1%
Kosovo	2,5%	1,5%	2,0%	2,5%	0,9%	1,5%	3,5%	2,5%
Makedonija	3,7%	5,0%	4,5%	5,0%	3,2%	2,2%	7,0%	2,5%
Srbija	5,7%	7,3%	4,0%	6,0%	12,6%	6,8%	11,3%	8,9%

Vir: World economic outlook, str. 246, tabela A4, str. 252, tabela A7, Sava Group: The CEE (re)insurance opportunity, 2008, str. 31.

Črna Gora je samostojna država postala šele leta 2006. V zadnjih dveh letih so jo zaznamovale predvsem gospodarske reforme ter privatizacija gospodarstva. Gospodarska rast v letu 2006 je znašala 6,5%, inflacija pa 2%. Večji problem pa predstavljata visok primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance (-30,4%) ter 14,6% brezposelnost. Mednarodni denarni sklad (v nadaljevanju IMF) napoveduje za leto 2007 7,5% rast BDP ter postopno umiritev do leta 2009 na 5,5%, pri čemer naj bi se inflacija povišala preko 4%.

Kosovo je postalo neodvisno šele v letošnjem letu, zato so podatki o državi težko dostopni. Na podlagi ocen investicijske banke Unicredit je gospodarska rast v letu 2006 znašala 2,5%. Po njihovih napovedih naj bi se rast BDP med letoma 2007 in 2009 gibala med 1,5% in 2,5%, inflacija pa naj bi ostala razmeroma nizka in leta 2009 znašala okrog 2,5%.

Makedoniji je bilo zaradi spora z Grčijo glede imena države v zadnjih letih oteženo mednarodno udejstvovanje. Gospodarska rast v letu 2006 je znašala 3,7%, inflacija pa 3,2%. Največji makroekonomski problem za državo predstavlja visoka brezposelnost, ki presega 35%. IMF (World economic outlook, 2008, str. 246) napoveduje do leta 2009 okrog 5% rast BDP.

Srbija, kot največja država v regiji zahodnega Balkana po številu prebivalcev, je bila zaradi številnih vojn ter političnih spopadov do leta 2000 v »gospodarski recesiji«. Šele po uveljavitvi gospodarskih reform v zadnjih letih se je gospodarstvo uspelo ustaliti. Gospodarska rast je med višjimi v regiji in je v letu 2006 znašala 5,7% (BDP per capita je znašal 3.280 EUR) ob sicer razmeroma visoki inflaciji prek 12% (Central & Eastern European Strategy, 2nd quarter outlook, 2008, str. 28). Glede na svojo velikost, obetajoče se reforme in privatizacijo mednarodne institucije napovedujejo visoko gospodarsko rast in velik dotok svežega tujega kapitala tudi v

prihodnjih letih. IMF napoveduje rast med 4% in 6% do leta 2009, inflacija pa naj bi se spustila pod 10% na letni ravni. Razmeroma velik problem naj bi ostal preko 15% primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance (World economic outlook, 2008, str. 246-267).

2.2 ZAVAROVALNIŠKI TRGI

2.2.1 Slovenija

V letu 2007 je bilo po podatkih Slovenskega zavarovalnega združenja⁵ (v nadaljevanju SZZ) na slovenskem zavarovalniškem trgu prisotnih 19 zavarovalnic. Pet največjih zavarovalnic na trgu je imelo skupno 81,3% trga, največja posamezna zavarovalnica pa je bila Zavarovalnica Triglav s 37,4% tržnim deležem. Po vstopu Slovenije v EU 1.5.2004 in posledično vstopom slovenskih zavarovalnic na enotni evropski trg je tujim zavarovalnicam s sedežem v EU omogočeno neposredno opravljanje storitev v Sloveniji, ne da bi morale ustanavljati odvisne družbe. Do konca lanskega leta je na ta način na slovenski trg vstopila le ena zavarovalna družba, in sicer avstrijska Vienna Insurance Group. V mesecu maju letos pa je na slovenski zavarovalniški trg vstopila tudi ena največjih zavarovalniških družb v Evropi Allianz.

Slovenska zavarovalna dejavnost je v preteklih letih doživela močno rast, predvsem zaradi ugodnega makroekonomskega okolja v Sloveniji, ki ga opredeljuje rast razpoložljivih dohodkov in povečanje potrošniškega kreditiranja in kreditiranja podjetij. Rast zavarovalniških premij je v letih med 2002 in 2007 rasla s povprečno letno stopnjo rasti 10,0% (18,3% pri življenjskih zavarovanjih in 7,1% pri premoženjskih zavarovanjih).

Po podatkih SZZ je bila vrednost slovenskega zavarovalniškega trga v letu 2007, merjena glede na skupne obračunane kosmate zavarovalne premije (v nadaljevanju GWP⁶) zavarovalnic članic SZZ, 1.891,5 milijona EUR. Glede na leto 2006 so tako zavarovalnice pobrale za 9,6% več GWP. V letu 2007 je vrednost premoženjskih zavarovanj glede na leto prej zrasla za 8,5%, vrednost življenjskih zavarovanj pa za 12,2%.

Premoženjsko zavarovanje ima prevladujoč pomen v segmentu direktnega zavarovanja v Sloveniji, čeprav se je njegov delež v zadnjih letih zmanjšal v korist življenjskega zavarovanja. Delež obračunane GWP premoženjskega zavarovanja v skupnih zavarovalnih premijah se je tako zmanjševal in je predstavljal 72,6% GWP v letu 2007 glede na 77,1% v letu 2004.

Vrednost pozavarovalniškega trga je v letu 2006 (zadnji dostopni podatek) znašala 180,6 milijona evrov, pri čemer so premije vrednostno porasle za 11,9% glede na leto poprej. Na trgu sta bili prisotni zgolj dve pozavarovalnici, Sava Re (57,5% tržni delež) ter Triglav Re. Po oceni analitikov investicijske banke Unicredit (Sava Group: The CEE (re)insurance opportunity, 2008, str. 19) je bila v letu 2007 vrednost pozavarovalniškega trga neživljenjskih zavarovanj v

⁵ Podatki SZZ so vzeti iz spletne strani združenja (<http://www.szz.si>) ter Statistično zavarovalnega biltena 2007.

⁶ GWP – angl.: *Gross written premium*.

Centralni in Vzhodni Evropi (v nadaljevanju CEE) okrog 3,5 milijarde EUR in je v zadnjih desetih letih zabeležila absolutno rast preko 290%. Slovenski pozavarovalniški trg je torej glede na regijo CEE zelo majhen, saj predstavlja zgolj dobrih 5% celotnega trga regije.

Prisotnost oziroma penetracija zavarovalnih produktov⁷ na slovenskem zavarovalnem trgu je v letu 2007 znašala 5,6%. To je več v primerjavi s povprečjem 3,0% v ostalih državah CEE regije, vendar pa je pod povprečjem držav Zahodne Evrope, ki znaša 8,3% (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 54-55). Gostota zavarovanja v Sloveniji, merjena kot letna plačana premija na prebivalca, se je povečala na 874 EUR v letu 2007 iz 800 EUR v letu 2006, kar predstavlja 9,6% rast. Povprečna gostota zavarovanja v letu 2007 je bila v kontinentalni Evropi 2.826 EUR, v regiji CEE pa 248 EUR (Sava Group: The CEE (re)insurance opportunity, 2008, str. 23).

V letu 2007 so v Sloveniji dobrih 68% GWP predstavljala premoženjska zavarovanja, medtem ko je bila slika v Zahodni Evropi ravno obratna, saj je 65% premij izhajalo iz življenjskih zavarovanj. Penetracija premoženjskih zavarovanj v Sloveniji je znašala 3,8% BDP in je celo nad povprečjem zahodno evropskih držav. Povsem drugače pa je pri življenjskih zavarovanjih, kjer znaša penetracija zgolj slabih 2% BDP napram povprečju zahodno evropskih držav, kjer povprečna penetracija znaša 5,1% BDP (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 54-55).

Po 10% povprečni rasti v zadnjih petih letih je na podlagi primerjav Slovenije z razvitimi trgi Zahodne Evrope mogoče pričakovati nekoliko nižjo stopnjo rasti v prihodnjih petih letih. Na eni strani se pričakuje, da se bodo stopnje rasti premoženjskih zavarovanj umirile in rasle počasneje kot v preteklih letih. Na drugi strani pa se pričakuje hitro dvošteviločno rast življenjskih zavarovanj, skupaj z rastjo premoženja prebivalstva in rastjo razvitosti države.

2.2.2 Zavarovalniški trgi zahodnega Balkana

Po podatkih Evropske Komisije v finančnem sektorju na zahodnem Balkanu sredstva zavarovalnic predstavljajo manj kot 10% vseh finančnih sredstev, medtem ko ima večina držav zahodnega Balkana med 10 in 30 zavarovalnih družb. Prevladujoča zavarovalna vrsta glede na GWP pa je avtomobilsko zavarovanje (Financial Sector Restructuring and Regional Integration in the Western Balkans, 2007, str.10).

Črna gora

V letu 2006 so zavarovalne družbe v Črni Gori zbrale 37,8 milijona (v nadaljevanju bom uporabljal kratico mio) EUR obračunanih kosmatih zavarovalnih premij, kar predstavlja povečanje za 18,1% glede na leto 2005. Premoženjska zavarovanja so predstavljala kar 95,2% GWP. Na tem trgu je prisotnih pet zavarovalnic in ena pozavarovalnica. Največja zavarovalnica je Lovčen Osiguranje, ki je imela v letu 2006 72,1% tržni delež. Druga največja zavarovalnica v

⁷ Penetracija zavarovanistva se izračunava kot delež kosmate obračunane zavarovalne premije v BDP določene države.

Črni gori je Montenegro Osiguranje, članica Skupine Sava Re, katere tržni delež je v letu 2006 znašal 22,7%. Penetracija v letu 2006 je znašala 2,0% BDP. Stopnja rasti BDP v Črni gori je bila v letu 2006 8,5% (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 71-72).

Kosovo

Zavarovalne družbe, ki delujejo na kosovskem zavarovalnem trgu, so v letu 2007 zbrale 50,8 mio EUR kosmatih zavarovalnih premij, kar predstavlja 4,3% porast glede na leto 2006. Ob koncu leta 2007 je na Kosovu poslovalo 9 zavarovalnic. Pet največjih zavarovalnic je skupaj imelo približno 74,0% tržni delež, pri čemer je tržni delež Dukagjini-ja, člana Skupine Sava Re, znašal 18,7%. Največja vrsta zavarovanja v letu 2007 je bilo zavarovanje motornih vozil, ki je predstavljalo 88,6% skupaj zbranih GWP v letu 2007. Ta je med leti 2002 in 2007 rasel s povprečno letno stopnjo rasti 8,4% (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 71).

Makedonija

Zavarovalne družbe v Makedoniji so v letu 2006 zbrale približno 87 mio EUR GWP, kar predstavlja povišanje za 6,4% glede na leto 2005. V celotnih GWP so življenjska zavarovanja predstavljala zgolj 2,1% vseh premij (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 71).

V letu 2006 je v Makedoniji poslovalo 10 zavarovalnic. Tri največje zavarovalnice so zbrale 66,7% obračunanih kosmatih zavarovalnih premij, medtem ko je pet največjih zavarovalnic predstavljalo 81,2% trga. Glavne vrste zavarovanja so predstavljale avtomobilsko zavarovanje (58,9%), premoženjsko zavarovanje (24,6%) in nezgodno zavarovanje (9,2%). Z 2 milijonoma prebivalcev je bila stopnja penetracije makedonskega zavarovalnega trga v letu 2006 1,8%. Stopnja rasti realnega BDP je bila v letu 2006 3,0%, BDP na prebivalca pa 2.424 EUR. Sava Tabak, članica Skupine Sava Re, je v Makedoniji tretja največja zavarovalnica z okrog 14,8% tržnim deležem (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 71).

Srbija

Po podatkih Narodne Banke Srbije (Insurance Sector in Serbia. Third Quarter Report, 2007, str. 3) so zavarovalnice v Srbiji v prvih devetih mesecih leta 2007 pobrale za 437 mio EUR GWP. Ta je napram enakemu obdobju v letu 2006 porasel za 16%, pri tem so premoženjska zavarovanja v istem obdobju predstavljala 89,6%, življenjska zavarovanja pa 10,4% GWP. Prevladujoči zavarovalni vrsti sta bili avtomobilsko zavarovanje s 44,1% in zavarovanje požarnih in drugih škodnih dogodkov s 30,1% celotnih GWP.

Na dan 30.9.2007 je v Srbiji poslovalo 20 zavarovalnic, pet največjih zavarovalnic pa je zbralo 85,6% obračunanih kosmatih zavarovalnih in pozavarovalnih premij. Stopnja penetracije srbskega zavarovalnega trga je bila v letu 2007 1,9%, stopnja rasti realnega BDP pa 6%. BDP na prebivalca je znašal 4.000 EUR. Sava Osiguranje, ki je članica Skupine Sava Re, je imela v letu 2007 1,6% tržni delež (Insurance Sector in Serbia. Third Quarter Report, 2007, str. 6).

2.2.3 Smer gibanja zavarovalništva v regiji

Države regije Jugovzhodne Evrope (v nadaljevanju SEE) nudijo zaradi nizke razvitosti trga, razmeroma majhne konkurence in naraščajočega povpraševanja po zavarovanjih lepo priložnost za rast. Zavarovalniški sektor v regiji je po oceni Evropske Komisije slabše razvit kot bančni sektor. Eden glavnih razlogov za to je, da je bil sektor v večji meri pod državnim okriljem ter brez centralnih nadzornih organov, ki bi omogočali razvoj privatnega zavarovalništva (Financial Sector Restructuring and Regional Integration in the Western Balkans, 2007, str. 10).

Glavni vir rasti v regiji bodo nedvomno premoženjska zavarovanja, predvsem v segmentu nezgodnih zavarovanj. Pričakovati pa je tudi postopno rast življenjskih zavarovanj, ki do sedaj, zaradi slabega premoženjskega stanja prebivalstva v teh državah niso bila zanimiva. Po ocenah Evropske komisije (Financial Sector Restructuring and Regional Integration in the Western Balkans, 2007, str. 11) v regiji v naslednjih petih letih lahko pričakujemo dvoštevlično rast GWP.

