

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE

**VREDNOTENJE PODJETJA Z UPORABO TRŽNEGA NAČINA:
PRIMER PODJETJA TELEKOM SLOVENIJE, D. D.**

Ljubljana, maj 2019

AŽBE ZUPAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Ažbe Zupan, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vrednotenje podjetja z uporabo načina tržnih primerjav: primer podjetja Telekom Slovenije, d. d., pripravljene v sodelovanju z mentorjem doc. dr. Matjažem Črnigojem

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ	2
1.1 Prednosti in slabosti relativnega vrednotenja	2
1.2 Izbira primerljivih podjetij	3
1.3 Mnogokratniki	4
1.3.1 Mnogokratniki lastniškega kapitala	4
1.3.1.1 <i>Mnogokratnik cena/donos</i>	4
1.3.1.2 <i>Mnogokratnik cena/denarni tok</i>	5
1.3.1.3 <i>Mnogokratnik cena/dobiček pred obdavčitvijo</i>	5
1.3.1.4 <i>Mnogokratnik cena/prodaja</i>	6
1.3.1.5 <i>Mnogokratnik cena/knjigovodska vrednost</i>	6
1.3.2 Mnogokratniki celotnega kapitala.....	6
1.3.2.1 <i>MVIC/EBITDA</i>	7
1.3.2.2 <i>MVIC/EBIT</i>	7
1.3.2.3 <i>MVIC/SALES</i>	7
2 IZHODIŠČA ZA VREDNOTENJE	7
2.1 Predstavitev podjetja	7
2.1.1 Osnovni podatki	7
2.1.2 Poslovni model podjetja	8
2.1.3 Lastniška struktura in podatki o delnici	8
2.1.4 Vodstvo	10
2.1.5 Zaposleni	11
2.1.6 Strategija in razvoj	12
2.2 Panoga	12
2.2.1 Telekomunikacije	12
2.2.2 Analiza panoge	13
2.2.3 Padec telekomunikacijskega sektorja 2002.....	13
2.3 Makroekonomsko okolje Slovenije	14
2.4 Finančna analiza	14
2.4.1 Prihodki	14
2.4.2 Odhodki.....	16
2.4.3 Dobiček	18

2.4.4	Kapitalska donosnost.....	19
2.4.5	Prilagojene finančne spremenljivke Telekoma Slovenije d.o.o.	20
3	VREDNOTENJE.....	21
3.1	Izbira primerljivih podjetij.....	21
3.1.1	Magyar Telekom Tavkozlesi Nyrt	22
3.1.2	Telekom Austria AG	23
3.1.3	Telekom Srbija AD	24
3.1.4	Makedonski Telekom AD	25
3.1.5	Hrvatski Telekom d. d.	26
3.2	Izračun vrednosti Telekoma Slovenije	27
3.3	Končna ocena Telekoma Slovenije.....	28
SKLEP.....		28
LITERATURA IN VIRI.....		29

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Osnovni podatki o delnici na dan 31. 12. 2017	9
Tabela 2:	Pregled finančnih kazalnikov o delnici	10
Tabela 3:	Pregled števila zaposlenih	11
Tabela 4:	Makroekonomski kazalci Slovenije	14
Tabela 5:	Pregled poslovnih odhodkov	17
Tabela 6:	Pregled bruto marže in marže iz poslovanja	19
Tabela 7:	Prilagojene finančne spremenljivke Telekoma Slovenije d.o.o.	21
Tabela 8:	Pregled cen delnic in tržnih kapitalizacij	22
Tabela 9:	Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Magyar Telekom	23
Tabela 10:	Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Telekom Austria.....	23
Tabela 11:	Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Telekom Srbija.....	24
Tabela 12:	Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Makedonski Telekom.....	25
Tabela 13:	Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Hrvatski Telekom.....	26
Tabela 14:	Izračun vrednosti delnice v EUR	27

KAZALO SLIK

Slika 1:	Lastniška struktura (v %)	9
Slika 2:	Čisti prihodki od prodaje	15
Slika 3:	Čisti prihodki od prodaje na zaposlenega	16
Slika 4:	Poslovni odhodki	17
Slika 5:	Čisti dobiček	18
Slika 6:	Kapitalska donosnost podjetja	20

SEZNAM KRATIC

ang. – angleško

BSE – (ang. Budapest stock exchange); Budimpeška borza

EBIT – (ang. Earnings before interest and taxes); Poslovni izid pred obrestmi in davki

EUR – Evro

EV – (ang. Enterprise value); Vrednost podjetja

IT – Informacijska tehnologija

LJSE – (ang. Ljubljana stock exchange); Ljubljanska borza

MSE – (ang. Macedonian stock exchange); Makedonska borza

MVIC – (ang. Market value of invested capital); Tržna cena vloženega kapitala

P/E – (ang. Price to earnings); Razmerje med tržno ceno in dobičkom

P/S – (ang. Price to sales); Razmerje med tržno ceno in prihodki

ROA – (ang. Return on assets); Donos na sredstva

ROE – (ang. Return on equity); Donos na kapital

RS – Republika Slovenija

SURS – Statistični urad Republike Slovenije

TLSG – Telekom Slovenije, d.d., Ljubljana

VSE – (ang. Vienna stock exchange); Dunajska borza

ZSE – (ang. Zagreb stock exchange); Zagrebška borza

UVOD

Investicije so že od nekdaj zelo pomembne v svetu, saj je to način, kako se izboljšati, rasti in razvijati. Pod imenom investicija si prebivalstvo največkrat predstavlja aktivnosti, ki jih morajo podjetja in države opravljati skrbno in preudarno, da bi se še naprej razvijale in dosegle konkurenčno prednost ali pa vsaj ostali v koraku s konkurenco. Vendar ne smemo pozabiti, da investicije spremljajo vsakega posameznika, in sicer vsakodnevno, saj so to aktivnosti, ki jih opravimo danes za boljši jutri.

Ena od možnosti, ki se ponuja vsakemu posamezniku in ki jo lahko opravi danes za boljši jutri, je investiranje prihrankov v podjetja, ki kotirajo na borzi, vendar večina ve, da ni vsako podjetje primerno za naložbo in se zato tej aktivnosti tudi izogiba. Stvari bi lahko poenostavili, če bi vedeli, katera podjetja so na trgu oziroma na borzi podcenjena in katera precenjena, ter se tako izognili precenjenim podjetjem in se osredotočili na podcenjena podjetja, ki jih v dani situaciji ponujajo tržne razmere. Katera podjetja nam trg ponuja s popustom, lahko ugotovimo le s postopkom vrednotenja podjetij.

Vrednotenje podjetij je proces, s katerim določamo podjetju ekonomsko vrednost, z namenom najti pošteno vrednost za različne namene, kot so nakup podjetja, prevzem podjetja, iskanje primernih partnerjev ipd. Tako se različna podjetja in posamezniki obračajo na osebe, ki se dobro spoznajo na vrednotenje, da najdejo najbolj objektivno vrednost in si nato izборijo najboljšo ceno. Nekateri bodo stremeli za tem, da bo cena čim bolj visoka, medtem ko bodo drugi hoteli čim bolj nizko ceno.

Za vrednotenje podjetij ne obstaja le ena formula, ki bi ji lahko sledili vsi, v vsaki dani situaciji. Strokovnjaki so razvili veliko število možnih metod za različne situacije. V diplomski nalogi bomo predstavili le eno izmed možnih metod, in sicer relativno vrednotenje podjetja oziroma vrednotenje podjetja z uporabo načina tržnih primerjav. Poleg omenjene relativne metode vrednotenja uporabljamo še metodi sedanjih vrednosti donosov, in sicer metodo diskontiranega denarnega toka in metodo diskontnih dividend. Metoda diskontiranega denarnega toka temelji predvsem na izračunavanju oziroma predvidevanju denarnih tokov podjetja v prihodnosti, dividendno diskontna metoda pa temelji na višini in stabilnosti izplačevanja dividend, ki jih podjetje izplačuje svojim delničarjem.

Tako je namen diplomskega dela na praktičnem primeru ponazoriti vrednotenje podjetja z uporabo načina tržnih primerjav. Podjetje, ki ga bomo na tovrsten način ovrednotili, je Telekom Slovenije d. d. na dan 31. 12. 2017. Cilj naloge je, čim bolj se približati pravi vrednosti podjetja glede na ostala podjetja v panogi, in ugotoviti, ali je vrednost podcenjena ali precenjena.

V prvem delu je metoda z uporabo načina tržnih primerjav podrobno teoretično opisana in predstavljena. Prav tako je predstavljen in opisan vsak mnogokratnik, primeren za vrednotenje izbranega podjetja. Sledijo izhodišča za vrednotenje podjetja, kot je predstavitev samega podjetja in panoge, finančna analiza, makrookolje, v katerem podjetje deluje ipd. Zadnji del naloge obsega vrednotenje, kar pomeni izbiro in opis primerljivih podjetij, izračun mnogokratnikov in tudi izračun same vrednosti.

1 METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ

Relativno vrednotenje oziroma način tržnih primerjav je postopek določanja vrednosti podjetja oziroma delnice temelječ na primerjavi z vrednostmi, ki jih na trgu oziroma na borzi dosegajo podobna podjetja in njihove delnice. Za določitev vrednosti se uporabljajo mnogokratniki, povprečja, različna razmerja, ipd. (Damodaran, 2006, str. 299). Mnogokratnik ocenjevanja lahko izrazimo tudi z naslednjo enačbo (1):

$$MV = \frac{1}{d-g} \quad (1)$$

Pri čemer je:

MV = mnogokratnik ocenjevanja vrednost

d = diskontna mera

g = stopnja rasti

1.1 Prednosti in slabosti relativnega vrednotenja

Prednosti relativnega vrednotenja so:

- enostavnost metode vodi do hitrega izračuna vrednosti,
- cene delnice so vedno dostopne,
- temelji na trgu, ki je najbolj objektivni in nevtralen ocenjevalec,
- primerno je za oceno manjšinskega deleža v podjetju.

Slabosti relativnega vrednotenja so:

- možnost precenjenosti ali podcenjenosti celotne panoge,
- težavnost pri izbiri primerljivih podjetij,
- primerjanje in prilagajanje različnih računovodskih izkazov,
- enostavnost metode vodi do zanemarjanja različnih pomembnih dejavnikov.

1.2 Izbira primerljivih podjetij

Pri vrednotenju podjetja na tržni način je izbira primerljivih podjetij ključna, saj dobljena ocenjena vrednost izbranega podjetja pravzaprav temelji na vrednostih primerljivih podjetij. Najpomembnejše merilo za izbiro primerljivih podjetij je, da imajo podobne značilnosti, povezane s stopnjo tveganja. Ostale značilnosti, na katere moramo biti še pozorni poleg stopenj tveganj, so (Praznik, 2011, str. 87):

- velikost podjetja (Podjetja morajo biti pretežno enaka po velikosti),
- ponujeni proizvodi in storitve (Podjetja se morajo v pretežni meri ukvarjati z enako dejavnostjo kot ocenjevana podjetja),
- geografsko območje delovanja podjetja (Podjetja morajo delovati na podobnem geografskem območju),
- pričakovane stopnje rasti podjetja (Podjetja naj bi imela podobne pričakovane stopnje rasti v prihodnje),
- primerljivi pretekli podatki o podjetju in o panogi za izračun potrebnih kazalnikov.

Postopek izbire primerljivih podjetij (Praznik, 2011, str. 88):

- določitev meril oziroma kriterijev, po katerih bomo izbrali primerljiva podjetja,
- izbira večje skupine različnih podjetij, iz katere bomo nato izbrali primerna primerljiva podjetja,
- izbira podjetij ki izpolnjujejo naša zadana merila oziroma kriterije.

Za najbolj objektivno in smiselno oceno vrednosti je pomembno tudi število izbranih primerljivih podjetij. Število je odvisno od naslednjih dejavnikov (Praznik, 2011, str. 88):

- najprimernejši vzorec je vzorec petih do sedmih primerljivih podjetij,
- boljša kot je primerljivost med izbranim in primerljivimi podjetji, manj primerljivih podjetij je potrebnih v vzorcu,
- vsako novo ustrezno primerljivo podjetje v vzorcu je dobrodošlo,
- ob podobnih značilnostih, povezanih s stopnjo tveganja, zadostujejo tri primerljiva podjetja.

1.3 Mnogokratniki

S pomočjo Mnogokratnikov merimo finančno blaginjo podjetja. Izračunamo jih tako, da med seboj primerjamo določene finančne spremenljivke, kot so dobiček, vrednost kapitala ipd.

Pri primerjanju finančnih kategorij moramo biti pozorni na tri stvari, in sicer (Praznik, 2011, str. 88):

- Cena delnice podjetja, ki jo primerjamo, se mora vedno nanašati na datum ocenjevanja vrednosti izbranega podjetja. Kar pomeni, da morajo vsa primerljiva podjetja imeti enak datum ocenjevanja vrednosti kot izbrano podjetje (na primer 31. december 2017).
- Pri datumu finančnih podatkov, kot so prihodki, odhodki, EBIT, EBITDA, in ostalih finančnih podatkov, ki so vključeni v izračun mnogokratnika, je priporočljivo, da niso preveč oddaljeni od datuma, ko je bila ocenjena vrednost podjetja.
- Izračunani mnogokratnik, pomnožen s finančno kategorijo primerljivega podjetja, se mora nanašati na isti datum, kot je bil uporabljen pri izračunu mnogokratnika (na primer 31. december 2017).

Moramo tudi omeniti, da imamo dve vrsti mnogokratnikov, in sicer mnogokratnike lastniškega kapitala in mnogokratnike celotnega kapitala. Njihove temeljne značilnosti so opisane v naslednjih poglavjih.

1.3.1 Mnogokratniki lastniškega kapitala

Kazalniki lastniškega kapitala temeljijo le na tržnih kapitalizacijah podjetij. Poznamo pet ključnih mnogokratnikov lastniškega kapitala, vendar moramo opomniti, da vseh mnogokratnikov ne bomo uporabili pri izračunu ocenjene vrednosti, saj so nekateri mnogokratniki bolj primerni za določena podjetja in panoge kot drugi.

1.3.1.1 Mnogokratnik cena/donos

Najbolj znan in najbolj pogosto uporabljen mnogokratnik je mnogokratnik cena/donos oziroma širše prepoznan kot »P/E ratio«, ki nam pokaže razmerje med tržno ceno delnice in doseženim dobičkom podjetja na delnico, oziroma pove, koliko je vlagatelj pripravljen plačati za eno enoto čistega dobička na eno enoto delnice (Damodaran, 2006, 2010). Omenjeni mnogokratnik je za ocenjevanje primeren takrat, ko je način obračunavanja amortizacije enak oziroma zelo podoben pri vseh primerljivih podjetjih in ko imajo primerljiva podjetja podobno sestavo celotnega kapitala. Glavna težava mnogokratnika P/E pa je v tem, da lahko izkazuje le pozitivne vrednosti in ne more biti enak nič, poleg tega pa se vrednost

mnogokratnika od panoge do panoge občutno razlikuje. Na vrednost mnogokratnika P/E najbolj vplivajo dejavniki kot so: tveganje poslovanja, pričakovana stopnja rasti, delež izplačanega dobička, ipd. Ko je mnogokratnik P/E visok, bi to lahko pomenilo, da investitorji pričakujejo visoko rast v prihodnosti v primerjavi s podjetji z nizko vrednostjo P/E. Nizka vrednost P/E bi lahko pomenila tudi podcenjenost podjetja (Finančni slovar, brez datuma). Za izračun uporabimo enačbo (2):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Čisti dobiček na delnico}} \quad (2)$$

1.3.1.2 *Mnogokratnik cena/denarni tok*

Mnogokratnik cena/denarni tok oziroma »price to cash flow ratio« je zelo primeren takrat, ko ima podjetje pozitiven denarni tok, vendar je podjetje nedobičkonosno zaradi stroškov, kot je amortizacija. Tako opisani mnogokratnik uporabimo takrat, kadar amortizacija predstavlja velik delež stroškov podjetja. Mnogokratnik je tudi smiselno uporabiti, ko izbrano in primerljiva podjetja uporabljajo različne načine za izračun amortizacije. Z navedenim mnogokratnikom lahko ugotovljamo tudi razvitost oziroma fazo, v kateri se podjetje nahaja. Podjetje, ki je na borzi šele kratek čas, bo najverjetneje imelo omenjeni mnogokratnik veliko višji od podjetja, ki je na trgu že več desetletij (Praznik, 2011, str. 88). Za izračun uporabimo enačbo (3):

$$\text{Price to cash flow} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Denarni tok na delnico}} \quad (3)$$

1.3.1.3 *Mnogokratnik cena/dobiček pred obdavčitvijo*

Mnogokratnik cena/dobiček pred obdavčitvijo oziroma »price/pretax income« je za ocenjevanje primeren le takrat, ko imajo izbrana podjetja med seboj precej različno davčno stopnjo (Praznik, 2011, str. 88). Za izračun uporabimo enačbo (4):

$$\frac{\text{Price}}{\text{Pretax income}} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Dobiček pred obdavčitvijo na delnico}} \quad (4)$$

1.3.1.4 *Mnogokratnik cena/prodaja*

Mnogokratnik cena/prodaja oziroma »price/sales ratio« nam prikazuje razmerje med ceno delnice ter prihodki na delnico (Damodaran, 2006, 2010). Podobno kot pri ostalih mnogokratnikih lastniškega kapitala je tudi ta mnogokratnik najbolj relevanten, ko med seboj primerjamo podjetja v enaki industriji. Še posebej je primeren za storitvena podjetja, zato ga bomo tudi mi uporabili v naši nalogi. Kot pri ostalih mnogokratnikih lahko manjša vrednost mnogokratnika P/S pomeni podcenjenost, medtem ko visoka vrednost mnogokratnika P/S lahko pomeni precenjenost (Investopedia, brez datuma).