Po ocenah vodstva Sava Re se bo na trgih CEE ter SEE nadaljevala konsolidacija na področju direktnega zavarovanja. Povečana konsolidaciji v regiji bi lahko zmanjšala povpraševanje po pozavarovanju, saj so večje konsolidirane zavarovalnice nagnjene k večjemu lastnemu deležu, zato kupujejo manj pozavarovanj. Poleg tega in kot rezultat prostega opravljanja storitev v okviru EU se povečuje konkurenca s strani tujih zavarovalnic, ki večinoma preko večjih posrednikov nudijo zavarovalniške storitve večjim in manjšim strankam na trgu CEE (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 72).

Glavni konkurenti Savi Re na področju pozavarovanja so velike mednarodne in srednje velike regionalne pozavarovalnice, kot na primer Swiss Re, Munich Re, SCOR in Hannover Re. V regiji SEE pa je pričakovati povečano konkurenco s strani na novoustanovljene pozavarovalnice Vienna Insurance Group, ki je že prisotna v regiji kot eden najpomembnejših igralcev v segmentu premoženjskih zavarovanj (Sava Group: The CEE (re)insurance opportunity, 2008, str. 19).

2.2.4 Konkurenca

Pozavarovalna in zavarovalna dejavnost je visoko konkurenčna dejavnost, ki ima poleg regulatornih omejitev relativno malo drugih omejitev za vstop na trg. Pred letom 1998 je bila Sava Re najpomembnejša pozavarovalnica na slovenskem trgu. Tekom leta 1998 pa je Zavarovalnica Triglav ustanovila svojo lastno pozavarovalnico in postala največji domači konkurent. Pred letom 2000 so bile slovenske zavarovalnice po zakonu zavezane pozavarovalne posle sklepati z domačimi pozavarovalnicami. Novi Zakon o zavarovalništvu iz leta 2000 pa je odprl slovenski pozavarovalni trg tudi tujim ponudnikom (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 72).

2.3 POSLOVANJE SKUPINE SAVA RE V LETU 2007

V letu 2007⁸ se je čisti škodni količnik⁹ znižal za 3,3 odstotne točke na 62,0% (po MSRP¹⁰). Razlog za takšno povečanje je bila predvsem konsolidacija v letu 2007 na novo pridobljenih družb Save Osiguranje, Dukagjina ter Save Tabak. Novo pridružene družbe so beležile nižje čiste škodne količnike od povprečja Skupine, predvsem zaradi nižjih čistih škodnih rezultatov na trgih, kjer poslujejo.

Za merjenje dobičkonosnosti in ekonomičnosti sklepanja zavarovalnih in pozavarovalnih pogodb ter upravljanja zavarovalnega in pozavarovalnega portfelja se uporablja čisti stroškovni količnik. Posebno pozornost pri merjenju le-tega namenjamo stroškom pridobivanja zavarovanj, ki predstavljajo največji delež obratovalnih stroškov. Čisti stroškovni količnik je razmerje obratovalnih stroškov in čistih prihodkov od zavarovalnih premij.

V letu 2007 se je čisti stroškovni količnik v primerjavi z letom prej povečal za 1,3 odstotne točke na 33,8%. Razlog za povišanje je predvsem v prej omenjeni konsolidaciji družb. Te na novo pridobljene odvisne družbe imajo višje čiste stroškovne količnike od povprečja Skupine, na kar vplivajo bistveno višji stroški pridobivanja zavarovanj, ki so posledica konkurenčnega pritiska predvsem novih in tudi obstoječih udeležencev na trgih, kjer te družbe delujejo.

Čisti kombinirani količnik, ki je seštevek čistega škodnega in čistega stroškovnega količnika, je mera dobičkonosnosti zavarovalnega portfelja, ki zajema premijski, škodni ter tudi stroškovni vidik poslovanja. V letu 2007 se je čisti kombinirani količnik v primerjavi z letom prej znižal za 2,0 odstotne točke na 95,8%. Razlog za izboljšanje tega količnika je izboljšanje čistega škodnega količnika.

Vrednost in prihodki iz naslova naložb pomembno vplivajo na finančne rezultate in položaj. Donosnost naložb je ključni kazalnik spremljanja naložbene uspešnosti. Donosnost naložb v katerem koli obdobju se izračuna kot razlika med finančni prihodki in odhodki, izražena v odstotku glede na povprečno stanje finančnih sredstev v tem obdobju. V letu 2007 se je donosnost naložb glede na leto 2006 povečala za 2,8 odstotne točke na 9,0%, predvsem zaradi izrednih prihodkov iz naslova prodaje naložb v delnice nekaterih slovenskih družb (primarno Zavarovalnice Triglav) ter prodaje nepremičnin v Ljubljani.

Finančna uspešnost poslovanja, predvsem z vidika lastnikov, pa se meri z donosnostjo kapitala po obdavčitvi (ROE). Ta je izračunan z deljenjem konsolidiranega čistega dobička s povprečnim

⁸ Vsi podatki se nanašajo na poročilo iz Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti (2008, str. 44-75).

⁹ Za merjenje dobičkonosnosti tako zavarovalnega kot tudi pozavarovalnega dela poslovanja se uporablja čiste škodne količnike. Čisti škodni količnik je razmerje čistih odhodkov za škode (vključno s cenilnimi stroški oziroma stroški reševanja škodnih zahtevkov) in čistih prihodkov od zavarovalnih premij.

¹⁰ Vsi podatki so računani po mednarodnih računovodskih standardih.

zneskom kapitala za proučevano obračunsko obdobje¹¹. V letu 2007 se je ROE povišal za 3,4 odstotne točke, to je iz 10,1 v letu 2006 na 13,5% v letu 2007. Razlog za višjo donosnost je poleg vsega predhodno navedenega tudi aktivnejša naložbena dejavnost Save Re v letu 2007 v primerjavi z letom prej ter učinki prehoda na MSRP.

Premije so nadomestilo, ki jo zavarovalnica ali pozavarovalnica prejme od imetnikov zavarovalnih pogodb ali pozavarovalnih strank v zameno za prenos tveganja. V primeru premoženjskih zavarovanj in pozavarovanj so obračunane premije izkazane v izkazu poslovnega izida takrat, ko zapade v plačilo letna premija oziroma - v primeru delitve pogodbenih premij zavarovalnega obdobja na več zneskov - ko zapade v plačilo prva delna premija.

Prihodki od zavarovalnih premij se izkazujejo kot delež obračunanih premij, ki ga lahko pripišemo obračunskemu obdobju. Čisti prihodki od zavarovalnih premij vključujejo obračunane kosmate zavarovalne premije, zmanjšane za obračunano premijo, oddano v pozavarovanje ali sozavarovanje, in spremembo prenosnih premij¹².

Čisti prihodki od zavarovalnih premij so se v letu 2007 povečali za 33,0% na 157,7 mio EUR iz 118,6 mio EUR v letu 2006. Glavni razlog za manjše povečanje v primerjavi z rastjo kosmatih obračunanih premij je v povečanju prenosnih premij v višini 7,3 mio EUR v letu 2007, v primerjavi s povečanjem prenosnih premij v višini 3,9 mio v letu 2006.

Čisti denarni prilivi iz poslovanja so se povečali iz 13,2 mio EUR v 2006 na 36,4 mio EUR v letu 2007. Razlog za to je bila vključitev novo prevzetih zavarovalnic v konsolidacijo. Največji vpliv na povečane čiste denarne prilive iz poslovanja so imeli povečani investicijski prihodki, ki so se v primerjavi z letom 2006 povečali za 13,0 mio EUR, ter sprememba v razmejenih stroških in odloženih davčnih obveznostih, ki je vplivala na čisti denarni tok v višini 8,8 mio EUR.

Čisti denarni odlivi za naložbenje so se s čistega denarnega odliva v višini 14,3 mio EUR v letu 2006 povečali na čisti denarni odliv v višini 69,0 mio EUR v letu 2007. Glavni razlog za povečane odlive iz naložbenja so bili manjši prilivi iz investicijske dejavnosti. Denarni odlivi iz naložbenja so bili pokriti s prilivi iz poslovanja ter dolgoročno zadolžitvijo.

Čisti denarni prilivi iz financiranja so bili v letu 2007 25,5 mio EUR, v letu 2006 pa 12,4 mio EUR. Glavni razlog za povečanje v letu 2007 glede na 2006 je priliv iz naslova dolgoročne zadolžitve v višini 20,9 mio EUR.

¹¹ V primeru, da je podjetje kotira na trgu vrednostnih papirjev, pa namesto povprečne vrednosti kapitala uporabimo povprečno tržno vrednost podjetja v obdobju.

¹² Te se praviloma izračunajo z delitvijo obračunanih premij izključno na osnovi preostalega obdobja kritja zavarovalne pogodbe.

3 VREDNOTENJE SKUPINE SAVE RE

Teoretski del, predstavljen v prvem delu te diplomske naloge, je v tem delu uporabljen na primeru Save Re. Za vrednotenje Skupine Sava Re sem uporabil metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF) ter vrednotenje na podlagi primerljivih podjetij v sektorju (relativno vrednotenje). V primeru metode DCF sem uporabil dvo in trostopenjski model vrednotenja, v primeru relativnega vrednotenja z uporabo multiplikatorjev pa sem ocenil vrednost Save Re na podlagi primerjav z dvema skupinama podjetij. Na podlagi dobljenih vrednosti sem ocenil vrednost delnice Save Re. V nadaljevanju bom najprej predstavil napoved poslovanja Save Re v prihodnjih letih, kateri sledi izračun vrednosti delnice Save Re po omenjenih metodah.

3.1 NAPOVED POSLOVANJA V PRIHODNJIH LETIH

Na podlagi ocen v prospektu Save Re, historičnih podatkov o rasti trgov, napovedi investicijskih bank Unicredit (Sava Group: The CEE (re)insurance opportunit, 2008, str. 38-44) in Raiffeisen (*Central & Eastern European Strategy. 2nd quarter Outlook*, 2008, str. 40-59) ter lastnih napovedi sem ocenil rast kosmatih zavarovalnih premij na ravni Skupine Sava Re.

Pri napovedovanju rasti sem uporabil tako »top down« kot tudi »bottom up« pristop. V prvem primeru sem ocenil rast zavarovalniških sektorjev po posameznih državah in glede na tržne deleže posameznih družb določil rast zavarovalnih premij na nivoju posamezne zavarovalnice in na nivoju Skupine. V drugem primeru pa sem izhajal iz ocenjenih stopenj rasti posameznih zavarovalnic s strani Save Re ter lastnih ocen rasti posameznih zavarovalnih področij ter premije združil na nivo Skupine.

Na podlagi obeh pristopov sem tako prišel do lastne ocene rasti Save Re v prihodnjih petih letih. Ocenjene vrednosti izkaza uspeha do leta 2010 so prikazane v Tabeli 3. Za podrobnejši prikaz napovedi poslovanja glej Prilogo 3.

Tabela 3: Izkaz uspeha Skupine Sava Re do leta 2007 ter napoved do 2010

IZKAZ USPEHA (v mio EUR)	2005	2006	2007	2008N	2009N	2010N
Čisti prihodi od zavarovalnih premij	108,8	118,6	157,7	204,0	243,7	275,5
<i>Obračunane kosmate zavarovalne premije</i>	126,6	140,5	188,6	244,0	291,5	329,5
Prihodki iz naslova naložb	15,3	16,1	27,1	19,5	23,0	28,5
Drugi prihodki	-15,8	-16,7	-15,1	-14,8	-14,5	-14,4
Skupni prihodki	108,2	118,0	169,8	208,8	252,2	289,6
Čisti odhodki za škode	75,2	77,4	97,9	126,5	151,1	170,8
Obratovalni stroški	17,3	20,1	34,8	49,0	60,9	70,2
Drugi odhodki	4,7	4,7	9,9	12,8	15,3	17,3
Skupni odhodki	97,1	102,2	142,6	188,3	227,4	258,4
Dobiček pred davki	11,1	15,8	27,2	20,5	24,9	31,2
Plačani in odloženi davki	2,3	2,9	6,3	4,5	5,2	6,2
Čisti dobiček	8,8	12,9	20,8	16,0	19,6	25,0
Čisti dobiček večinskega lastnika	8,8	12,9	20,2	15,5	19,1	24,2

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 8, Lastne napovedi.

Za leto 2008 sem ocenil 29,4% rast kosmatih zavarovalnih premij glede na leto 2007, kar znaša 244 mio EUR pobranih premij. Glavna razloga za tako visoko rast sta v povečanju števila konsolidiranih družb¹³ v Skupini glede na leto 2007 ter predpostavki, da bo Sava Re del sredstev iz dokapitalizacije¹⁴ namenila za prevzeme zavarovalnih družb, ki bodo dodatno prispevale k skupnim premijam. Rast kosmatih premij v letu 2008 za matična družbo Sava Re je ocenjena na 11,8%, rast premij preostalih družb v Skupini pa na 24,9%.

V letih 2009 in 2010 sem napovedal zmanjšanje rasti. Za leto 2009 sem tako napovedal 19,5% rast, za leto 2010 pa 13% rast kosmatih premij. Nekoliko višja rast v letu 2009 je posledica novih prihodkov z naslova prevzemov iz dokapitalizacijske mase. V letu 2010 pa je rast izključno posledica organske rasti zavarovalnih družb znotraj Skupine. Do leta 2012 sem ocenil umiritev rasti na 11,5%.

Glede na ocenjene čiste prihodke¹⁵ od zavarovalnih premij sem izračunal dobiček¹⁶. V letu 2008 sem predvidel za 23,4% nižji dobiček kot v letu 2007. Glavni razlog je v izrednih prihodkih, ki jih je imela Sava Re zaradi prodaje deleža v Zavarovalnici Triglav. Ocenjena profitna marža za leto 2008 tako znaša 7,6% kateri sledi dobiček v višini 15,5 mio EUR. Za leti 2009 in 2010 sem predvidel porast profitne marže na 7,8% in 8,8%. Od leta 2010 sem pa sem predvidel konstantno 8,8% profitno maržo.

3.2 VREDNOTENJE PO METODI DCF

Kot sem napisal že v prvem delu diplomske naloge, se za ocenitev vrednosti po metodi DCF uporablja diskontirane vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Za finančna podjetja je bolj primerna ocena prostih denarnih tokov lastnikom kapitala (FCFE), ki jih diskontiramo na sedanjo vrednost s pomočjo ocene stroškov (zahtevane stopnje donosa) lastniškega kapitala.

Za ocenitev vrednosti sem uporabil dvo in trostopenjski model DCF. V primeru dvostopenjskega modela sem napovedal denarne tokove lastnikom kapitala za prihodnjih pet let do leta 2012 ter ga označil za obdobje visoke rasti. Vrednost v obdobju po letu 2012 pa sem označil kot preostalo vrednost. Ocenjene vrednosti sem diskontiral z oceno stroškov lastniškega kapitala.