Izračunamo ga lahko na dva načina, in sicer preko tržne kapitalizacije in prihodov podjetja ali preko kazalnika prihodki iz prodaje na delnico in cene posamične delnice. V nadaljevanju bomo za izračun uporabili enačbo (5):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Prihodki iz prodaje na delnico}} \quad (5)$$

1.3.1.5 *Mnogokratnik cena/knjigovodska vrednost*

Mnogokratnik cena/knjigovodska vrednost oziroma »price/book value« nam pove, kolikšno ceno so vlagatelji pripravljene plačati za eno enoto knjigovodske vrednosti. Omenjeni mnogokratnik je najbolj primeren za podjetja na področju trgovine na drobno in finančnih institucij. Če omenjeni mnogokratnik znaša več od 1, pomeni, da podjetje dosega višjo tržno vrednost od svoje knjigovodske vrednosti, kar je dober podatek za ustvarjanje donosa (Damodaran, 2006, 2010). Za izračun uporabimo enačbo (6):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Knjigovodska vrednost delnice}} \quad (6)$$

1.3.2 *Mnogokratniki celotnega kapitala*

Mnogokratnike celotnega kapitala uporabljamo takrat, kadar imajo primerljiva podjetja očitne razlike med sestavo sredstev in kapitala. Z uporabo mnogokratnikov celotnega kapitala dobimo vrednost celotnega kapitala. Ob željeni vrednosti lastniškega kapitala moramo od dobljene vrednosti celotnega kapitala odšteti vrednost prednostnih delnic in tržno vrednost dolga (Praznik, 2011, str. 90).

1.3.2.1 *MVIC/EBITDA*

Tako kot pri ostalih mnogokratnikih je namen tudi slednjega relativno primerjanje podobnih podjetij med seboj. Pri tem je priporočljivo, da imajo podjetja majhne kapitalske izdatke, saj jih ta mnogokratnik ne upošteva (Damodaran, 2006, 2010). Za izračun uporabimo enačbo (7):

$$\frac{MVIC}{EBITDA} = \frac{\text{Tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{EBITDA} \quad (7)$$

1.3.2.2 *MVIC/EBIT*

Mnogokratnik tržna vrednost vloženega kapitala/EBIT je zelo podoben mnogokratniku tržna vrednost vloženega kapitala/EBITDA, le da pri tem mnogokratniku tržno vrednost vloženega kapitala delimo z postavko EBIT, kar pomeni, da slednji mnogokratnik že upošteva stroške amortizacije (Damodaran, 2006, 2010) Za izračun uporabimo enačbo (8):

$$\frac{MVIC}{EBIT} = \frac{\text{Tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{EBIT} \quad (8)$$

1.3.2.3 *MVIC/SALES*

Ta mnogokratnik primerja celotno vrednost podjetja in čiste prihodke iz prodaje. Vlagateljem pove koliko je podjetje vredno na eno denarno enoto od čistih prihodkov iz prodaje (Damodaran, 2006, 2010) Za izračun uporabimo enačbo (9):

$$\frac{MVIC}{SALES} = \frac{\text{Tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{\text{Čisti prihodki od prodaje}} \quad (9)$$

2 IZHODIŠČA ZA VREDNOTENJE

2.1 Predstavitev podjetja

2.1.1 Osnovni podatki

Družba: Telekom Slovenije, d. d.

Sedež družbe: Ljubljana

Naslov družbe: Cigaletova ulica 15, 1000 Ljubljana

Davčna številka: SI98511734

Oznaka (kosovne delnice): TLSG

2.1.2 Poslovni model podjetja

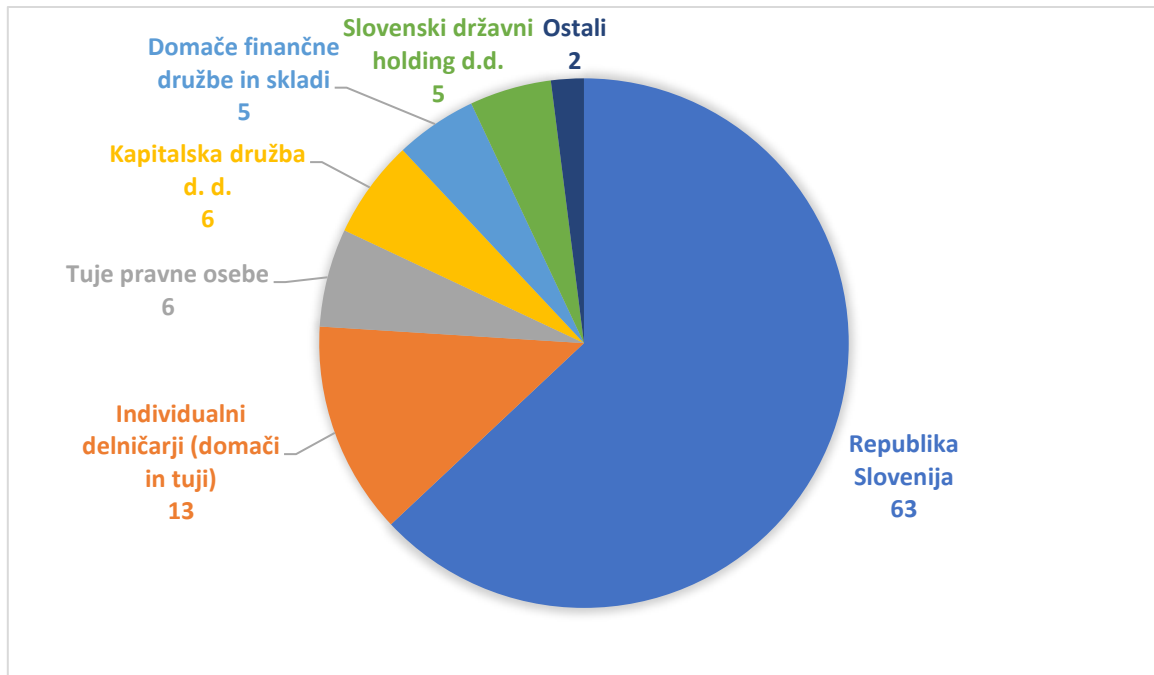
Podjetje oziroma skupina Telekom Slovenije sodi med najbolj celovite ponudnike telekomunikacijskih storitev na območju jugovzhodne Evrope. Skupina preko primarnega nacionalnega operaterja deluje v Sloveniji, poleg tega pa tudi preko odvisnih družb deluje v državah, kot so: Makedonija, Črna gora, Srbija, Kosovo, Bosna in Hercegovina ter Hrvaška. Primarna dejavnost Telekoma Slovenije je ponudba fiksnih in mobilnih komunikacijskih storitev, poleg tega pa se ukvarja še s televizijskimi vsebinami, digitalnim oglaševanjem, gradnjo telekomunikacijskih omrežij, ponudbo električne energije, finančnih storitev, zavarovanj in še mnogo več. Družba stremi k poenostavljanju življenj svojih uporabnikov z digitalizacijo uporabnikovega sveta in varovanjem le-tega. Razvoj pa temelji na visokem nivoju družbene odgovornosti in trajnostnega razvoja. Vrednote, na katerih stoji družba pa so varnost, skrbnost in preprostost (Telekom Slovenije, 2018).

2.1.3 Lastniška struktura in podatki o delnici

Telekom Slovenije je imelo na dan 31. 12. 2017 9.599 delničarjev, kar je kar 403 delničarjev manj kot 31. 12. 2016. Razlika v zmanjšanju se pozna pri manjšemu številu individualnih delničarjev, in sicer za 381 delničarjev (Telekom Slovenije, 2018)

V lastništvu prevladujejo domači lastniki s kar 94 % deležem. Največji delež poseduje Republika Slovenija s kar 62,54 %. Poleg Republike Slovenije le še trije drugi delničarji posedujejo več kot 1 % deleža podjetja in sicer Kapitalska družba d. d., Slovenski državni holding d. d. in Perspektiva FT d. o. o. MA (Telekom Slovenije, 2018).

Slika 1: Lastniška struktura (v %)



Vir: Telekom Slovenije (2017).

Delnica podjetja Telekom Slovenije je uvrščena v prvo kotacijo Ljubljanske borze. Število lastnih delnic znaša 30.000 in se ne spreminja že vse od leta 2003. 30.000 lastnih delnic predstavlja 0,46 % celotnega kapitala.

Tabela 1: Osnovni podatki o delnici na dan 31. 12. 2017

Oznaka	TLSG
Kotacija	1. Kotacija Ljubljanske borze
Osnovni kapital	272.720.664,33 EUR
Število navadnih kosovnih delnic	6.535.478
Število lastnih delnic	30.000
Število delničarjev	9.599
Dividenda	5 EUR

Vir: Telekom Slovenije (2017).

Tabela 2: Pregled finančnih kazalnikov o delnici

	31. 12. 2017	31. 12. 2016
Tečaj v EUR	82,88	71,10
Knjigovodska vrednost v EUR	104,18	108
Čisti dobiček na delnico v EUR	1,39	6,14
Dividenda donosnost	6,03	7,03

Vir: Telekom Slovenije (2017).

2.1.4 Vodstvo

Najvišji organ Telekoma Slovenije predstavlja skupščina delničarjev.

Upravljanje Telekoma Slovenije poteka po dvotirnem sistemu, kar pomeni, da je vodstvo sestavljeno iz uprave in nadzornega sveta.

Uprava Telekoma Slovenije je izvoljena za štiriletni mandat in jo sestavlja 5 članov, ki jih imenuje nadzorni svet družbe. Za člana uprave je lahko izbran le posameznik, ki ima ustrezno izobrazbo, najmanj 5 let delovnih izkušenj na vodstvenih položajih, znanje najmanj enega tujega jezika in ostale zahtevane kompetence. Izjema je le delavska direktorica, za katero navedeni pogoji ne veljajo (Telekom Slovenije, 2018).

Upravo so na dan 31. 12. 2017 sestavljali:

- Mag. Rudolf Skobe, predsednik uprave,
- Mag. Tomaž Seljak, podpredsednik,
- Ranko Jelača, član,
- Aleš Aberšek, član,
- Vesna Lednik, delavska direktorica.

Nadzorni svet Telekoma Slovenije, ki ima prav tako štiriletni mandat, je sestavljen iz 9 članov, med katerimi je 6 članov predstavnikov kapitala in 3 člani predstavniki zaposlenih.

Nadzorni svet so na dan 31.12. 2017 sestavljali:

- Lidija Glavina, predsednica,
- Mag. Bernarda Babič, namestnica predsednice,

- Mag. Barbara Gorjup, članica,
- Barbara Kuerner Čad, članica,
- Dimitrij Marjanović, član,
- Ljubomir Rajšič, član,
- Dean Žigon, namestnik predsednice,
- Samo Podgornik, član,
- Primož Per, član.

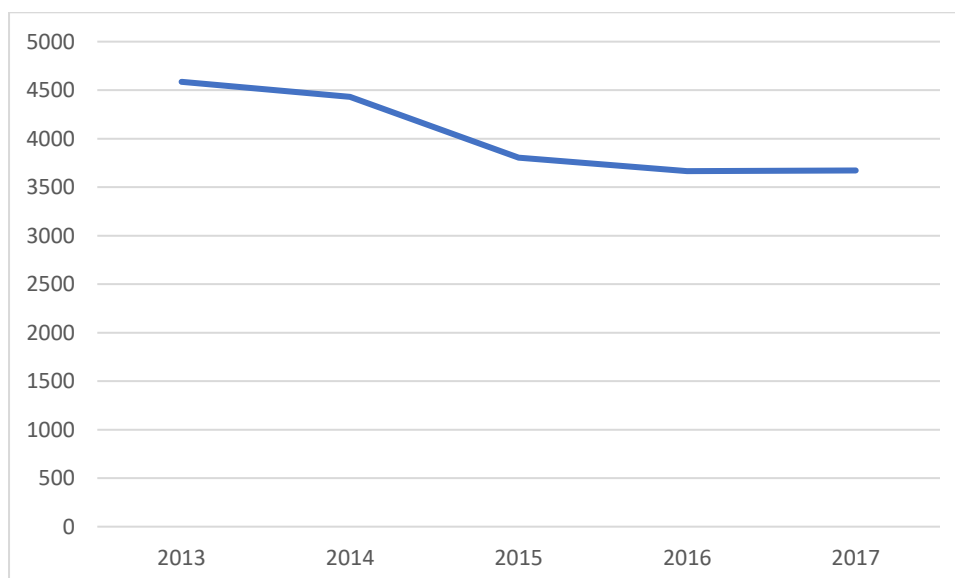
2.1.5 Zaposleni

V zadnjem letu je Telekom Slovenije prejel dve priznanji, in sicer ugledni delodajalec in gospodarji znanja. To jim je uspelo z premišljenim konstantnim vlaganjem v razvoj, izobraževanje in krepitev kompetenc zaposlenih.

V zadnjem obdobju je podjetje tudi ustvarilo prestrukturiranje oziroma reorganizacijo delovnih mest. V obdobju zadnjih petih let so od 4586 zaposlenih zmanjšali število zaposlenih na 3673, kar je zmanjšanje za približno 20 % celotnega števila (Telekom Slovenije, 2018).

Gibanje števila zaposlenih si lahko ogledamo na spodnji razpredelnici.

Tabela 3: Pregled števila zaposlenih



Vir: Telekom Slovenije (2017).

Največji preskok lahko opazimo med letom 2014 in letom 2015, kjer je število zaposlenih upadlo za približno 14 %, prihodki pa so takrat upadli za le 3 %.

2.1.6 Strategija in razvoj

Skupina Telekom Slovenije si je v strateškem načrtu za obdobje 2017-2021 zadala naslednje strateške cilje (Telekom Slovenije, 2018):

- širitev optičnega omrežja,
- rast števila širokopasovnih priključkov,
- konsolidacija na posameznih trgih,
- novi viri prihodkov,
- optimizacija IT-infrastrukture in procesov,
- prestrukturiranje kadrov,
- kakovost in družbena odgovornost.

2.2 Panoga

2.2.1 Telekomunikacije

Telekomunikacije je panoga, ki se ukvarja z elektronsko izmenjavo informacij in podatkov na daljavo. Cilj telekomunikacij je prenesti signal najboljše kakovosti z najmanjšo porabo energije v najkrajšem času. Za uresničitev cilja sta potrebni vsaj 2 postaji, ki sta opremljeni z oddajnimi in sprejemnimi napravami. Telekomunikacijske naprave pa vsebujejo še naprave, kot so telegraf, telefon, radio, internet, satelit in optična vlakna (Technopedia, brez datuma)

Prve komunikacije na daljavo so se razvile že pred mnogimi stoletji, ko so se ljudje še na daljavo sporazumevali z vizualnimi signali, kot je dim in raznolike zastave; danes pa telekomunikacijska podjetja, na primer AT&T in Chine Mobile, posedujejo že večje število satelitov in njihova tržna vrednost presega 200 milijard dolarjev tržne kapitalizacije. 10 največjih telekomunikacijskih podjetij pa skupaj krepko presega trilijon evrov vrednosti tržne kapitalizacije (Forbes, 2018).

Tri največja telekomunikacijska podjetja, ki delujejo v območju Evrope prav tako kot naše izbrano podjetje, so Vodafone (Združeno kraljestvo), Telefonica (Španija) in Deutsche Telekom (Nemčija).

2.2.2 Analiza panoge

Še nedavno je bila celotna panoga razdeljena med velikimi državnimi operaterji, danes pa se trend vedno bolj nagiba k privatizaciji le-teh in k vse večji konkurenci. Poleg tega primarni vir dohodkov, in sicer dohodki iz mobilnih klicev, ugaša in se pozornost vse bolj seli na druga področja, trenutno na uporabo interneta, kar zopet v finančnem smislu pomeni gibanje premoženja in prostor za nove priložnosti (Deloitte, 2019).

Tudi v tej panogi obstaja več različnih vrst porabnikov, od cenovno občutljivih fizičnih oseb, ki sta jim pomembna moč in ime znamke, do cenovno neobčutljivih pravnih oseb, katerih prioriteta sta zanesljivost in varnost podatkov.

Panoga telekomunikacij je zelo velik in drag posel, zato morajo podjetja ustvariti dovolj velik denarni priliv, da lahko pokrivajo celotne stroške širjenja in posodabljanja sistema, opreme in še mnogo drugih stvari. Podjetja zaradi zelo visokih omenjenih stroškov velikokrat zapadejo v dolgove in je zaradi tega še toliko bolj priporočljivo pozornost nameniti dolgovom, ki jih ima podjetje (Deloitte, 2019).

Nevarnost za vstop novih konkurentov v panogo zaradi zelo visokih stroškov financiranja, pridobivanja licenc in dovoljenj pravzaprav ne preti, vendar kupci pridobivajo vse večjo moč, saj se storitve od podjetja do podjetja le malo razlikujejo in večina kupcev išče le najnižjo možno ceno. Ker že plačujejo za telekomunikacijske storitve, pomeni, da se podjetja lahko širijo le s tem, da privabijo kupce konkurenčnega podjetja k sebi. Tako ustvarjajo močno in napeto konkurenčno okolje.

2.2.3 Padec telekomunikacijskega sektorja 2002

Leto 2002 je zelo temačno obdobje za sektor telekomunikacij, saj je takrat nastala velika luknja ob bankrotu dveh največjih telekomunikacijskih podjetij, in sicer podjetij Global Crossing in 360networks. Obdobje je takoj po letu 2002 veljalo za obdobje z največjim mehurčkom v zgodovini in podjetja so pahnila v dolgove za več kot 3 trilijone dolarjev izgube, kar je takrat pomenilo 3000 dolarjev izgube na vsakega lastnika telefona. Delnice nekaterih Telekomov so padle za kar 95 % od svoje najvišje vrednosti in tako je veliko bank in investitorjev utrpelo hude izgube. Poleg bank in investitorjev je tudi več kot pol milijona ljudi izgubilo službe. Zaradi tovrstnih dogodkov tistega obdobja ima starejša generacija še danes močne zadržke pred investiranjem (The Economist, 2002).

Krivca za tovrstno krizo pripisujejo ekonomskemu in tehničnemu čudežu, ki je takrat začel preplavljati svet, in sicer internetu. Vlade po vsem svetu so na hitro začele ustanavljati telekome in so vanje vložile tudi veliko denarja. Zaradi številnih in velikih investicij je v panogi vladala močna konkurenca in dobički niso bili več zagotovljeni. Kmalu so spoznali, da

trg ni neomejen. Podjetja so se z zniževanjem cen začela boriti za tržne deleže, kar je močno vplivalo na prihodke. Tako je zelo obetajoči bikovski trg hitro prerasel v enega izmed največjih mehurčkov na svetu, kar je povzročilo hudo finančno krizo (Starr, 2002)

2.3 Makroekonomsko okolje Slovenije

Slovenija spada med majhna, hitro rastoča in izvozno usmerjena gospodarstva. Hkrati velja tudi za najbolj razviti del Balkana. Gospodarska rast je odvisna predvsem od zasebne potrošnje, naložb in izvoza, kar se pozna tudi na trgovinski bilanci, saj je izvoz vedno večji od uvoza; odličen položaj in močan zagon daje Sloveniji predvsem koriščenje evropskega trga. Najpomembnejše panoge, ki poganjajo gospodarstvo, so avtomobilska, farmacevtska, elektrotehniška, strojna in kemijska; najpomembnejše partnerice Slovenije so Nemčija, Avstrija, Italija, Hrvaška in Francija (Veleposlaništvo RS, brez datuma).