Podobno sem storil v trostopenjskem modelu DCF s pomembno razliko v obdobju po letu 2012. V prvem obdobju do leta 2012 sem predpostavil obdobje visoke rasti, ki mu sledi petletno obdobje umiranja. Dobljene vrednosti sem diskontiral s pomočjo ocenjenih stroškov lastniškega kapitala. Vrednost po letu 2017 pa sem določil kot preostalo vrednost.

¹³ V letu 2007 je Sava Re prevzela zavarovalnico v Črni Gori Montenegro Osiguranje, ki pa v letu 2007 še ni bila konsolidirana.

¹⁴ Hkrati z javno ponudbo delnic v mesecu maju 2008 je Sava Re izpeljala tudi dokapitalizacijo v višini 42 mio EUR. V analizi sem predpostavljal, da bo okrog 25 mio EUR namenjenih za širitev v letu 2008, preostanek pa v letu 2009. Za podrobno razlago glej Prilogo 3.

¹⁵ Čisti prihodki od zavarovalnih premij so izračunani kot delež obračunanih kosmatih zavarovalnih premij, pri čemer sem predpostavljal konstantno razmerje na podlagi razmerja iz leta 2007 (glej Tabelo 9 v Prilogi 3).

¹⁶ Dobiček se nanaša na dobiček večinskega lastnika, kjer ni vštet dobiček manjšinskih lastnikov.

3.2.1 Ocena stroška lastniškega kapitala

Za ocenitev stroškov lastniškega kapitala potrebujemo netvegano obrestno mero, tržno premijo za tveganje in beto:

$$C_E = r_f + r_m * \beta \quad (19)$$

Za netvegano obrestno mero (r_f) sem izbral 10 letno nemško Evro obveznico, saj po mojem mnenju predstavlja najboljši približek teoretskim zahtevam, predstavljenim v poglavju o netvegani obrestni meri. Donosnost do dospelja te obveznice na dan 31.5.2008 je znašala 4,44%.

Tržna premija za tveganje (r_m) je sestavljena iz dveh delov. Temelj predstavlja zgodovinska tržna premija za tveganje za razvite trge, ki je določena s pomočjo geometrične sredine na podlagi razlike v donosnosti ameriških zakladnih obveznic ter donosom indeksa S&P 500. Temu sem dodal premijo za nerazvite trge, ki se za obdobje napovedovanja spreminja, saj se tveganje spreminja z deležem pobranih premij v celotnih premijah Skupine Save Re po posameznih državah. Ocenjena tržna premija za tveganje tako v letu 2008 znaša 5,6% in se do leta 2012 poveča na 6,0%.

Ker Sava Re v času izdelave analize ni bila prisotna na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, izračun bete (β) na podlagi historičnega gibanja delnice ni bil mogoč. Kot alternativo sem uporabil tehtano sektorsko beto¹⁷ evropskih zavarovalnic in pozavarovalnic, ki znaša 1,24. Ker je poslovanje zavarovalnic in pozavarovalnic v evropskem prostoru zelo podobno in se temu primerno določa tveganost menim, da je izračun bete dober približek tveganosti Save Re.

Diskontnega faktorja za mala podjetja nisem upošteval, ker so po Zakonu o zavarovalništvu zavarovalnice opredeljene kot velike družbe, katerih poslovanje je zakonsko regulirano (Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti 2008, str. 166). Končna ocena stroška lastniškega kapitala po letih, ki z vidika lastnikov podjetja predstavlja zahtevano stopnjo donosa, je podana v Tabeli 4.

Tabela 4: Ocena stroška lastniškega kapitala po letih za Savo Re

	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N
Strošek kapitala	11,4%	11,6%	11,7%	11,8%	11,8%
Beta	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24
Netvegana obrestna mera	4,44%				
Tržna premija za tveganje	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%

Vir: Damodaran, 2007, Bloomberg, Lastni izračuni.

¹⁷ Glede na razmerje med prihodki Skupine Sava Re iz pozavarovalne in zavarovalne dejavnosti v letu 2007 sem določil uteži, ter le te pomnožil z beto pozavarovalnic (1,1) ter zavarovalnic (1,42) izračunanih na strani A. Damodarana (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>).

3.2.2 Denarni tokovi lastnikom kapitala

V prvem delu diplomske naloge sem v poglavju 1.4 predstavil posebnosti pri ocenjevanju denarnega toka zavarovalnic. Če na kratko povzamem lahko rečem, da je denarni tok pri zavarovalnicah pozitivno določen s strani dobička, ki ga ustvarja zavarovalnica ter z zadolževanjem v obliki kratkoročnih in dolgoročnih posojil. Negativno pa je denarni tok določen v obliki povečanja minimalnega kapitala, ki ga na trgu zahteva regulator.

Denarni tok Save Re sem napovedal za naslednjih pet let¹⁸ do leta 2012. Ker v denarni tok ne gre celoten dobiček zavarovalnice, ampak zgolj dobiček večinskega lastnika, sem celotni dobiček zmanjšal za delež manjšinskih lastnikov v višini 2,5% celotnega dobička¹⁹. Pri tem sem predvidel naraščanje profitne marže (le-ta se navezuje na dobiček večinskih lastnikov) iz 7,6% v letu 2008 na 8,8% od leta 2010 dalje. Ocenjeni dobiček za leto 2008 tako znaša 15,5 mio EUR in se do leta 2012, ki je zadnje leto napovedi, poveča na 30,3 mio EUR.

Kapitalsko ustreznost za zavarovalnice določa Zakon o zavarovalništvu. Ta zavarovalnice zavezuje, da morajo imeti minimalni kapital v višini določenega odstotka svojega investicijskega portfelja²⁰. Ta minimalni kapital je z vidika lastnikov kapitala »mrtev«, saj ga zavarovalnica ne more izplačati v obliki dividend. Vsakršno povečanje le-tega tako predstavlja negativen denarni tok z vidika lastnikov kapitala. Za leto 2008 sem ocenil, da se bo potrebni minimalni kapital povečal za 7,0 mio EUR. V naslednjih dveh letih pa sem ocenil povečanje še za nadaljnjih 5,9 in 4,9 mio EUR. Za podrobnejše podatke glej Tabelo 5.

Zadnja postavka v denarnem toku lastnikom kapitala je sprememba zadolževanja zavarovalnice. V letih 2006 in 2007 se je Sava Re zadolžila za 31,1 mio EUR. Glede na višino presežnega kapital nad minimalnim ter dokapitalizacijo, ki je bila izvedena v maju 2008, sem ocenil, da se Savi Re ne bo potrebno zadolževati na novo pred letom 2010. Od tega leta naprej pa sem ocenil postopno povečevanje zadolženosti v fiksnem razmerju glede na kapital zavarovalnice.

Tabela 5: Izračun denarnih tokov lastnikom kapitala za obdobje 2008-2012

VREDNOTENJE - DCF (mio EUR)	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N
Neto premije	204,0	243,7	275,5	308,2	343,6
Profitna marža	7,6%	7,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Čisti dobiček	15,5	19,1	24,2	27,2	30,3
Povečevanje minimalnega kapitala	7,0	5,9	4,9	4,9	4,9
Sprememba dolga	0,0	0,0	2,4	2,6	2,9
FCFE	8,5	13,1	21,7	24,9	28,3

Vir: Lastni izračuni

¹⁸ V praksi velja pet letno obdobje kot obdobje, za katerega se da še dovolj točno napovedati poslovanje podjetja in se zato pri ocenjevanju vrednosti tudi najpogosteje uporablja.

¹⁹ Delež je določen na podlagi zadnjih podatkov manjšinskega deleža čistega dobička Save Re iz leta 2007.

²⁰ Izračun je prikazan v Prilogi 4.

Tabela 5 na strani 34 prikazuje povzetek in izračun denarnih tokov lastnikom kapitala v obdobju 2008-2012. Kot je razvidno iz tabele, se denarni tok najhitreje povečuje v prvih dveh letih. Glavna razloga sta povišanje profitne marže in posledično dobička ter povečanje zadolženosti v letu 2010. Po letu 2010 pa se rast denarnega toka umiri in začne postopno padati²¹.

3.2.3 Preostala vrednost

Vrednost podjetja, izračunano po obdobju ocenitve denarnih tokov, imenujemo preostalo vrednost. Izračunamo jo tako, da zadnji ocenjeni denarni tok lastnikom kapitala pomnožimo z dolgoročno ocenjeno vrednostjo rasti podjetja, dobljeni zmnožek pa delimo z razliko med zahtevano stopnjo donosa lastniškega kapitala v zadnjem letu in dolgoročno rastjo podjetja. Zaradi uporabe dvo ter trostopenjskih modelov vrednotenje se preostala vrednost med modeloma razlikuje.

V dvostopenjskem modelu se preostala vrednost navezuje na vrednost po letu 2012. Ocenjena vrednost prostega denarnega toka lastnikom kapitala v letu 2012 znaša 28,3 mio EUR. Ocenjena dolgoročna rast Save Re znaša 4% na leto, zahtevana stopnja lastniškega kapitala v letu 2012 pa 11,8%:

$$\text{Preostala vrednost dvostopenjskega modela} = \frac{28,3\text{mio} * 4\%}{11,8\% - 4\%} = 374,7 \text{ mio EUR}$$

V trostopenjskem modelu se preostala vrednost navezuje na vrednost po letu 2017. Ocenjena vrednost prostega denarnega toka lastnikom kapitala v letu 2017 znaša 41,5 mio EUR. Ocenjena dolgoročna rast Save Re znaša 4% na leto, zahtevana stopnja lastniškega kapitala v letu 2017 pa 11,8%:

$$\text{Preostala vrednost trostopenjskega modela} = \frac{41,5\text{mio} * 4\%}{11,8\% - 4\%} = 550,4 \text{ mio EUR}$$

3.2.4 Vrednost Save Re po metodi diskontiranih denarnih tokov

Za izračun vrednosti Save Re je potrebno izračunane vrednosti denarnih tokov po posameznih letih in pa preostalo vrednost prenesti na današnjo vrednost. To storimo s pomočjo diskontnega faktorja²², kjer uporabimo zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala. Postopek pretvorbe je prikazan v Tabeli 6 na strani 36.

²¹ Za oceno in izračun denarnega toka po letu 2012 glej Prilogo 5.

²² Ta je popravljen še za obdobje petih mesecev na konec maja 2008 in enako za vsa obdobja napovedi naprej.

Tabela 6: Diskontirani denarni tokovi v obdobju 2008-2017

	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N	2013N	2014N	2015N	2016N	2017N
FCFE	8,5	13,1	21,7	24,9	28,3	30,9	34,3	37,5	39,7	41,5
Diskontni faktor	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34
Diskontiran FCFE	8,0	11,0	16,3	16,7	17,0	16,6	16,5	16,1	15,3	14,3

Vir: Lastni izračuni

Diskontirane proste denarne tokove lastnikom kapitala seštejmo in dobljeno vrednost prištejemo diskontirani preostali vrednosti. Le-ta je diskontirana z zahtevano stopnjo donosa lastniškega kapitala v zadnjem letu obdobja napovedi (2012 v primeru dvostopenjskega modela in 2017 v primeru trostopenjskega modela). Seštevek delimo s številom delnic podjetja²³ in tako dobimo ocenjeno pošteno vrednost delnice Save Re.

Ocenjena vrednost delnice Save Re po dvostopenjskem modelu znaša:

Vrednost v obdobju napovedi (mio EUR)	69,1
Vrednost po obdobju napovedi (mio EUR)	225,6
Vrednost lastniškega kapitala (mio EUR)	294,7
Število delnic (mio)	9,36
Vrednost delnice (EUR)	31,5

Ocenjena vrednost delnice Save Re po trostopenjskem modelu znaša:

Vrednost v obdobju napovedi (mio EUR)	147,9
Vrednost po obdobju napovedi (mio EUR)	189,4
Vrednost lastniškega kapitala (mio EUR)	337,3
Število delnic (mio)	9,36
Vrednost delnice (EUR)	36,0

Tabela 7: Občutljivost delnice na spremembe profitne marže (vrstica) in zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala (stolpec)

Analiza občutljivosti -Enostopenjski model					
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
11,3%	29,9	31,6	33,2	34,9	36,6
11,8%	28,3	29,9	31,5	33,1	34,6
12,3%	27,0	28,4	29,9	31,4	32,9
Analiza občutljivosti -Dvostopenjski model					
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
11,3%	34,8	36,2	37,5	38,9	40,2
11,8%	33,5	34,8	36,0	37,3	38,6
12,3%	32,4	33,5	34,7	35,9	37,1

Vir: Lastni izračuni

²³ Od števila vseh delnic je potrebno odšteti lastne delnice (delnice Save Re, ki jih ima Sava Re).

Na podlagi vrednotenja po metodi DCF lahko zaključim, da se poštena vrednost delnice Save Re giblje nekje med 31,5 EUR in 36,0 EUR. Tabela 7 na strani 36 prikazuje občutljivost delnice na spremembe v profitni marži ter zahtevanem donosu lastniškega kapitala. Sprememba profitne marže za pol odstotne točke tako spremeni vrednost delnice za 5% v dvostopenjskem in 3,4% v trostopenjskem modelu. Sprememba za pol odstotne točke v zahtevani stopnji donosa pa spremeni vrednost za 5,3% in 4,2% glede na model. Za bolj podrobno analizo in tveganja, povezana z modelom in vrednotenjem Save Re, glej Priloge 5 in 6.

3.3 METODA RELATIVNEGA VREDNOTENJA

V poglavju 1.6 sem predstavil razloge za uporabo relativnega vrednotenja in multiplikatorje, ki so najbolj primerni za vrednotenje finančnih podjetij, med katere sodijo tudi zavarovalnice. V tem delu diplomske naloge predstavljam oceno vrednosti delnice na podlagi metode relativnega vrednotenja.

Glavni problem s katerim sem se srečal pri metodi relativnega vrednotenja so primerljive zavarovalnice. Skupina Sava Re je relativno majhna glede na primerljiva podjetja, premije pa se dokaj enakomerno porazdeljene med pozavarovalno in zavarovalno dejavnost. Poleg tega Sava Re doživlja nadpovprečno rast glede na sektor. Nenazadnje pa velja tudi omeniti, da na trgu ni prisotne zavarovalnice ali pozavarovalnice, ki bi imela popolnoma enako geografsko usmeritev kot jo ima Sava Re.