Tabela 4: Makroekonomski kazalci Slovenije

Leto	BDP (v mio EUR)	Stopnja brezposelnosti
2014	37.603,00	9,7 %
2015	38.863,00	9,0 %
2016	40.357,00	8,0 %
2017	43.000,00	6,6 %

Vir: SURS (2018).

Po gospodarski krizi leta 2009 in po upočasnjevanju gospodarstva do leta 2013, ko je slovensko gospodarstvo utrpelo hud udarec zaradi ohlavitve gospodarstva na ciljnih izvoznih trgih, se slovensko gospodarstvo zopet pobira in vsako leto dosega boljše rezultate, kot lahko vidimo iz dveh osnovnih makroekonomskih kazalcev v zgornji tabeli (SURS, 2018).

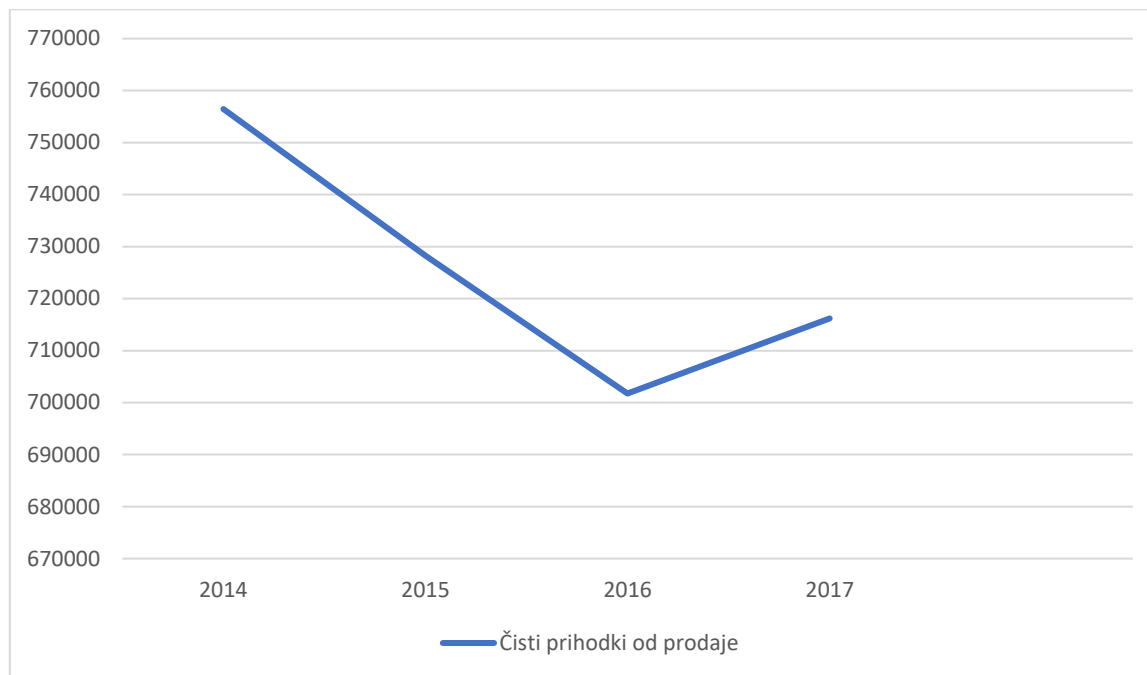
2.4 Finančna analiza

2.4.1 Prihodki

Prihodki so eden izmed ključnih elementov vsakega podjetja. So element, ki drži podjetje pokonci in omogoča podjetju poslovanje. Tako lahko kvaliteta, kvantiteta in čas prihodkov

povejo veliko o dolgoročnem uspehu podjetja v prihodnje. Gibanje čistih prihodkov od prodaje si lahko ogledamo v spodnjem grafu.

Slika 2: Čisti prihodki od prodaje

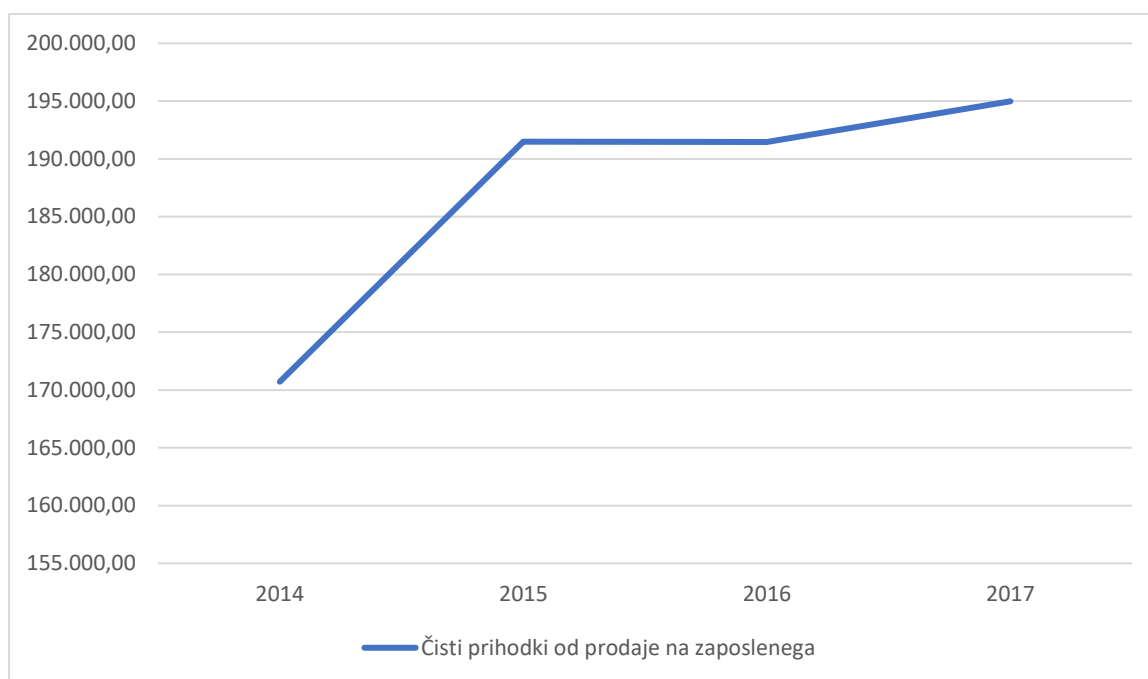


Vir: Telekom Slovenije (2017).

Iz grafa lahko opazimo, da čisti prihodki od prodaje iz leta v leto upadajo in so od leta 2014 do leta 2017 upadli za kar 5 %. Čisti prihodki od prodaje upadajo predvsem zaradi nižjih prihodkov od mobilnih naročnikov, ki prehajajo na manjše in cenejše pakete, ter zaradi pričakovanega upada prihodkov klasične oziroma fiksne telefonije. V zadnjem letu pa so se prihodki zopet začeli dvigovati predvsem zaradi večje prodaje na veleprodajnem trgu in IT storitev.

S pomočjo čistih prihodkov od prodaje in števila zaposlenih si lahko v spodnjem grafikonu pogledamo, koliko znašajo čisti prihodki od prodaje na zaposlenega, kar nam pove produktivnost našega podjetja.

Slika 3: Čisti prihodki od prodaje na zaposlenega



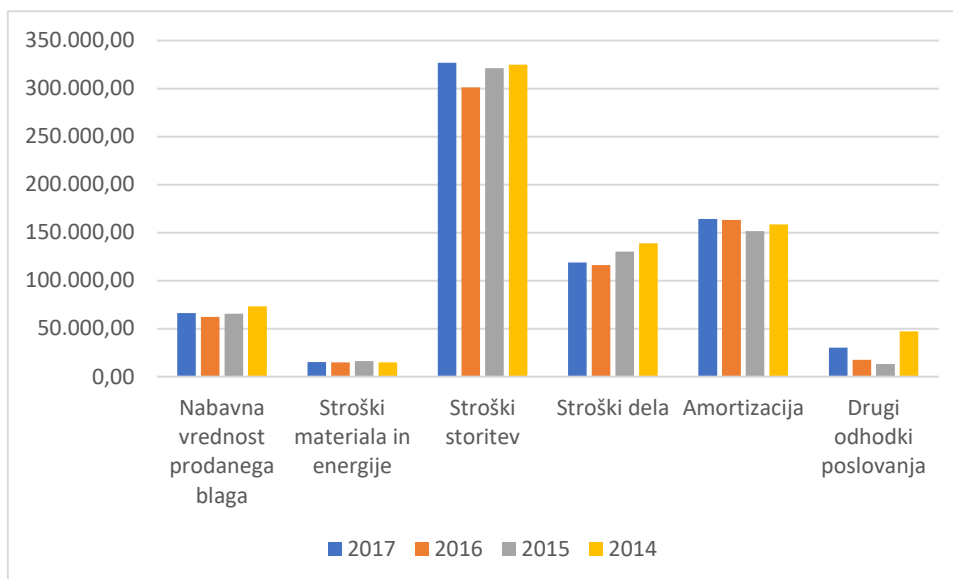
Vir: Telekom Slovenije (2017).