Omenjene pomanjkljivosti sem poizkušal v določeni meri izločiti s tem, da sem v analizi podjetja razdelil v dve skupini. V prvo skupino sem uvrstil evropske pozavarovalnice, v drugo pa po rasti, velikosti in tržni strukturi podobne zavarovalnice. Vrednost Save Re na podlagi relativnega vrednotenja sem tako določil na podlagi dodeljenih uteži obema skupinama. Podlaga za utež pa je bil delež pozavarovalnih in zavarovalnih premij v skupnih premijah Save Re.

V analizo multiplikatorjev sem vključil multiplikator dobička (P/E), multiplikator knjigovodske vrednosti (P/B) ter multiplikator neto pobranih premij (P/NWP). Pri multiplikatorjih P/E in P/B sem uporabil tako multiplikatorje sedanje vrednosti kot tudi multiplikatorje prihodnje vrednosti. Zaradi krize na finančnih trgih ter posledično nizkih tečajev delnic finančnih podjetij pa sem v analizo vključil tudi povprečno vrednost multiplikatorja v zadnjih petih letih. Vrednost multiplikatorjev na podlagi median in vrednost delnice Save Re na podlagi relativnega vrednotenja je predstavljena v Tabelah 8 in 9 na strani 38.

Iz Tabele 9 na strani 38 je razvidno, da je vrednost delnice Save Re glede na posamezni multiplikator precej različna in se giblje med 17,2 EUR in 28 EUR na delnico. Izračunana vrednost kot aritmetično povprečje vrednosti dobljenih iz multiplikatorjev na dan 31.5.2008 poda ceno 22,7 EUR na delnico. Pri tem opozarjam, da na trgu ni povsem primerljivih podjetij Savi Re.

Tabela 8: Multiplikatorji primerljivih podjetij

Pozavarovalnica	P/E				P/B				P/NWP
	ZDM	2008N	2009N	5 LP	ZDM	2008N	2009N	5 LP	
Swiss Re	8,3	7,1	6,4	10,5	1,0	0,8	0,8	1,3	1,0
Muenchener Re	6,7	7,8	7,6	7,6	1,1	1,0	0,9	1,1	0,7
Hannover Re	5,6	7,7	7,6	21,7	1,4	1,2	1,1	1,4	0,6
Koelnische Re	9,3	n.p.	n.p.	9,0	2,1	n.p.	n.p.	1,4	1,4
SCOR SE	7,4	7,8	6,8	n.p.	0,8	0,8	0,7	0,9	0,7
Amlin PLC	3,9	6,3	7,9	6,0	1,3	1,2	1,1	1,5	1,4
Paris Re	14,2	5,3	6,1	n.p.	0,5	0,5	0,6	n.p.	1,1
Mediana	7,4	7,4	7,2	9,0	1,1	0,9	0,8	1,3	1,0
Povprečje	7,9	7,0	7,1	11,0	1,2	0,9	0,9	1,2	1,0

Zavarovalnica	P/E				P/B				P/NWP
	ZDM	2008N	2009N	5 LP	ZDM	2008N	2009N	5 LP	
VIG	18,7	14,7	12,1	27,9	1,9	1,7	1,6	2,8	1,0
Uniqa	9,3	10,8	9,9	17,6	1,7	1,4	1,2	2,2	0,6
Aksigorta AS	12,8	17,7	15,6	18,5	0,9	0,8	0,8	1,6	4,0
Croatia Osiguranje	28,9	n.p.	n.p.	n.p.	4,5	n.p.	n.p.	n.p.	1,2
Anadolu Sigorta	n.p.	6,2	5,5	10,1	0,7	0,5	0,5	1,0	n.p.
Mediana	15,7	12,8	11,0	18,0	1,7	1,1	1,0	1,9	1,1
Povprečje	17,4	12,4	10,8	18,5	1,9	1,1	1,0	1,9	1,7

Legenda: ZDM – zadnjih dvanajst mesecev; N - napoved

Vir: Bloomberg

Tabela 9: Vrednost delnice Save Re glede na posamezen multiplikator

	P/E				P/B				P/NWP
	TTM	2008N	2009N	5 LP	TTM	2008N	2009N	5 LP	
Pozavarovalnice	16,5	12,6	15,1	15,4	20,2	21,8	22,1	23,4	16,2
Zavarovalnice	35,0	21,8	23,1	30,8	30,9	27,5	26,5	33,7	18,4
Sava Re	24,7	17,4	19,5	23,4	25,0	24,8	24,5	28,0	17,2

Vir: Lastni izračuni

3.4 POVZETEK VREDNOTENJA

V postopku vrednotenja Save Re sem uporabil metodo diskontiranih denarnih tokov ter metodo relativnega vrednotenja na podlagi multiplikatorjev. Dobljene vrednosti Save Re pa se med seboj precej razlikujejo. Na podlagi dvostopenjskega modela vrednotenja sem dobil vrednost Save Re 31,5 EUR na delnico, na podlagi trostopenjskega modela pa 36,0 EUR na delnico. Vrednost Save Re, računane po metodi relativnega vrednotenja, pa znaša 22,7 EUR na delnico.

V postopku vrednotenja sem uporabil podatke, ki so bili v tistem trenutku znani. Novice in dogajanja na trgih, ki bi direktno vplivali na poslovanje, bi z gotovostjo spremenili tudi ocenjeno vrednost. Vendar pa le-teh ni mogoče napovedati in natančno oceniti, zato v končnem izračunu vrednosti niso upoštevani. Morda najboljši odgovor na prenekatere kritike stalnega spreminjanja vrednotenj in vrednosti ob novih informacijah na trgu je ob priliki izrekel Lord Keynes, ko so ga

nekoč kritizirali, da je spremenil svoj pogled na nek ekonomski problem: »Ko se spremenijo dejstva, si tudi jaz premislim.« (Damodaran, 2002, str. 4).

Osebnostno menim, da je v primeru Save Re metoda diskontiranih denarnih tokov bolj primerna od metode relativnega vrednotenja. Menim, da metoda DCF v danem primeru bolje upošteva rast Save Re kot pa metoda relativnega vrednotenja. Poleg tega pa na trgu ni povsem primerljivih zavarovalnic in pozavarovalnic, kar zmanjšuje natančnost in ustreznost metode relativnega vrednotenja.

V primerjavi ustreznosti dvo in trostopenjskega modela vrednotenja bi dal vsebinsko prednost trostopenjskemu modelu. Ker je Sava Re visoko rastoče podjetje, je potrebno to pri napovedovanju upoštevati in razvoj podjetja razdeliti v več faz. S tem ocenimo vrednost skozi celotni razvojni cikel. Vendar pa je ta prednost tudi pomanjkljivost, saj je napovedovanje za obdobje več kot petih let zelo težavno in pogosto zelo netočno. Potrebno je veliko predpostavk in le majhne spremembe v teh navadno močno vplivajo na izračunano vrednost. Zato je z vidika točnosti napovedi bolj primeren dvostopenjski model.

Katera je prava vrednost Save Re? Ob danih informacijah in trenutnih razmerah na trgih lahko rečem, da se poštena vrednost giblje med 31,5 in 36,0 EUR na delnico. Katero vrednost na koncu izberemo, pa je stvar individualne presoje posameznika.

SKLEP

Eno najbolj zanimivih dejstev, s katerim se sreča analitik pri svojem delu je, da lahko uporablja povsem enak teoretični model kot njegov kolega analitik, a kljub temu ocenjena vrednost podjetja na koncu najverjetneje ne bo povsem enaka. Razlika, do katere pride, navadno izhaja v določitvi predpostavk in upoštevanja informacij iz okolja. Te pa so plod subjektivnih ocen vsakega posameznika in prav zato smo v praksi priča različnim ocenam in priporočilom o nakupu delnic.

V diplomskem delu sem na podlagi pristopa diskontiranih denarnih tokov ter relativnega vrednotenja podal oceno poštena vrednosti Save Re. Čeprav so dobljene vrednosti med seboj različne, pa so povsem v skladu s teorijo. Kot sem pokazal z izračunom v prvem poglavju, je vrednost vsakega podjetja določena z rastjo podjetja, donosom na novo investiran kapital ter stroškom kapitala. Ker so bile ocenjene stopnje rasti pri vsakem modelu nekoliko različne, so bile različne tudi končne izračunane vrednosti. Te niso zgolj tri različne številke, ampak tudi praktičen dokaz teoretskega modela, da je rast ena izmed bistvenih postavk vrednosti. Višja kot je ocenjena rast, višja je tudi vrednost.

Pri relativnem vrednotenju je vrednost Save Re določena s strani sektorja, v katerem podjetje posluje. Izračunana vrednost nam torej kaže, kakšna bi bila vrednost podjetja, če bi imelo enako rast, enako tveganje in enako dobičkonosnost kot jo povprečno podjetje v zavarovalniškem sektorju. Moja ocena je, da v primeru Save Re metoda relativnega vrednotenja ni najbolj

primerna iz dveh razlogov. Prvi razlog je, da na trgu ni povsem primerljivih zavarovalnic oziroma pozavarovalnic, zato metoda že v svoji osnovi ni najbolj primerna. Drugi razlog pa je, da je rast Save Re bistveno višja kot rast »primerljivih« podjetij, posledično pa dobljena vrednost na podlagi relativnega vrednotenja kaže podcenjenost.

Bolj primerna oblika vrednotenja Save Re je metoda diskontiranih denarnih tokov, saj po mojem mnenju v danem primeru bolje upošteva rast Save Re kot pa metoda relativnega vrednotenja. Metoda je vsebinsko razdeljena na dva modela, ki se razlikujeta v ocenjeni stopnji rasti po prvem pet letnem obdobju. Posledično pa zaradi tega pride do odstopanja v ocenjeni vrednosti. Svoje poglede in argumente sem predstavil v obeh primerih, hkrati pa za oba modela definiral tudi jasne predpostavke.

Z vidika vrednotenja je torej bistveno, da poleg izbranega teoretičnega modela nazorno pokažemo in obrazložimo tudi uporabljene predpostavke. Na koncu pa naj bralec analize sam presodi ali se s predpostavkami in ocenami vrednosti strinja ali ne. S tem, ko analitik prikaže svoj pogled na vrednotenje podjetja, hkrati dopusti bralcu, da poda svojo oceno ustreznosti analize ter se posledično odloči o vstopu v investicijo.

LITERATURA IN VIRI

1. *Annual report for 2006 and Statistical Report on Insurance market in 2007*. (2008). Pristina: Central Banking Authority of Kosovo. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.cbak-kos.org/Publications/CBAK%20Bulletin%20no.6.pdf>.
2. Bloomberg. Najdeno maja 2008 v bazi podatkov Bloomberg.
3. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2004). *Intermediate financial management*. (8th ed.) Thomson South-Western: ZDA.
4. Bodie, Z. & Merton, R. C. (1998). *Finance*. (Preliminary ed.) New Jersey: Prentice Hall.
5. *Central & Eastern European Strategy. 2nd quarter Outlook*. (2008) Dunaj: Raiffeisen Research GmbH.
6. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. (3rd ed.) New York: McKinsey&Company.
7. Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techiques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
8. Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation*. New York: Prentice Hall PTR.
9. Damodaran A. (2007). *Spletna baza izračunov in preračunov avtorja*. Najdeno 12. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
10. Derrig R. A. & Orr E. D. (2003). *Equity Risk Premium: Expectations Great and Small*. Boston: AIB.
11. Ekonomske analize/april 2008. (2008). *Ekonomsko ogledalo*. (Št. 4, 14. maj 2008). Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
12. *European Insurance in Figures in 2006. CEA Statistics No 31*. (2007). Brussels: Comité Européen des Assurances. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.cea.eu/uploads/DocumentsLibrary/documents/CEA%20-%20Annual%20Report%202006-2007.pdf>.
13. *Fair Value of insurance liabilities: Principles and methods*. (2002). Washington: American Academy of Actuaries. Najdeno 2. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.actuary.org/pdf/finreport/fairval_sept02.pdf.

14. *Financial Sector Restructuring and Regional Integration in the Western Balkans*. (2007). Brussels: European Commission - World Bank: Office for South East Europe. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.seerecon.org/gen/Documents/SEE%20Financial%20Markets%20_8%20Feb%2007_.pdf.
15. Goldfarb, R. (2005). *P&C Insurance Company Valuation. CAS Exam 8 Study Note*. Najdeno 24. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.casact.org/library/studynotes/goldfarb8.pdf>.
16. *Insurance Sector in the Republic of Serbia. Annual report for 2007*. (2008). Belgrade: National Bank of Serbia. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.nbs.yu/export/internet/english/60/60_6/annual_report_2007.pdf.
17. *Insurance Sector in Serbia. Third Quarter Report*. (2007). Belgrade: National Bank of Serbia. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu http://www.nbs.yu/export/internet/english/60/60_6/third_quarter_2007.pdf.
18. Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. (4th ed.) New Jersey: McKinsey&Company.
19. Norčič, O. (1994). *Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli*. Ljubljana: ČZ Uradni list Republike Slovenije.
20. Petrič, O. M. (2003). *Naložbena politika Pozavarovalnice Triglav Re*. [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
21. *Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti*. (2008). Ljubljana: Pozavarovalnica Sava.
22. Reilly, F. K. & Brown, K.C. (2003). *Investment Analysis and Portfolio Managment*. (7th ed.) Masonic (Ohio): South-Western.
23. *Sava Group: The CEE (re)insurance opportunity*. (2008). Vienna: Unicredit CAIB AG Global Research.
24. *Spletna stran Slovenskega zavarovanega združenja*. Najdeno 23. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.szz.si>.
25. *Statistično zavarovalniški bilten 2007*. (2007). Ljubljana: Slovensko zavarovalno združenje.
26. Pučnik, M. (2004). *Vrednotenje skupine Mercator*. [diplomsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

27. Škof, M. (1994). *Vrednotenje podjetij*. [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Veselinovič, D. (1995). *Borzni priročnik*. (2. izd.) Ljubljana: Gospodarski vestnik.
29. *World Economic Outlook*. (2008). Washington: International Monetary Fund.
30. Yee Chong Y. (2004). *Investment Risk Managment*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.