Iz grafikona zvedemo, da kljub upadanju čistih prihodkov od prodaje čisti prihodki od prodaje na zaposlenega naraščajo. To pomeni, da število zaposlenih sicer upada, vendar produktivnost zaposlenega v podjetju narašča in je od leta 2014 do leta 2017 narasla za kar 14 %.

2.4.2 Odhodki

Stroški nastajajo med procesom, ko podjetja ustvarjajo prihodke, vendar mora imeti podjetje odhodke ves čas pod nadzorom in jih držati pod določeno mejo. V spodnjem grafu in tabeli si lahko ogledamo po vrsti razporejene glavne odhodke v tisoč EUR, ki jih proizvede izbrano podjetje.

Slika 4: Poslovni odhodki



Vir: Telekom Slovenije (2017).

Tabela 5: Pregled poslovnih odhodkov

	2017	2016	2015	2014
Nabavna vrednost prodanega blaga	66.074,00	62.304,00	65.486,00	73.120,00
Stroški materiala in energije	15.331,00	14.706,00	16.312,00	14.877,00
Stroški storitev	326.833,00	301.402,00	321.246,00	324.971,00
Stroški dela	118.964,00	116.053,00	130.215,00	138.887,00
Amortizacija	164.179,00	163.142,00	151.494,00	158.633,00
Drugi odhodki poslovanja	30.099,00	17.452,00	13.188,00	47.048,00

Vir: Telekom Slovenije (2017).

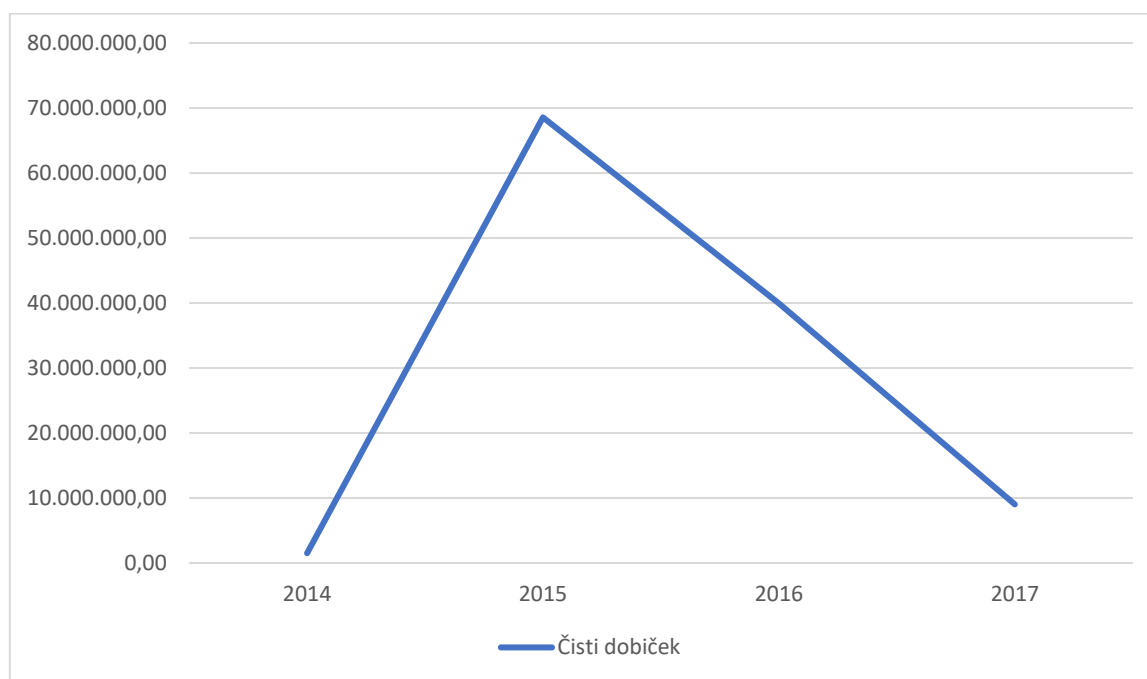
Iz grafikona in tabele lahko razberemo, da so se v primerjavi z letom 2016 najbolj povečali stroški storitev in stroški drugih odhodkov poslovanja. Stroški storitev so se povečali za 25.431 tisoč EUR in so se povečali predvsem tisti stroški, ki so povezani z obsegom poslovanja. Omeniti moramo, da so se prihodki v primerjavi z letom 2016 povečali le za 14.426 tisoč EUR, kar pomeni, da so se stroški storitev, ki so povezani z obsegom poslovanja povečali za več, kot so se povečali prihodki, kar bomo upoštevali pri vrednotenju, saj je

podjetje najverjetneje pričakuje višje prihodke v prihodnje. Stroški drugih odhodkov poslovanja, ki se nanašajo predvsem na oblikovanje rezervacij zaradi zagotavljanja stabilnega in razvojno usmerjenega poslovanja v prihodnje so se povečali za 12.647 tisoč EUR. Tako visokih stroškov rezervacij v naslednjih letih ne pričakujemo, kar bomo upoštevali pri vrednotenju.

2.4.3 Dobiček

Če podjetje konstantno ne posluje z dobičkom, na dolgi rok ne more obstati, zato bomo v tem poglavju prikazali dobičke in izračunali določene kazalnike.

Slika 5: Čisti dobiček



Vir: Telekom Slovenije (2017).

Tako kot čisti prihodki od prodaje upada iz leta v leto tudi čisti dobiček podjetja, glavni razlog, zaradi nižjega čistega dobička in ne doseženega plana je kot tudi sami omenjajo v letnem poročilu je oblikovanje rezervacij, kar bomo, kot smo že omenili v ostalih poglavjih upoštevali pri vrednotenju. Nizek čisti dobiček je tako kriv za slabše vrednosti večine

kazalnikov v primerjavi s prejšnjimi leti. V spodnji tabeli si lahko ogledamo 2 ključna kazalnika: bruto marža in marža iz poslovanja.

Tabela 6: Pregled bruto marže in marže iz poslovanja

	Bruto marža	Marža iz poslovanja
2015	91,01	5,15
2016	91,12	6,98
2017	90,77	0,64

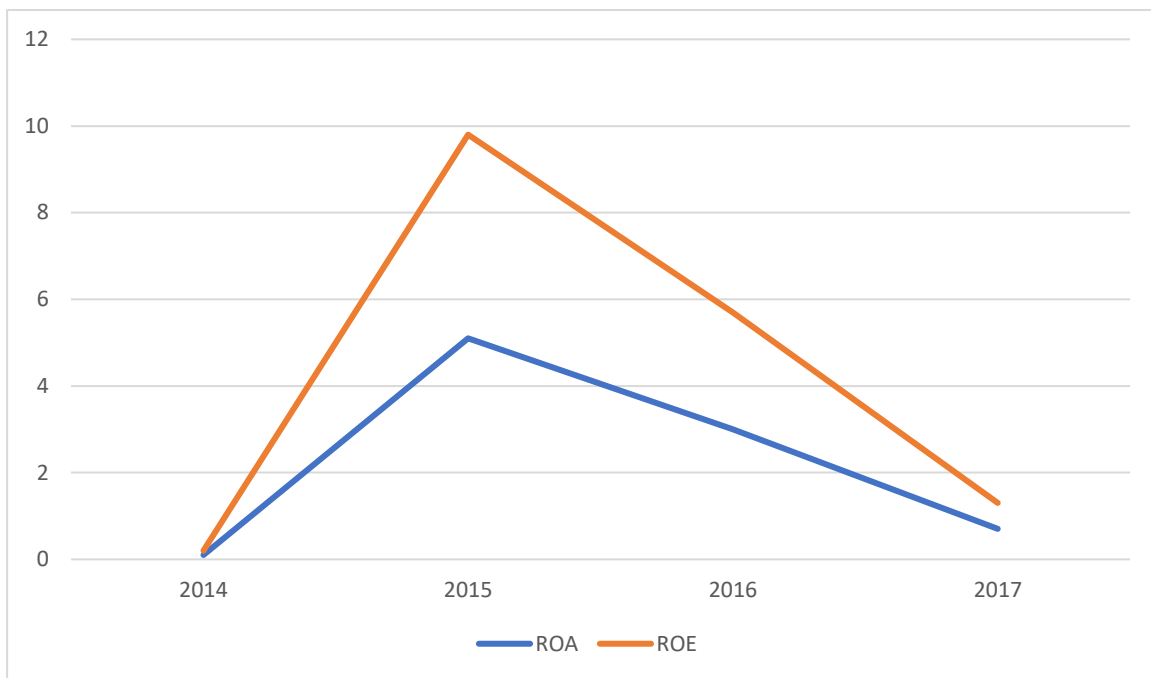
Vir: Telekom Slovenije (2017).

Kazalnik bruto marže za leto 2017 nam pove, da za vsak evro, ki ga podjetje prejme, ustvari zaokroženih 90 centov dobička, preden so plačani vsi ostali stroški poslovanja poleg cene prodanega blaga; vendar cena prodanega blaga ni eden izmed glavnih stroškov opazovanega podjetja, zato smo izračunali še maržo iz poslovanja, ki pa znaša precej manj, in sicer za leto 2017 le 0,64, kar pomeni, da so za vsak 1 evro ustvarili le zaokroženo 0,6 centa dobička iz poslovanja.

2.4.4 Kapitalska donosnost

Kapitalska donosnost je eden izmed najbolj zanimivih poglavij predvsem za posojilodajalce in investitorje. To pomeni, da moramo kazalnike kapitalske donosnosti vključiti v analizo. Spodaj si lahko ogledamo kazalca donosnost sredstev in donosnost kapitala.