PRILOGA

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: PREDSTAVITEV POZAVAROVALNICE SAVA.....	3
PRILOGA 2: POSLOVANJE SKUPINE SAVA RE V OBDOBJU 2005-2007.....	5
PRILOGA 3: NAPOVED POSLOVANJA SAVA RE V OBDOBJU 2008-2012.....	8
PRILOGA 4: KAPITALSKA USTREZNOST IN MINIMALNI KAPITAL SAVA RE.....	12
PRILOGA 5: PRIKAZ POSTOPKOV VREDNOTENJA TER ANALIZA OBČUTLJIVOSTI.....	13
PRILOGA 6: TVEGANJA POVEZANA Z VREDNOTENJEM	16
PRILOGA 7: STRUKTURA ZAVAROVALNIŠKEGA SEKTORJA V SLOVENIJI	18
PRILOGA 8: SLOVAR IZRAZOV	20

PRILOGA 1: Predstavitev Pozavarovalnice Sava

Pozavarovalnica Sava (Sava Re) je največja slovenska pozavarovalnica in ena največjih lokalnih pozavarovalnic v regiji Srednje in Vzhodne Evrope (CEE regija). Poleg temeljne dejavnosti pozavarovalnih storitev nudi tudi produkte premoženjskih in življenjskih zavarovanj. Glavni pozavarovalniški trg Sava Re je Slovenija, v zadnjih dveh letih pa so svoje posle razširili tudi preko meja na razvijajoče se zavarovalne trge v Srbiji, na Kosovu, v Črni gori in Makedoniji.

Sava Re je bila ustanovljena leta 1973 kot pozavarovalni oddelek Zavarovalnice Sava. Štiri leta kasneje je bil oddelek pozavarovanja ločen od matične družbe in bil registriran pod imenom Pozavarovalna Skupnost Sava, kot pozavarovalna družba v družbeni lasti, ki je delovala v skladu z jugoslovansko zakonodajo. Leta 1990 se je podjetje registriralo kot delniška družba v skladu s tedaj veljavnim Zakonom o podjetjih, ki je bil uveljavljen po prehodu Slovenije v tržno gospodarstvo. Razen novo vplačanega kapitala, kapital družbe ni bil dodeljen določenim lastnikom in je dejansko ostal v lasti Republike Slovenije. Leta 2003 je bil nenominirani osnovni kapital družbe prenesen v last Slovenske odškodninske družbe (SOD), holdinške družbe za gospodarsko premoženje v lasti Republike Slovenije.

Anorgansko širitev Sava Re lahko razdelimo na dva dela. V prvi fazi je podjetje razširilo svojo dejavnost na segment premoženjskih in življenjskih zavarovanj v Sloveniji. Decembra 1998 se je tako Sava Re prvič anorgansko razširila z nakupom Zavarovalnice Tilia. Leto kasneje pa so začeli vstopati v lastniško strukturo v Zavarovalnici Maribor, eno izmed največjih slovenskih zavarovalnic življenjskih in premoženjskih zavarovanj in največji uporabnici pozavarovalnih storitev Sava Re, kjer ima sedaj Sava Re 45,79% lastniški delež. Druga faza anorganske širitve pa se nanaša na širitev zavarovalne mreže prek meja Slovenije. Leta 2006 je tako Sava Re pridobila večinske deleže v Dukagjini in Sava Osiguranje na Kosovu in v Srbiji. Lansko leto pa še v Sava Tabak in Montenegro Osiguranje v Makedoniji in Črni gori.

Dejavnost pozavarovanja

Sava Re kot matična družba v Skupini Sava Re sklepa posle premoženjskih in življenjskih zavarovanj. Premoženjsko pozavarovanje zagotavlja kritje zavarovalnicam za produkte premoženjskih zavarovanj. Življenjsko pozavarovanje pa zagotavlja kritje zavarovalnicam za produkte življenjskih zavarovanj, običajno za police, ki jih je potrebno izplačati zaradi smrti zavarovane osebe (tveganje smrti) in za police, ki krijejo stroške, nastale zaradi resne bolezni zavarovane osebe (tveganje obolenosti).

Sava Re ponuja pozavarovalno zaščito strankam tako v Sloveniji, kjer je Sava Re vodilna na trgu, kakor tudi strankam na mednarodnih trgih s poudarkom na regiji Jugovzhodne Evrope ter na trgih bivše Jugoslavije. Najobsežnejša segmenta pozavarovanj sta pozavarovanje avtomobilskih zavarovanj (zavarovanje avtomobilske odgovornosti ter avtomobilskega kaska) in segment požarnega in drugega škodnega pozavarovanja, ki sta prispevala 39,7% oziroma 44,1% konsolidiranih obračunanih kosmatih pozavarovalnih premij v letu 2007.

Dejavnost premoženjskih zavarovanj

Premoženjska zavarovanja v Skupini Sava Re izvajajo odvisne družbe Sava Re (Zavarovalnica Tilia, Sava Osiguranje, Sava Tabak, Montenegro Osiguranje in Dukagjini). Ponujajo vse glavne skupine premoženjskih zavarovanj. S ponudbo premoženjskih zavarovanj v Sloveniji so v Skupini Sava Re pričeli leta 1998 s prevzemom družbe Zavarovalnica Tilia. Od leta 2006 so s prevzemi razširili poslovanje na področju premoženjskih zavarovanj na trgih Črne gore, Makedonije, Srbije in Kosova.

Dejavnost življenjskih zavarovanj

Trenutno izmed družb v Skupini Sava Re življenjsko zavarovanje trži le Zavarovalnica Tilia v Sloveniji. Zavarovalniški posli so pretežno sestavljeni iz produktov vezanih na enote investicijskih skladov (76% zavarovanj) in tradicionalnih mešanih zavarovalnih polic. Zavarovanci, ki sklenejo polico vezano na enote investicijskih skladov, izberejo investicijski sklad ali sklade, kjer dobijo število enot, ki ustreza znesku plačanih premij. Vrednost enot se nato izračuna z uporabo vrednosti sredstev v skladu za ta produkt.

Drugi največji produkt življenjskega zavarovanja so tradicionalne mešane zavarovalne police, klasične zavarovalne police za primer smrti in zavarovanje za doživetje z garantirano obrestno mero. Poleg omenjenih produktov so v ponudbi tudi poklicne pokojninske sheme, posamezne pokojninske varčevalne sheme in skupne sheme življenjskega in invalidskega zavarovanja. Življenjska zavarovanja so v letu 2007 predstavljala 10,5% konsolidiranih obračunanih kosmatih zavarovalnih premij.

PRILOGA 2: Poslovanje Skupine Sava Re v obdobju 2005-2007

Tabela 1: Bilanca stanja Skupine Sava Re

BILANCA STANJA (mio EUR)	2005	2006	2007
Neopredmetena dolgoročna sredstva	0,3	10,3	25,4
Opredmetena osnovna sredstva	5,3	9,1	20,9
Naložbene nepremičnine	5,4	3,1	1,3
Finančne naložbe v pridruženih podjetjih	26,4	29,3	31,0
Skupne finančne naložbe	217,8	236,3	299,9
Znesek ZTR prenesen pozavarovalcem	26,8	17,0	22,4
Terjatve	36,2	44,4	57,6
Denar in denarni ustrezniki	0,3	11,7	4,6
Druga sredstva	12,2	18,4	15,7
Celotna sredstva	330,7	379,6	479,0
Kapital	121,7	136,5	168,6
Kapital večinskih lastnikov	121,6	135,4	163,9
Podrejene obveznosti	0,0	11,6	31,1
Tehnične rezervacije	169,0	184,1	224,1
Druge obveznosti	40,0	47,4	55,2
Skupaj obveznosti	209,0	243,2	310,4

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 9-10.

Tabela 2: Izkaz uspeha Skupine Sava Re

IZKAZ USPEHA (mio EUR)	2005	2006	2007
Obračunane kosmate zavarovalne premije	126,6	140,5	188,6
Čisti prihodi od zavarovalnih premij	108,8	118,6	157,7
Prihodki iz naslova naložb	15,3	16,1	27,1
Prihodki od naložb v povezane družbe	4,9	2,1	1,7
Čisti prihodki od naložb	10,4	14,0	25,5
Drugi zavarovalni prihodki	-16,5	-17,7	-17,6
Drugi prihodki	0,7	1,0	2,5
Skupni prihodki	108,2	118,0	169,8
Čisti odhodki za škode	75,2	77,4	97,9
Sprememba drugih zavarovalno-tehničnih rezervacij	2,3	2,7	4,4
Obratovalni stroški	17,3	20,1	34,8
Drugi zavarovalni odhodki	1,9	1,7	2,9
Drugi odhodki	0,4	0,4	2,6
Skupni odhodki	97,1	102,2	142,6
Poslovni izid pred obdavčitvijo (EBT)	11,1	15,8	27,2
Plačani in odloženi davki	2,3	2,9	6,3
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	8,8	12,9	20,8
Čisti poslovni izid večinskega lastnika	8,8	12,9	20,2

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 8.

Tabela 3: Denarni tokovi Skupine Sava Re

Denarni tokovi (mio EUR)	2005	2006	2007
Čisti denarni tok pri poslovanju	-0,016	13,234	36,434
Čisti denarni tok pri naložbenju	-3,580	-14,275	-69,065
Čisti denarni tok pri financiranju	3,573	12,409	25,535
Čisti denarni tok v obdobju	-0,023	11,368	-7,096

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 6.

Tabela 4: Kazalci poslovanja

	2005	2006	2007
Delež premije v lastni izravnavni	85,9%	84,4%	83,6%
Čisti škodni količnik	69,2%	65,3%	62,0%
Čisti stroškovni količnik	31,4%	32,5%	33,8%
Čisti kombinirani količnik	100,6%	97,8%	95,9%
ROE	7,3%	10,1%	13,5%
ROA	2,7%	3,4%	4,4%
Donosnost naložb	6,4%	6,2%	9,0%
Profitna marža	8,1%	10,9%	13,2%
Operativna marža	10,2%	13,3%	17,2%
Premije/rezervacije	64,4%	64,4%	70,4%
Premije/finančne naložbe	49,9%	50,2%	52,6%

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 9, Lastni izračuni.

Tabela 5: Poslovanje odvisnih družb v skupini Sava Re v letu 2007 (mio EUR)

	Zavarovalnica Tilia	Dukagjini	Sava Osiguranje	Sava Tabak	Montenegro Osiguranje	Zavarovalnica Maribor
Obračunane kosmate zavarovalne premije	58,108	7,705	10,158	14,281	13,145	234,353
Čisti prihodki od zavarovanih premij	39,004	7,391	8,397	9,222	8,966	184,156
Obračunani kosmati zneski škod	31,904	1,345	2,550	5,057	3,844	138,625
Čisti odhodki za škode	23,259	3,429	3,592	4,496	4,443	110,935
Čisti dobiček	0,555	0,418	0,078	0,660	0,011	3,370
Kapital	15,046	2,621	7,207	9,081	4,721	68,956
Kosmate zavarovalnotehnične rezervacije	82,341	7,038	8,058	8,794	7,094	472,972
Bilančna vsota	107,175	10,879	18,760	21,332	12,386	603,430

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 60, Lastni izračuni.

Tabela 6: Pobrane kosmate zavarovalne premije po tipu zavarovanja (v tisoč EUR)

Premije po tipu zavarovanja (EUR 000)	2005		2006		2007	
Pozavarovanje	77.554	61,4%	88.896	63,3%	98.494	52,2%
Premoženjska zavarovanja	42.381	33,5%	43.700	31,1%	80.835	42,9%
Življenska zavarovanja	6.479	5,1%	7.865	5,6%	9.508	5,0%
Skupaj	126.404	100,0%	140.461	100,0%	188.637	100,0%

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 45, Lastni izračuni.

Tabela 7: Pobrane kosmate zavarivalne premije po geografskem izvoru (v tisoč EUR)

Premije po geografskem izvoru (EUR 000)	2005		2006		2007	
Slovenija	103.861	82,2%	109.215	77,8%	121.416	64,4%
Področje nekdanje Jugoslavije	4.730	3,7%	2.474	1,8%	41.525	22,0%
EU brez Slovenije	14.363	11,4%	19.324	13,8%	22.247	11,8%
Drugo	3.450	2,7%	9.448	6,7%	3.448	1,8%
Skupaj	126.404	100,0%	140.461	100,0%	188.637	100,0%

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 45, Lastni izračuni.

Tabela 8: Sestava naložbenega portfelja Save Re v obdobju 2005-2007 (v tisoč EUR)

Naložbeni portfelj (EUR 000)	2005		2006		2007	
Dolžniški vrednostni papirji	115.320	49,2%	123.094	48,0%	134.865	42,7%
Depoziti in potrdila o vlogi	70.427	30,1%	56.836	22,2%	63.175	20,0%
Lastniški vrednostni papirji	5.894	2,5%	12.107	4,7%	29.077	9,2%
Naložbe v povezana podjetja	27.510	11,7%	29.340	11,5%	31.005	9,8%
Vzajemni skladi	9.579	4,1%	22.326	8,7%	41.268	13,1%
Nepremičnine	5.444	2,3%	3.100	1,2%	1.321	0,4%
Drugo	57	0,0%	9.381	3,7%	15.065	4,8%
Skupaj	234.231	100,0%	256.184	100,0%	315.776	100,0%

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 42, Lastni izračuni.

PRILOGA 3: Napoved poslovanja Save Re v obdobju 2008-2012

Napoved poslovanja in rasti prihodkov Skupine Sava Re temelji na več dejavnikih. Pri računanju in napovedih sem se opiral na historične podatke, napovedi uprave Save Re o pričakovani rasti odvisnih družb v prihodnjih petih letih, analize zavarovalniških trgov Slovenije ter zahodnega Balkana s strani investicijskih bank Unicredit in Raiffeisen ter nenazadnje, lastne napovedi.

Napoved rasti premij

Temelj za vse nadaljnje izračune ter oceno poslovanja je ocena rasti obračunanih kosmatih zavarovalnih premij. Do konsolidiranih kosmatih premij sem prišel s seštevkom vseh kosmatih premij odvisnih družb, od katerih sem odštel konsolidacijske izločitve. Rast premij Zavarovalnice Tilia temelji na lastni oceni rasti slovenskega zavarovalniškega trga in trenutnega tržnega deleža. Pri tem je posebej določena rast življenjskih in premoženjskih zavarovanj.

Rast premij Save Re se nanaša na predpostavko, da Sava Re v celoti pozavaruje vsa zavarovanja odvisnih družb ter premije zbrane s strani Zavarovalnice Maribor. Tem pa sem prištel še rast premij, ki jih Sava Re zbere izven Skupine. Rast le-teh je določena na podlagi historičnih podatkov.

Rast ostalih odvisnih družb v Skupini se nanaša na oceno uprave Save Re o povprečni rasti premij v obdobju (PRPO) 2008-2012, ki je predstavljena v Prospektu Save Re. Rasti znotraj obdobja pa so ocene določene na podlagi historičnih podatkov ter lastnih ocen.

Zadnja napoved se nanaša na rast »dokapitalizacijskih prihodkov«. V postopku javne ponudbe delnic maja 2008 je bila izvedena tudi dokapitalizacija Sava Re v višini 42 mio EUR. Razlaga uprave je bila, da bo denar namenjen za širitev ter prevzeme po območju zahodnega Balkana (predvsem vstop na zavarovalniški trg Bosne in Hercegovine). Skladno s tem sem predpostavil, da bo dobra polovica pridobljenih sredstev porabljena v letu 2008, ostalo pa v 2009. Predpostavil sem, da bo prevzemna cena enaka prihodkom ($P/GWP=1$), kar je primerljivo z ostalimi prevzemi v sektorju. Pri tem sem predpostavil konzervativno oceno PRPO v naslednjih petih letih v višini 15%.

Tabela 9: Napoved obračunanih kosmatih zavarovalnih premij v obdobju 2008-2012 ter povprečna rast premij v obdobju (PRPO) po vseh družbah v Skupini Sava Re

Obračunane kosmate zavarovalne premije	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N	PRPO
Zavarovalnica Tilia	67,9	75,9	83,5	90,5	97,6	11,0%
Montenegro Osiguranje	13,5	17,5	21,9	26,9	32,3	25,0%
Sava Osiguranje	12,3	15,4	19,1	23,4	28,6	23,0%
Sava Tabak	16,0	18,6	22,3	25,6	28,7	15,0%
Dukagjini	8,6	10,4	12,2	14,2	16,2	16,0%
Skupina Brez Save Re	118,3	137,7	158,9	180,6	203,3	16,6%
Sava RE	132,5	146,6	161,0	175,6	191,8	10,1%
Dokapitalizacijski prihodki	25,0	45,3	52,5	60,4	69,5	15,0%
Skupaj	275,8	329,5	372,4	416,7	464,6	
Konsolidirane kosmate premije	244,0	291,5	329,5	368,6	411,0	17,1%

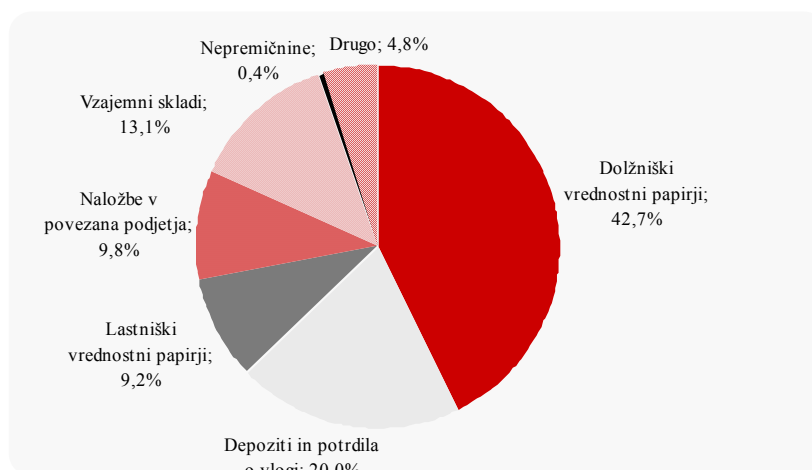
Vir: Lastni izračuni

Natančni podatki o rasti in višini pobrane kosmate zavarovalne premije vseh družb v Skupini je predstavljena v Tabeli 9 v prilogah na strani 8. Napoved rasti v obdobju 2013-2017 je določena na podlagi linearnega postopnega padanja kosmatih zavarovalnih premij iz 10% v letu 2013 do dolgoročne stopnje rasti v višini 4%.

Napoved donosnosti investicijskega portfelja

Pri napovedovanju donosnosti investicijskega portfelja sem upošteval strukturo naložb Save Re v letu 2007 in na podlagi le-te ocenil donosnost. Za leti 2008 in 2009 sem ocenil 4,5 odstotno donosnost. Razlogi za nizko napovedano donosnost so v zelo konzervativni strukturi investicijskega portfelja Save Re (okoli dve tretjini naložb se nanaša na dolžniške vrednostne papirje, denarne vloge in sklade dolžniških papirjev) ter krizi na finančnih trgih, ki se odraža v padcu tečajev delnic. Od leta 2010 dalje sem predvidel 5% donosnost investicijskega portfelja. Višja rast je predvsem posledica predpostavke, da se bodo finančni trgi do leta 2010 umirili in dosegali povprečne donose zadnjih petih let.

Slika 1: Struktura investicijskega portfelja po vrstah naložb Skupine Sava Re



Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 42, Lastni izračuni.

Napoved uspešnosti poslovanja

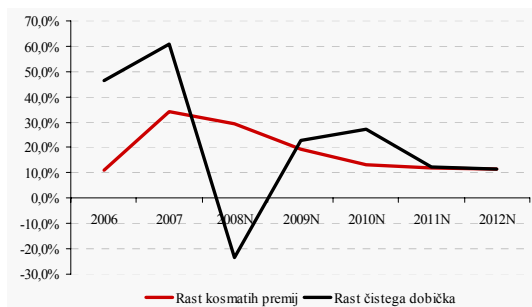
Pri napovedovanju uspešnosti poslovanja Save Re sem ocenil škodne in stroškovne količnike. Predpostavil sem, da bo škodni količnik ostal nespremenjen na ravni iz leta 2007, ki znaša 62%. Na drugi strani sem predpostavil rahel padec stroškovnega količnika in s tem postopno izboljšanje učinkovitosti poslovanja. Ocenjeni kombinirani količnik, ki je sestavljen iz seštevka škodnega in stroškovnega količnika, znaša 94,8% v letu 2008, do leta pa 2012 pa je sem ocenil rahel padec na 94,2%. Ocenjena vrednost je primerljiva z ostalimi zavarovalnicami in pozavarovalnicami v regiji.

Tabela 10: Ocene vrednosti zavarovalnih količnikov

	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N
Delež premije v lastni izravnavni	83,6%	83,6%	83,6%	83,6%	83,6%
Čisti škodni količnik	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%
Čisti stroškovni količnik	32,8%	32,5%	32,3%	32,2%	32,2%
Čisti kombinirani količnik	94,8%	94,5%	94,3%	94,2%	94,2%

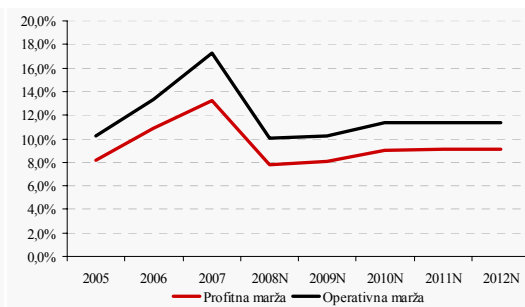
Vir: Lastni izračuni

Slika 2: Rast premij in čistega dobička



Vir: Lastni izračuni

Slika 3: Profitna in operativna marža



Vir: Lastni izračuni

Na podlagi izračunov sem prišel do rasti čistega dobička in operativne ter profitne marže. Za leto 2008 ocenjujem, da bo dobiček padel za okoli 23,4%. Glavni razlog za padec je v izrednih prihodkih, ki jih je imela Sava Re v letu 2007 zaradi prodaje deleža Zavarovalnice Triglav. Rast dobička v letu 2009 in 2010 je ocenjena na 23% in 27%, po letu 2010 pa sem predvidel postopno padanje rasti dobička do dolgoročne vrednosti 4%.

Operativna marža je ocenjena na 10% v letu 2008, do leta 2011 pa naj bi se dvignila na 11,3%, kar je tudi ocenjena dolgoročna marža. Ocenjena dolgoročna profitna marža znaša 9,1%. Gibanje rasti dobička ter profitne in operativne marže je predstavljeno na Slikah 2 in 3. Natančen prikaz postavk ocenjenih prihodkov, odhodkov ter dobička je prikazan v Tabeli 11 v prilogah na strani 11.

Tabela 11: Napoved izkaza uspeha Save Re v obdobju 2008-2012

IZKAZ USPEHA (mio EUR)	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N
Obračunane kosmate zavarovalne premije	244,0	291,5	329,5	368,6	411,0
Čisti prihodi od zavarovalnih premij	204,0	243,7	275,5	308,2	343,6
Prihodki iz naslova naložb	19,5	23,0	28,5	31,7	35,2
Prihodki od naložb v povezane družbe	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
Čisti prihodki od naložb	17,5	20,9	26,2	29,3	32,7
Drugi zavarovalni prihodki	-18,0	-18,3	-18,7	-19,1	-19,4
Drugi prihodki	3,2	3,8	4,3	4,8	5,4
Skupni prihodki	208,8	252,2	289,6	325,7	364,8
Čisti odhodki za škode	126,5	151,1	170,8	191,1	213,1
Sprememba drugih zavarovalno-tehničnih rezervacij	5,6	6,7	7,6	8,5	9,5
Obratovalni stroški	49,0	60,9	70,2	80,1	91,1
Drugi zavarovalni odhodki	3,8	4,5	5,1	5,7	6,4
Drugi odhodki	3,4	4,1	4,6	5,2	5,7
Skupni odhodki	188,3	227,4	258,4	290,6	325,7
Poslovni izid pred obdavčitvijo (EBT)	20,5	24,9	31,2	35,0	39,0
Plačani in odloženi davki	4,5	5,2	6,2	7,0	7,8
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	16,0	19,6	25,0	28,0	31,2
Čisti poslovni izid večinskega lastnika	15,5	19,1	24,2	27,2	30,3

Vir: Lastni izračuni

Tabela 12: Napoved bilance stanja Save Re v obdobju 2008-2012

BILANCA STANJA (mio EUR)	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N
Neopredmetena dolgoročna sredstva	25,4	25,4	25,4	25,4	25,4
Opredmetena osnovna sredstva	25,8	31,1	35,7	40,2	45,0
Naložbene nepremičnine	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Finančne naložbe v pridruženih podjetjih	34,0	36,0	40,0	42,0	44,0
Skupne finančne naložbe	387,9	463,4	523,8	586,0	653,4
Znesek ZTR prenesen pozavarovateljem	25,1	27,7	30,5	33,2	36,3
Terjatve	74,5	89,0	97,0	107,9	120,3
Denar in denarni ustrezniki	23,1	7,8	8,3	9,2	10,3
Druga sredstva	21,9	27,1	24,7	25,7	23,5
Celotna sredstva	619,0	708,9	786,5	871,0	959,5
Kapital	226,5	246,2	265,2	285,8	308,6
Kapital večinskih lastnikov	220,9	240,0	258,6	278,6	300,9
Podrejene obveznosti	31,1	31,1	33,5	36,1	39,0
Tehnične rezervacije	289,9	346,3	391,4	437,9	488,2
Druge obveznosti	71,4	85,3	96,4	111,2	123,7
Skupaj obveznosti	392,4	462,7	521,3	585,3	651,0

Vir: Lastni izračuni

PRILOGA 4: Kapitalska ustreznost in minimalni kapital Sava Re

Kapitalska ustreznost zavarovalnice se nanaša na minimalni kapital določen s strani regulatorja, ki ga mora zavarovalnica prispevati k tveganju investicijskega portfelja in je določen z zakonom. Ustreznost se računa glede na vrsto zavarovalnih poslov in se razlikuje glede na življenjska in premoženjska zavarovanja.

Pri računanju kapitalske ustreznosti Sava Re na ravni Skupine sem naletel na kup praktičnih težav. Na eni strani sem bil omejen s natančnimi podatki, na drugi strani pa gre pri kapitalski ustreznosti pogosto za »osebno« presojlo regulatorja o ustreznosti minimalnega kapitala zavarovalnice. Dodatni problem pri računanju kapitalske ustreznosti predstavlja dejstvo, da se kapitalska ustreznost nanaša na vsako zavarovalnico v skupini posebej.

Možno rešitev za omenjeni problem ponuja Koller (Koller et al., 2005, str. 666), ki priporoča, da v tem primeru gledamo na zavarovalnice kot kapitalsko ustrezne, za minimalni kapital pa vzamemo knjigovodsko vrednost zadnjega leta. Vendar pa zaradi velike količine preseženega kapitala pri Savi Re ta metoda po mojem mnenju ni najboljša (glej Tabelo 13).

Tabela 13: Zahtevani in presežni kapital Sava Re med leti 2005 in 2007

Sava Re	2005	2006	2007
Razpoložljivi kapital	43,2	62,8	59,7
Zahtevani min. kapital	11,8	13,1	16,2
Presežni kapital	31,4	49,6	43,5

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 76-77.

Druga možnost rešitve problema pa je, da gledamo zadnje finančne podatke in glede na odstotek zahtevanega minimalnega kapitala glede na celoten investicijski portfelj določimo to isto razmerje za fiksno in ga uporabimo pri napovedovanju minimalnega kapitala za naprej. Ker je večanje investicijskega portfelja vezano na pobrane premije zavarovalnice, je temu primerno večanje minimalnega kapitala zavarovalnice vezano tudi na dinamiko rasti zavarovalnice.

Minimalni kapital Skupine Sava Re sem napovedal na podlagi preteklih deležev minimalnega kapitala glede v celotnem investicijskem portfelju Skupine. Ker je prišlo leta 2007 do širitve in prevzemov, se je delež minimalnega kapitala tega leta povečal za 0,5 odstotne točke na 7,7%. Do tega leta se je kapitalska ustreznost računala zgolj na pozavarovalnico Sava Re ter zavarovalnico Tilija. Od leta 2007 naprej pa se računa poleg omenjenih dveh tudi kapitalska ustreznost novih družb v Skupini: Sava Tabak, Sava Osiguranje, Dukagjinija ter Montenegro Osiguranja. Pri napovedi za celotno obdobje 2008-2017 sem tako uporabil enako razmerje kot v letu 2007.

Tabela 14: Minimalni potrebni kapital Skupine Sava Re med leti 2005 in 2007 ter napoved za 2008

	2005	2006	2007	2008N
Minimalni kapital	18,0	19,3	25,5	32,5
Delež v naložbah	7,2%	7,2%	7,7%	7,7%

Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 76-77, Lastni izračuni.