Slika 6: Kapitalska donosnost podjetja



Vir: Telekom Slovenije (2017).

Pričakovano, lahko tudi ob kazalcih kapitalske donosnosti podjetja, zasledimo zelo podobno krivuljo kot pri krivulji čistega dobička, saj pri kazalcu ROA delimo čisti dobiček s sredstvi in pri kazalcu ROE delimo čisti dobiček s kapitalom. Zato kapitalska donosnost iz leta v leto pada skupaj s čistim dobičkom podjetja.

2.4.5 Prilagojene finančne spremenljivke Telekoma Slovenije d.o.o.

V spodnji tabeli si lahko ogledamo prilagojene finančne spremenljivke podjetja Telekom Slovenije d.o.o. Določene finančne spremenljivke smo prilagodili, ker je prišlo do velikih odstopanj zaradi izrednih dogodkov v poslovnem letu. Kot smo že omenili v ostalih poglavjih finančne analize, smo prilagodili prihodke od prodaje, saj je imelo podjetje višje stroške storitev, kateri so povezani z obsegom prodaje, kot je bilo dejanskega povečanja prihodkov. Tako sklepamo, da podjetje pričakuje večje prihodke v prihodnje. Poleg tega smo prilagodili stroške, kar posledično vpliva na višino čistega dobička in ostalih spremenljivk. Stroške smo prilagodili, ker je v letošnjem letu prišlo do visokih stroškov rezervacij, katerih v prihodnje ne pričakujemo.

Tabela 7: Prilagojene finančne spremenljivke Telekoma Slovenije d.o.o.

Telekom Slovenije d.o.o.	
Finančni kazalniki	
Prodaja (v mio EUR)	727
EBITDA (v mio EUR)	192
Dobiček (v mio EUR)	33
Ključni finančni podatki	
Cena delnice (v EUR)	82,88
Število izdanih delnic	6.505.478
Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	539
neto dolg (v mio EUR)	282
EV (v mio EUR)	821
Prihodek na delnico (v EUR)	111,75
Dobiček na delnico (v EUR)	5,07
Mnogokratniki	
P/E	16,35
P/S	0,74
EV/EBITDA	4,28

Vir: Telekom Slovenije (2017).

3 VREDNOTENJE

Pri ocenjevanju vrednosti primerljivih podjetij bodo uporabljeni mnogokratniki lastniškega in kazalniki celotnega kapitala.

Vsi podatki in informacije o primerljivih preučevanih podjetjih prihajajo iz revidiranih letnih poročil izbranih podjetij. Vsi podatki, informacije in tečaji se prav tako nanašajo na datum 31. 12. 2017, razen če je označeno drugače.

3.1 Izbira primerljivih podjetij

Kot že omenjeno, se ocena vrednosti primerljivih podjetij na tržni način odvija v treh korakih. Izbrali bomo podjetja, ki so po svoji dejavnosti, velikosti in tržnem položaju najbolj podobna Telekomu Slovenije.

Pri izbiri primerljivih podjetij po dejavnosti sem opravil seznam primerljivih telekomunikacijskih podjetij v regiji oziroma v območju Evrope, ki ponujajo fiksne in mobilne pakete. Težava pri izbiri primerljivih telekomunikacijskih podjetij je v tem, da tovrstnih podjetij ni nešteto in je trg zelo omejen, saj je za začetek delovanja tovrstnega podjetja potreben zelo velik začetni kapital za vzpostavitev infrastrukture oziroma omrežja, ko pa je le-to že vzpostavljeno, ni nobene potrebe več po vzpostavitvi novega. Tako hitro nastanejo monopolisti na posameznih trgih. Zato ob upoštevanju željenih kriterijev, kot je cena delnic, likvidnost delnic, pretekli podatki ipd., zelo skrčimo nabor podjetij, razlike med njimi pa so dokaj velike.

Tabela 8: Pregled cen delnic in tržnih kapitalizacij

Podjetje	Cena delnice v EUR na dan 31. 12. 2017	Tržna kapitalizacija v mio EUR na dan 31. 12. 2017
Telekom Slovenije d. d.	82,88 (LJSE)	539
Magyar Telekom Tavkozlesi Nyrt	1,44 (BSE)	1495
Telekom Austria AG	8,19 (VSE)	5439
Telekom Srbija AD	0,84 (sivi trg)	840
Makedonski Telekom AD	4,48 (MSE)	386
Hrvatski Telekom d. d.	22,31 (ZSE)	1817

Vir: Bloomberg (2018).

3.1.1 Magyar Telekom Tavkozlesi Nyrt

Podjetje Magyar Telekom s sedežem v Budimpešti, ki je sicer del matične organizacije Deutsche Telekom, je največje madžarsko telekomunikacijsko podjetje in se ukvarja s ponujanjem mobilnih in fiksnih storitev na področju telekomunikacij na območju Madžarske, Makedonije, Črne gore in tudi Romunije ter Bolgarije (Magyar Telekom, 2018) Ključne finančne podatke o podjetju si lahko ogledamo v spodnji razpredelnici.

Tabela 9: Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Magyar Telekom

Magyar Telekom Tavkozlesi Nyrt	
Finančni kazalniki	
Prodaja (v mio EUR)	1967
EBITDA (v mio EUR)	632
Dobiček (v mio EUR)	160
Ključni finančni podatki	
Cena delnice (v EUR)	1,44
Število izdanih delnic	1.041.799.000
Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	1500
Neto dolg (v mio EUR)	966
EV (v mio EUR)	2466
Prihodek na delnico (v EUR)	1,89
Dobiček na delnico (v EUR)	0,15
Mnogokratniki	
P/E	9,38
P/S	0,76
EV/EBITDA	3,90

Vir: Magyar Telekom (2017).

3.1.2 Telekom Austria AG

Podjetje A1 Telekom Austria s sedežem na Dunaju se ukvarja s ponujanjem mobilnih in fiksnih storitev na področju telekomunikacij, primarno na področju Avstrije, vendar je skupno prisotno v kar 7 državah na delu srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope (A1 Telekom Austria, 2018). Ključne finančne podatke o podjetju si lahko ogledamo v spodnji razpredelnici.

Tabela 10: Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Telekom Austria

Telekom Austria AG	
Finančni kazalniki	
Prodaja (v mio EUR)	4382
EBITDA (v mio EUR)	1397

Dobiček (v mio EUR)	345
Ključni finančni podatki	
Cena delnice (v EUR)	8,19
Število izdanih delnic	664.084.841
Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	5439
Neto dolg (v mio EUR)	2331
EV (v mio EUR)	7770
Prihodek na delnico (v EUR)	6,60
Dobiček na delnico (v EUR)	0,52
Mnogokratniki	
P/E	15,76
P/S	1,24
EV/EBITDA	5,56

Vir: A1 Austria Telekom (2017).

3.1.3 Telekom Srbija AD

Podjetje Telekom Srbija s sedežem v Beogradu se prav tako ukvarja s ponujanjem mobilnih in fiksnih telekomunikacijskih storitev primarno v Srbiji. Na dan 31. 12. 2017 je cena delnice znašala 0,84 eur, vendar moramo omeniti, da je cena delnice Telekoma Srbije nekaj posebnega, ker Telekom Srbija kotira na borzi, vendar delnice praktično tam ni mogoče kupiti. Dostopna le na črnem trgu. Zato je cena 0,84 eur le približna ocena cene delnice. Ključne finančne podatke o podjetju si lahko ogledamo v spodnji razpredelnici.

Tabela 11: Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Telekom Srbija

Telekom Srbija AD	
Finančni kazalniki	
Prodaja (v mio EUR)	1040
EBITDA (v mio EUR)	351
Dobiček (v mio EUR)	124
Ključni finančni podatki	
Cena delnice (v EUR)	0,84
Število izdanih delnic	1.000.000.000
Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	840

Neto dolg (v mio EUR)	405
EV (v mio EUR)	1245
Prihodek na delnico (v EUR)	1,04
Dobiček na delnico (v EUR)	0,12
Mnogokratniki	
P/E	6,77
P/S	0,81
EV/EBITDA	3,55

Vir: Telekom Srbija (2017).

3.1.4 Makedonski Telekom AD

Makedonski Telekom s sedežem v Skopju, katerega večji del je prav tako lastnik Deutsche Telekom, se ukvarja s ponujanjem mobilnih in fiksnih telekomunikacijskih storitev na območju Makedonije (Makedonski Telekom, 2018). Ključne finančne podatke o podjetju si lahko ogledamo v spodnji razpredelnici.

Tabela 12: Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Makedonski Telekom

Makedonski Telekom AD	
Finančni kazalniki	
Prodaja (v mio EUR)	168
EBITDA (v mio EUR)	66
Dobiček (v mio EUR)	22
Ključni finančni podatki	
Cena delnice (v EUR)	4,48
Število izdanih delnic	95838780
Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	429
Neto dolg (v mio EUR)	40
EV (v mio EUR)	469
Prihodek na delnico (v EUR)	1,75
Dobiček na delnico (v EUR)	0,23
Mnogokratniki	
P/E	19,52
P/S	2,56

EV/EBITDA	7,11
-----------	------

Vir: Makedonski Telekom (2017).