PRILOGA 5: Prikaz postopkov vrednotenja ter analiza občutljivosti

Tabela 15: Postopek in ocena vrednosti Save Re po dvostopenjski metodi DCF

VREDNOTENJE - DCF (mio EUR)	2008N	2009N	2010N	2011N	2012N
Neto premije	204,0	243,7	275,5	308,2	343,6
Profitna marža	7,6%	7,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Čisti dobiček	15,5	19,1	24,2	27,2	30,3
Povečevanje minimalnega kapitala	7,0	5,9	4,9	4,9	4,9
Sprememba dolga	0,0	0,0	2,4	2,6	2,9
FCFE	8,5	13,1	21,7	24,9	28,3
Davčna stopnja	22%	21%	20%	20%	20%
Netvegana obrestna mera	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Tržna premija za tveganje	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%
Beta	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala	11,4%	11,6%	11,7%	11,8%	11,8%
Rast v neskončnost	4,0%				
Diskontni faktor	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60
Vrednost v obdobju napovedi (mio EUR)	69,1				
Vrednost po obdobju napovedi (mio EUR)	225,6				
Vrednost lastniškega kapitala (mio EUR)	294,7				
Število delnic (mio)	9,36				
Vrednost delnice (EUR)	31,5				

VIR: Lastni izračuni

Tabela 16: Analiza občutljivosti vrednosti delnice na podlagi dvostopenjskega modela DCF

Analiza občutljivosti - Dolgoročna rast in zahtevana donosnost lastniškega kapitala										
		Dolgoročna rast								
Donosnost lastniškega kapitala	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,50%	4,75%	5,00%	
	9,8%	35,3	36,4	37,6	38,9	40,3	41,9	43,6	45,5	47,5
	10,3%	33,2	34,2	35,3	36,4	37,6	38,9	40,3	41,9	43,6
	10,8%	31,5	32,3	33,2	34,2	35,3	36,4	37,6	38,9	40,3
	11,3%	29,9	30,7	31,5	32,3	33,2	34,2	35,3	36,4	37,6
	11,8%	28,5	29,2	29,9	30,7	31,5	32,3	33,2	34,2	35,3
	12,3%	27,3	27,9	28,5	29,2	29,9	30,7	31,5	32,3	33,2
	12,8%	26,2	26,8	27,3	27,9	28,5	29,2	29,9	30,7	31,5
	13,3%	25,2	25,7	26,2	26,8	27,3	27,9	28,5	29,2	29,9
	13,8%	24,3	24,8	25,2	25,7	26,2	26,8	27,3	27,9	28,5
Analiza občutljivosti - Profitna marža večinskih lastnikov in zahtevana donosnost lastniškega kapitala										
		Profitna marža								
Donosnost lastniškega kapitala	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	
	9,8%	31,9	34,0	36,1	38,2	40,3	42,5	44,6	46,7	48,8
	10,3%	29,8	31,8	33,7	35,7	37,6	39,6	41,5	43,5	45,4
	10,8%	28,0	29,8	31,7	33,5	35,3	37,1	38,9	40,7	42,5
	11,3%	26,5	28,2	29,9	31,6	33,2	34,9	36,6	38,3	40,0
	11,8%	25,2	26,7	28,3	29,9	31,5	33,1	34,6	36,2	37,8
	12,3%	24,0	25,5	27,0	28,4	29,9	31,4	32,9	34,4	35,9
	12,8%	23,0	24,4	25,8	27,1	28,5	29,9	31,3	32,7	34,1
	13,3%	22,0	23,3	24,7	26,0	27,3	28,6	30,0	31,3	32,6
	13,8%	21,2	22,4	23,7	25,0	26,2	27,5	28,7	30,0	31,2

VIR: Lastni izračuni

Tabela 17: Postopek in ocena vrednosti Save Re po trostopenjski metodi DCF

VREDNOTENJE DCF (mio EUR)	2013N	2014N	2015N	2016N	2017N
Neto premije	378,0	410,1	438,8	463,0	481,5
Profitna marža	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Čisti dobiček	33,3	36,1	38,7	40,8	42,4
CAPEX	5,1	4,8	4,3	4,4	4,4
Sprememba dolga	2,7	3,0	3,2	3,4	3,5
FCFE	30,9	34,3	37,5	39,7	41,5
Davčna stopnja	20%	20%	20%	20%	20%
Netvegana obrestna mera	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Tržna premija za tveganje	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Popravljen beta	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Rast v neskončnost					
Diskontni faktor	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34
Vrednost v obdobju napovedi (mio EUR)	147,9				
Vrednost po obdobju napovedi (mio EUR)	189,4				
Vrednost lastniškega kapitala (mio EUR)	337,3				
Število delnic (mio)	9,4				
Vrednost delnice (EUR)	36,0				

Legenda: Za oceno FCFE v obdobju 2008-2012 glej dvostopenjski model.

VIR: Lastni izračuni

Tabela 18: Analiza občutljivosti vrednosti delnice na podlagi trostopenjskega modela DCF

Analiza občutljivosti - Dolgoročna rast in zahtevana donosnost lastniškega kapitala										
Donosnost lastniškega kapitala	Dolgoročna rast									
		3,00%	3,25%	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	4,50%	4,75%	5,00%
	9,8%	39,2	40,2	41,2	42,3	43,5	44,8	46,2	47,8	49,5
	10,3%	37,5	38,3	39,2	40,2	41,2	42,3	43,5	44,8	46,2
	10,8%	36,0	36,7	37,5	38,3	39,2	40,2	41,2	42,3	43,5
	11,3%	34,7	35,4	36,0	36,7	37,5	38,3	39,2	40,2	41,2
	11,8%	33,6	34,1	34,7	35,4	36,0	36,7	37,5	38,3	39,2
	12,3%	32,5	33,0	33,6	34,1	34,7	35,4	36,0	36,7	37,5
	12,8%	31,6	32,1	32,5	33,0	33,6	34,1	34,7	35,4	36,0
	13,3%	30,8	31,2	31,6	32,1	32,5	33,0	33,6	34,1	34,7
	13,8%	30,0	30,4	30,8	31,2	31,6	32,1	32,5	33,0	33,6
Analiza občutljivosti - Profitna marža večinskih lastnikov in zahtevana donosnost lastniškega kapitala										
Donosnost lastniškega kapitala	Profitna marža									
		6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
	9,8%	36,7	38,4	40,1	41,8	43,5	45,2	46,9	48,6	50,2
	10,3%	34,9	36,5	38,1	39,6	41,2	42,7	44,3	45,9	47,4
	10,8%	33,4	34,9	36,3	37,8	39,2	40,7	42,1	43,5	45,0
	11,3%	32,1	33,5	34,8	36,2	37,5	38,9	40,2	41,6	42,9
	11,8%	31,0	32,2	33,5	34,8	36,0	37,3	38,6	39,8	41,1
	12,3%	30,0	31,2	32,4	33,5	34,7	35,9	37,1	38,3	39,5
	12,8%	29,1	30,2	31,3	32,5	33,6	34,7	35,8	36,9	38,0
	13,3%	28,3	29,4	30,4	31,5	32,5	33,6	34,7	35,7	36,8
	13,8%	27,6	28,6	29,6	30,6	31,6	32,6	33,6	34,6	35,6

VIR: Lastni izračuni

Tabela 19: Multiplikatorji primerljivih podjetij in izračun mediane ter povprečja

Pozavarovalnica	ZDM	P/E		P/E 5 LP	ZDM	P/B		P/B 5 LP	P/NWP ZDM
		2008N	2009N			2008N	2009N		
Swiss Re	8,3	7,1	6,4	10,5	1,0	0,8	0,8	1,3	1,0
Muenchener Re	6,7	7,8	7,6	7,6	1,1	1,0	0,9	1,1	0,7
Hannover Re	5,6	7,7	7,6	21,7	1,4	1,2	1,1	1,4	0,6
Koelnische Re	9,3	n.p.	n.p.	9,0	2,1	n.p.	n.p.	1,4	1,4
SCOR SE	7,4	7,8	6,8	n.p.	0,8	0,8	0,7	0,9	0,7
Amlin PLC	3,9	6,3	7,9	6,0	1,3	1,2	1,1	1,5	1,4
Paris Re	14,2	5,3	6,1	n.p.	0,5	0,5	0,6	n.p.	1,1
Mediana	7,4	7,4	7,2	9,0	1,1	0,9	0,8	1,3	1,0
Povprečje	7,9	7,0	7,1	11,0	1,2	0,9	0,9	1,2	1,0

Zavarovalnica	ZDM	P/E		P/E 5 LP	ZDM	P/B		P/B 5 LP	P/NWP ZDM
		2008N	2009N			2008N	2009N		
VIG	18,7	14,7	12,1	27,9	1,9	1,7	1,6	2,8	1,0
Uniqa	9,3	10,8	9,9	17,6	1,7	1,4	1,2	2,2	0,6
Aksigorta AS	12,8	17,7	15,6	18,5	0,9	0,8	0,8	1,6	4,0
Croatia Osiguranje	28,9	n.p.	n.p.	n.p.	4,5	n.p.	n.p.	n.p.	1,2
Anadolu Sigorta	n.p.	6,2	5,5	10,1	0,7	0,5	0,5	1,0	n.p.
Mediana	15,7	12,8	11,0	18,0	1,7	1,1	1,0	1,9	1,1
Povprečje	17,4	12,4	10,8	18,5	1,9	1,1	1,0	1,9	1,7

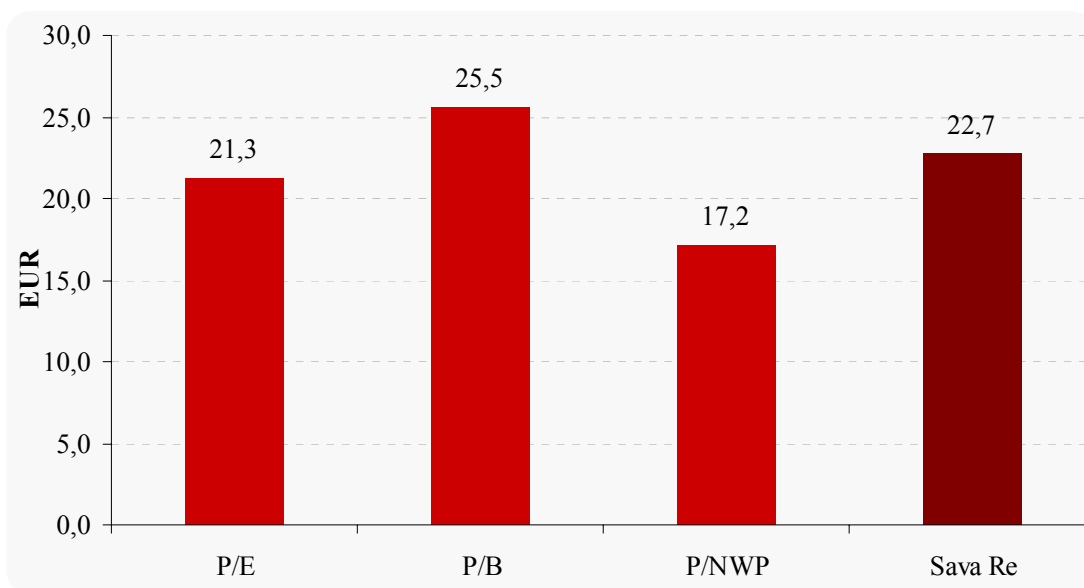
Vir: Bloomberg

Tabela 20: Vrednosti Save Re pri različnih multiplikatorjih median primerljivih podjetij

	TTM	P/E		P/E 5 LP	TTM	P/B		P/B 5 LP	P/NWP TTM
		2008N	2009N			2008N	2009N		
Pozavarovalnice	16,5	12,6	15,1	15,4	20,2	21,8	22,1	23,4	16,2
Zavarovalnice	35,0	21,8	23,1	30,8	30,9	27,5	26,5	33,7	18,4
Sava Re	24,7	17,4	19,5	23,4	25,0	24,8	24,5	28,0	17,2

Vir: Bloomberg, Lastni izračuni.

Slika 4: Vrednost delnice Save Re na podlagi relativnega vrednotenja po vsakem multiplikatorju in končna vrednost kot povprečje vseh multiplikatorjev



VIR: Lastni izračuni

PRILOGA 6: Tveganja povezana z vrednotenjem

- V maju 2008 je bila skupaj z postopkom javne ponudbe delnic Sava Re izpeljana tudi dokapitalizacija v višini 42 mio EUR. Poleg omenjenega zneska je imela Sava Re ob koncu leta 2007 tudi za okoli 43,5 milijona EUR presežnega kapitala nad zahtevanim. Skupaj ima tako sedaj več kot 85 mio EUR kapitala, ki ga lahko uporabi bodisi za konsolidacijo znotraj Skupine ali za prevzeme. Iz tega presežnega kapitala pa sledi tudi veliko tveganje. Poraja se namreč vprašanje ali lahko Sava Re s tem kapitalom zagotavlja ustrezen donos oziroma neko dodano vrednost za delničarje. Donosnost tega kapitala ima namreč neposredno velik vpliv na vrednost podjetja.
- Zavarovalnica Maribor, kjer ima Sava Re 45,6% lastniški delež, predstavlja najpomembnejši vir pozavarovalnih premij za Savo Re (na konsolidirani ravni 30,5%, na nekonsolidirani ravni pa 48,4% kosmatih pozavarovalnih premij). Odvisnost od teh premij za Savo Re predstavlja veliko tveganje v primeru prekinitve sodelovanja. Na drugi strani pa bi prevzem s strani Nove KBM, ki ima največji delež zavarovalnice, pomenil nova sredstva, s katerimi bi morala Sava Re zagotavljati ustrezno donosnost.
- Lastniški delež Zavarovalnice Maribor v izračunani vrednosti je upoštevan zgolj preko udeležbe v dobičku ter pozavarovalnih poslov, ki jih za Zavarovalnico Maribor opravlja Sava Re. Lastniški delež pa ni posebej vrednoten, kar predstavlja dodatno vrednost na izračunano delnico ob predpostavki, da Sava Re v enakovrednem znesku nadomesti ali obdrži izpad prihodkov ob potencialnem koncu opravljanja storitev pozavarovanja za Zavarovalnico Maribor.
- Zaradi nezmožnosti ustvarjanja dobička s strani odvisnih družb bi bila ogrožena rast dobička ter profitna marža celotne Skupine Sava Re. Posledično pa bi to vplivalo na vrednost. Vpliv nižje profitne marže na vrednost delnice je predstavljena v analizi občutljivosti delnice na spremembe v bazičnih predpostavkah (glej vrednotenje po metodi DCF).
- Močna konkurenca na področju pozavarovanja predstavlja tveganje izgube poslov z že obstoječimi zavarovalnicami. Čeprav veliki igralci na trgu (Swiss Re, Munich Re) do sedaj niso bili prisotni na trgih Jugovzhodne ter Vzhodne Evrope, kjer Sava Re pobere največ premij, pa ustanovitev pozavarovalnice znotraj skupine Vienna Insurance Group (VIG) pomeni novo veliko tveganje in direktno zaostritev konkurence. VIG je namreč ena vodilnih zavarovalnih družb v regiji (cilj družbe je zbrati več kot 300 mio EUR pozavarovalnih premij v naslednjih dveh do treh letih).
- Politična nestabilnost regije Zahodnega Balkana predstavlja veliko poslovno tveganje za Savo Re. Neurejen pravni sistem in prisotnost korupcije predstavljata dodatno poslovno tveganje.