3.1.5 Hrvatski Telekom d. d.

Hrvatski Telekom d. d. s sedežem v Zagrebu, katerega matična organizacija je prav tako Deutsche Telekom, se ukvarja s ponujanjem mobilnih in fiksnih telekomunikacijskih storitev na območju Hrvaške (Hrvatski Telekom, 2018). Ključne finančne podatke o podjetju si lahko ogledamo v spodnji razpredelnici.

Tabela 13: Pregled analitičnih in finančnih podatkov podjetja Hrvatski Telekom

Hrvatski Telekom d. d.	
Finančni kazalniki	
Prodaja (v mio EUR)	930
EBITDA (v mio EUR)	401
Dobiček (v mio EUR)	100
Ključni finančni podatki	
Cena delnice (v EUR)	22,31
Število izdanih delnic	81.427.129
Tržna kapitalizacija (v mio EUR)	1817
Neto dolg (v mio EUR)	459
EV (v mio EUR)	2276
Prihodek na delnico (v EUR)	11,42
Dobiček na delnico (v EUR)	1,23
Mnogokratniki	
P/E	18,17
P/S	1,95
EV/EBITDA	5,68

Vir: Hrvatski Telekom (2017).

3.2 Izračun vrednosti Telekoma Slovenije

Tabela 14: Izračun vrednosti delnice v EUR

Model mnogokratnika P/E	
Povprečna vrednost P/E	14,44
Čisti dobiček na delnico TLSG	5,07
Ocenjena vrednost	73,19
Model mnogokratnika P/S	
Povprečna vrednost P/S	0,94
Prihodek na delnico TLSG	111,75
Ocenjena vrednost	104,67
Model mnogokratnika EV/EBITDA	
Povprečna vrednost EV/EBITDA	4,67
EBITDA na delnico Telekoma Slovenije	29,51
Ocenjena vrednost celotnega kapitala	137,89
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	94,55
Povprečna vrednost vseh treh mnogokratnikov	90,81

Vir: lastno delo.

V zgornji tabeli lahko opazimo izračun ocenjene vrednosti Telekoma Slovenije na dan 31. 12. 2017. Ocenjena vrednost znaša 90,81 EUR. Pri izračunu posameznih povprečnih mnogokratnikov, smo izločili vrednosti podjetij, katera so najbolj odstopala, saj je do odstopanja najverjetneje prišlo zaradi izrednih dogodkov in menimo, da vrednosti niso primerne za primerjavo.

Moramo tudi omeniti, da ta vrednost ni končna točna vrednost, saj bi morali mnogokratnike primerno prilagoditi pričakovanim stopnjam rasti in podobnim napovedim za prihodnost. To bi prišlo v našem izbranem podjetju še posebej do izraza, saj lahko opazimo, da prihodki,

dobiček in ostali izkazi iz leta v leto upadajo, kar pomeni, da je realna vrednost verjetno nižja od dobljene.

3.3 Končna ocena Telekoma Slovenije

Po ovrednotenju podjetja na tržni način lahko opazimo, da je ocenjena vrednost Telekoma Slovenije 90,81 EUR, medtem ko je cena na trgu 31. 12. 2017 znašala 82,88 EUR. Podatki so nam pokazali, da je podjetje po metodi relativnega vrednotenja podcenjeno.

Poleg tega le relativna metoda vrednotenja ni dovolj za trden zaključek, da je vrednost delnice z 82,88 EUR podcenjena, saj brez dodatnih metod vrednotenja ne moremo biti prepričani ali je podcenjen ali precenjen celoten sektor telekomunikacij.

Poleg popolne matematike in različnih formul, ki jim sledi veliko ljudi, moramo tudi upoštevati, da je ocenjevanje v veliki meri tudi umetnost, kar pomeni, da je del izračuna opravljen tudi s subjektivno oceno, in sicer predvsem zaradi tega, ker smo ljudje med seboj različni. Smo različno občutljivi, imamo različna pričakovanja, mnenja in interese, kar še posebej pride do izraza ob napovedih za prihodnost, kot je dolgoročna stopnja rasti in pričakovana stopnja donosa.

SKLEP

Analiza vrednosti podjetja oziroma manjšinskega deleža je ključen postopek, ki ga uporabljajo številni finančniki po svetu. Nekatere metode so v danih situacijah primernejše kot druge, nekateri finančniki prisegajo na drugačne metode vrednotenja, vendar imajo vsi enak cilj, in sicer določiti čim bolj natančno in objektivno oceno vrednosti podjetja oziroma delnice, kar je tudi cilj naše diplomske naloge.

Metoda relativnega vrednotenja oziroma ocenjevanje vrednosti na tržni način, ki smo jo uporabili v naši diplomski nalogi, temelji predvsem na primerjanju izbranega podjetja s čim bolj primerljivimi podjetji na trgu in ugotovitvi, ali so ostali investitorji za podobna podjetja pripravljani plačati več, kot je na trgu ocenjeno naše izbrano podjetje, ali manj. Na podlagi teh temeljev smo skušali oceniti, ali je naše izbrano podjetje precenjeno ali podcenjeno glede na druga. Kljub številnim različnim pomanjkljivostim, ki jih ima metoda, je zaradi svoje preprostosti in enostavnosti še vseeno zelo uporabna za hitro začetno oceno vrednosti izbranega podjetja.

Z analizo smo ocenili vrednost 90,81 eur na delnico, kar je višja vrednost, kot jo določa trg. Ker v nalogi nismo upoštevali in prilagajali predvidene rasti podjetja v prihodnje, in zaradi

upadanja prihodkov, dobička, tržnega deleža ipd., verjamemo, da je realna vrednost delnice nižja od naše ocene.

Kot smo že omenili, je metoda relativnega vrednotenja le začetni vpogled v realno ceno delnice in ne podaja natančne vrednosti. Zato poudarjamo, da za natančnejšo oceno vrednosti potrebnih še več dodatnih analiz, na primer z metodo diskontiranega denarnega toka v sodelovanju z že opravljeno metodo.

LITERATURA IN VIRI

1. A1 Telekom Austria Group. (2018). *Letno poročilo podjetja A1 Telekom Austria Group*. Dunaj: A1 Telekom Austria Group.
2. Bloomberg. (2018). *Stocks*. Pridobljeno 8. novembra 2018 iz <https://www.bloomberg.com/markets/stocks>
3. Corporate finance institute. (brez datuma). *Multiples Analysis*. Pridobljeno 25. oktobra 2018 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/multiples-analysis/>
4. Corporate finance institute. (brez datuma). *Stock Valuation*. Pridobljeno 26. januarja 2019 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/stock-valuation/>
5. Damodaran A. (1995). *Investment valuation (3rd ed.)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
6. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance (2nd Ed.)*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
7. Damodaran, A. (2010). *Applied Corporate Finance (3rd ed.)*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
8. Deloitte. (2019). *2019 Telecommunications Industry Outlook*. Pridobljeno 10. februarja 2019 iz <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/telecommunications-industry-outlook.html>
9. Finančni slovar. (brez datuma). *P/E kazalnik*. Pridobljeno 2. februarja 2019 iz <http://www.financnislovar.com/definicije/pe-kazalnik.html>
10. Forbes. (2018). *The World's Largest Telecom Companies 2018: AT&T, Verizon Remain On Top As Sector Struggles*. Pridobljeno 13. novembra 2018 iz <https://www.forbes.com/sites/jonathanponciano/2018/06/06/worlds-largest-telecom-companies-2018/#3904111a7d39>
11. Gerbec, J. (2010). *Vrednotenje skupine Petrol* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Gradijanac, K. (2008). *Metode za vrednotenje delnic* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
13. Hrvatski Telekom d. d. (2018). *Letno poročilo podjetja Hrvatski Telekom d. d.* Zagreb: Hrvatski Telekom d. d.

14. Investopedia. (brez datuma). *Price-to-Sales Ratio*. Pridobljeno 26. oktobra 2018 iz <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-salesratio.asp>
15. Magyar Telekom Group. (2018). *Letno poročilo podjetja Magyar Telekom Nyrt.* Budimpešta: Magyar Telekom Nyrt.
16. Makedonski Telekom AD. (2018). *Letno poročilo podjetja Makedonski Telekom AD.* Skopje: Makedonski Telekom AD.
17. Praznik, B. (2011). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij* (dopolnjena izdaja). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
18. Princeton University. (2002). *The Great Telecom Implosion*. Pridobljeno 29. oktobra 2018 iz <https://www.princeton.edu/~starr/articles/articles02/Starr-TelecomImplosion-9-02.htm>
19. Statistični urad Republike Slovenije. (brez datuma). *Podatki*. Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.
20. Techopedia. (brez datuma). *Telecommunications*. Pridobljeno 27. oktobra 2018 iz <https://www.techopedia.com/definition/5570/telecommunications>
21. Telekom Slovenije d. d. (2018). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d. d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d. d.
22. Telekom Slovenije. (2018). *O podjetju* Pridobljeno 26. oktobra 2018 iz <https://www.telekom.si/o-podjetju/>
23. Telekom Srbija AD. (2018). *Letno poročilo podjetja Telekom Srbija AD.* Beograd: Telekom Srbija AD.
24. The Economist. (2002). *The great telecoms crash*. Pridobljeno 4. novembra 2018 iz <https://www.economist.com/leaders/2002/07/18/the-great-telecoms-crash>
25. Veleposlaništvo Republike Slovenije v Berlinu. (brez datuma). *Osnovne gospodarske informacije o Sloveniji*. Berlin: Veleposlaništvo Republike Slovenije v Berlinu.