- Nizka makroekonomska razvitost SEE regije sicer predstavlja velik potencial za rast. A v isti sapi je treba poudariti, da je zaradi visoke brezposelnosti v regiji, nizkih dohodkov ter plačilne nediscipline rast velikega števila produktov (predvsem pa življenjskega zavarovanja) močno omejena, posledično pa tudi rast premij. Vsakršno poslabšanje ali stagnacija makroekonomske situacije v regiji bi imela velik vpliv na rast odvisnih družb Save Re in na ocenjeno rast Skupine Sava Re.
- Z letom 2012 v veljavo stopi nova direktiva o potrebni minimalni kapitalski ustreznosti pozavarovalnic (Solventnost II). Po novem se bo metoda izračunavanja spremenila iz proporcionalnega sistema v presežnega glede na škode. Posledično pa bo potreba po minimalnem kapitalu višja, manjši pa bo kapital za širitev.
- Zaostritev razmer na kapitalskih trgih bi imela negativen vpliv na vrednost in rast investicijskega portfelja, direktno pa tudi na dobiček, ROE ter FCFE ter vrednost delnice.
- Sava Re ima trenutno bonitetno oceno s strani bonitetne hiše S&P BBB+. Sprememba bonitetne ocene bi lahko imela direkten vpliv na poslovanje in zadolževanje Save Re v prihodnosti.

PRILOGA 7: Struktura zavarovalniškega sektorja v Sloveniji

Tabela 21: Zavarovanja - Slovenija, pobrane premije po vrstah zavarovanj (mio EUR)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	ZDM
Skupaj	1.178,8	1.275,1	1.456,9	1.549,2	1.725,3	1.891,5	1935,2
Rast (leto na leto)		8,2%	14,3%	6,3%	11,4%	9,6%	2,3%
Življenjska zavarovanja	267,4	305,0	429,0	464,8	540,7	606,7	623,9
Rast (leto na leto)		14,0%	40,7%	8,3%	16,3%	12,2%	2,8%
Premoženjska zavarovanja	911,4	970,1	1.027,9	1.084,3	1.184,6	1.284,8	1311,3
Rast (leto na leto)		6,4%	6,0%	5,5%	9,3%	8,5%	2,1%

Legenda: ZDM – zadnjih dvanajst mesecev

Vir: Statistični zavarovalniški bilten 2007, str. 4, Spletna stran Slovenskega zavarovalnega združenja.

Tabela 22: Pozavarovanja - Slovenija, pobrane premije po vrstah zavarovanj (mio EUR)

	2002	2003	2004	2005	2006
Skupaj	126,451	140,894	148,905	161,361	180,619
Rast (leto na leto)		11,4%	5,7%	8,4%	11,9%
Življenjska pozavarovanja	1,047	1,007	0,953	1,007	0,642
Rast (leto na leto)		-3,8%	(0,1)	-9,2%	-36,2%
Premoženjska pozavarovanja	125,404	139,887	147,952	160,354	179,977
Rast (leto na leto)		11,5%	0,1	17,3%	12,2%

Vir: Statistični zavarovalniški bilten 2007, str. 4, Spletna stran Slovenskega zavarovalnega združenja.

Tabela 23: Tržni delež zavarovalnic glede na kosmato obračunano premijo v letu 2007

ZAVAROVALNICA	VSA PREMIJA		PREMOŽENJE		ŽIVLJENJE	
	(v mio EUR)	(v %)	(v mio EUR)	(v %)	(v mio EUR)	(v %)
TRIGLAV	707,658	37,41	482,393	37,54	225,265	37,13
ADRIATIC SLOVENICA	251,211	13,28	233,825	18,20	17,386	2,87
MARIBOR	234,348	12,39	170,673	13,28	63,675	10,50
VZAJEMNA	226,988	12,00	226,988	17,67	0,000	0,00
KAD	118,376	6,26	0,000	0,00	118,376	19,51
TILIA	57,989	3,07	48,481	3,77	9,508	1,57
KD ŽIVLJENJE	57,105	3,02	0,000	0,00	57,105	9,41
GENERALI	52,173	2,76	36,160	2,81	16,013	2,64
TRIGLAV ZDRAVSTVENA	51,573	2,73	51,573	4,01	0,000	0,00
MERKUR	41,425	2,19	6,296	0,49	35,129	5,79
NLB VITA	36,358	1,92	1,404	0,11	34,954	5,76
GRAWE	36,070	1,91	11,716	0,91	24,353	4,01
SID-PKZ	14,058	0,74	14,058	1,09	0,000	0,00
SOP	4,443	0,23	0,000	0,00	4,443	0,73
ARAG	1,209	0,06	1,209	0,09	0,000	0,00
VICTORIA-VOLKSBANKEN	0,530	0,03	0,073	0,01	0,457	0,08
SKUPAJ	1.891,514	100	1.284,849	100	606,665	100

Vir: Spletna stran Slovenskega zavarovalnega združenja

Tabela 24: Tržni delež pozavarovalnic glede na kosmato obračunano premijo v letu 2006

POZAVAROVALNICA	VSA PREMIJA		PREMOŽENJE		ŽIVLJENJE	
	(v mio EUR)	(v %)	(v mio EUR)	(v %)	(v mio EUR)	(v %)
SAVA RE	103,9	57,5	103,4	57,5	0,5	74,2
TRIGLAV RE	76,7	42,5	76,4	42,5	0,2	25,8
SKUPAJ	180,6	100,0	179,9	100,0	0,7	100,0

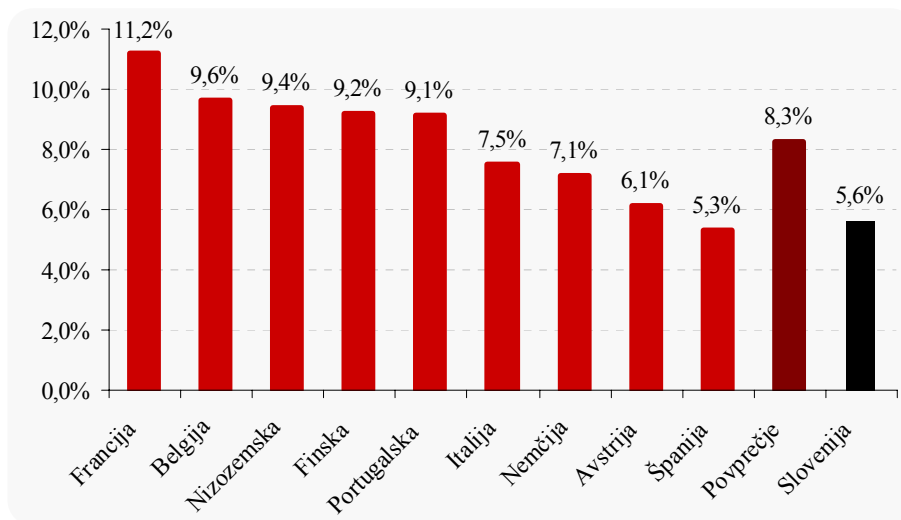
Vir: Statistični zavarovalniški bilten 2007, str. 4

Tabela 25: Zavarovalna gostota in penetracija zavarovalništva v Sloveniji

	2004	2005	2006	2007
Zavarovalna gostota (EUR)	667,0	719,0	800,0	874,0
Penetracija zavarovalništva	5,4%	5,5%	5,7%	5,6%

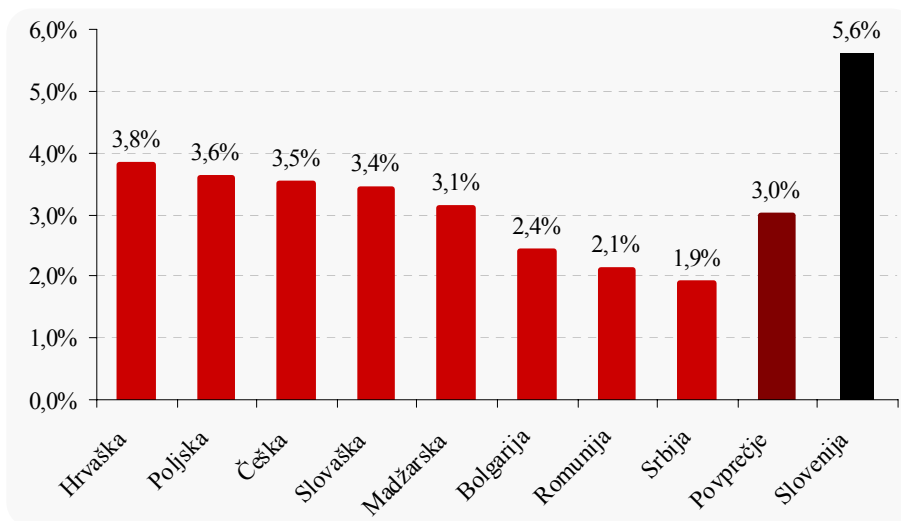
Vir: Statistični zavarovalniški bilten 2007, str. 67, Spletna stran Slovenskega zavarovalnega združenja.

Slika 5: Penetracija zavarovalništva v Zahodni Evropi v letu 2007



Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 55

Slika 6: Penetracija zavarovalništva v regijah CEE in SEE v letu 2007



Vir: Prospekt za ponudbo delnic Pozavarovalnice Sava d.d. javnosti, 2008, str. 54

PRILOGA 8: SLOVAR IZRAZOV

Bonitetna ocena (finančne moči): Mnenja agencij za izdajo bonitetnih ocen glede finančne sposobnosti zavarovalnice ali pozavarovalnice, da izpolni svoje obveznosti po svojih policah.

Donosnost lastniškega kapitala: Dobiček/izguba v obravnavanem obdobju kot odstotek povprečnega delničarskega kapitala. Lahko se izračuna pred obdavčitvijo ali po njej.

Donosnost naložb: Izračuna se kot čisti finančni prihodek kot odstotek finančnih sredstev (vključno z nepremičninami, naložbami v pridružena podjetja in drugimi finančnimi naložbami, vendar brez sredstev v banki ter pokojnin in prihrankov).

Plačilna sposobnost: Sposobnost zavarovalnice, da plača škodne zahteve zavarovalcev.

Pozavarovanje: Zavarovanje za zavarovatelja. Zavarovanje, ki ga zavarovalnica kupi od drugega zavarovatelja, da bi zmanjšala tveganje izvirnega zavarovatelja. Dogovor o pozavarovanju pomeni, da ena zavarovalnica odstopi del svojega tveganja drugemu zavarovatelju, pozavarovatelju. Pozavarovatelj prevzame izpostavljenost v zameno za del premije. Če sija tveganja pozavarovatelju direktnega zavarovatelja ne razreši zakonske odgovornosti za celotno zavarovalno vsoto polic, na podlagi katerih pridobi pozavarovanje. Direktni zavarovatelj ostane odgovoren za celotno škodo in je izpostavljen kreditnemu tveganju, če pozavarovatelj ne izpolni svojih obveznosti po pogodbi o pozavarovanju.

Pozavarovatelj: Zavarovalnice, ki prevzamejo zavarovalna tveganja drugih zavarovalnic, ne da bi same imele kakršnokoli pogodbeno razmerje z zavarovalcem.

Premija: Znesek, ki ga mora zavarovalec (zavarovanec) plačati zavarovatelju in do katerega je zavarovatelj upravičen po polici (zavarovalna pogodba). Dejansko gre za ceno zavarovanja.

Premoženjsko zavarovanje: Premoženjsko zavarovanje se predvsem nanaša na varovanje zavarovalca pred škodo, ki jo povzročijo določena tveganja. Primeri vključujejo avtomobilsko zavarovanje, stanovanjsko zavarovanje, zavarovanje stanovanjskih nepremičnin in zavarovanje zgradb ter poslovno zavarovanje.

Sozavarovanje: Dogovor, pri katerem se dve ali več zavarovalnic in/ali pozavarovalnic dogovori, da bodo sklepale zavarovalne posle na določenem portfelju in v določenih razmerjih; vsak sozavarovatelj je neposredno odgovoren zavarovalcu.

Sestavljeni količnik: Celotni stroški škodnih zahtevkov in izdatki, izraženi kot odstotek prihodkov od zavarovalnih premij v poslovnem letu. Sestavljeni količnik je tudi enak vsoti škodnega količnika in stroškovnega količnika. Sestavljeni količnik lahko vključuje pozavarovanja (kosmati sestavljeni količnik) ali ne (čisti sestavljeni količnik). Čisti sestavljeni količnik se izračuna tako, da seštejemo čisti škodni količnik in čisti stroškovni količnik. Če je

sestavljeni količnik manjši od 100 pomeni, da premije zadoščajo za pokrivanje škod in škod povezanih s to zavarovalno vrsto. Če pa količnik presega vrednost, pa mora zavarovalnica nadomestiti razliko s prihodki od naložb, da bi dosegla pozitiven rezultat.

Stroškovni količnik Izračuna se tako, da delimo odhodke iz poslovanja s prihodki od zavarovalnih premij. Odhodki iz poslovanja vključujejo stroške pridobivanja zavarovanj (stroški trženja v zvezi s policami), administrativne stroške in stroške za zunanje obravnavanje škodnih zahtevkov. Stroškovni količnik lahko vključuje pozavarovanje ali ne. Kosmati stroškovni količnik je razmerje med kosmatimi odhodki in kosmatimi prihodki od zavarovalnih premij. Čisti stroškovni količnik je razmerje med čistimi odhodki iz poslovanja in čistimi prihodki od zavarovalnih premij.

Škodni količnik Izračuna se tako, da delimo odhodke za škode s prihodki od zavarovalnih premij. Kosmati škodni količnik je razmerje med kosmatimi odhodki za škode in kosmatimi prihodki od zavarovalnih premij. Čisti škodni količnik je razmerje med čistimi odhodki za škode in čistimi prihodki od zavarovalnih premij.