

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

2012

MAGISTRSKA NALOGA

MAGISTRSKA NALOGA

ALEŠ TRUNK

ALEŠ TRUNK

KOPER, 2012

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

Magistrska naloga

VREDNOTENJE SLOVENSКИH JAVNIH
DELNIŠKIH DRUŽB NA PODLAGI
DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Aleš Trunk

Koper, 2012

Mentor: doc. dr. Igor Stubeļj

POVZETEK

Namen magistrskega dela je oceniti vrednosti slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu ter jih primerjati s tržnimi vrednostmi podjetij. Temeljno vrednost izbranih podjetij (25) smo izračunali z dvostopenjskim modelom. Z metodo parnega t-testa nismo potrdili hipoteze, da so temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006). Ugotovili pa smo, da je tržna vrednost podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo podjetij manjša v letu 2011 kot v letu 2006. Temeljna vrednost podjetja je pomembna tako za management podjetij, kot za zunanje deležnike. Obstajajo različni modeli izračunov, za uporabljeni model smo v nalogi ugotovili, da deluje le v zrelih finančnih okoljih.

Ključne besede: prosti denarni tok, lastniški kapital, kriza, temeljna in tržna vrednost podjetja.

SUMMARY

The purpose of thesis is to assess the value of Slovenian publicly traded companies on the basis of discounted free cash flows to equity and to compare it with market values of companies. The fundamental value of the selected companies (25) is calculated by a two-stage model. The method of paired-samples t-tests did not confirm the hypothesis that the fundamental value of Slovenian publicly traded companies better reflect market values currently in crisis (2011) as before (2006). However we found out that the market value of companies in relation to the fundamental value of companies is lower in 2011 than in 2006. Fundamental value of company is important for both management, as well as external stakeholders. There are different models of calculations, for the model that is used in this paper we found that it only works in mature financial environments.

Keywords: free cash flow, equity, crazies, fundamental and market value of companies.

UDK: 330.142.1:347.725(043.2)

VSEBINA

1	Uvod	1
1.1	Opredeleitev obravnavanega problema in teoretičnih izhodišč.....	1
1.2	Namen in cilji magistrskega dela.....	2
1.3	Teze in hipoteze.....	2
1.4	Metode za doseganje ciljev magistrskega dela.....	3
1.5	Predpostavke in omejitve pri obravnavanju problema.....	4
1.6	Napovednik vsebine.....	5
2	Teoretična izhodišča: vrednotenje podjetij	6
2.1	Modeli vrednotenja podjetij.....	6
2.2	Denarni tok in stopnja rasti denarnih tokov.....	8
2.2.1	Merjenje/ocenjevanje denarnih tokov.....	8
2.2.2	Napovedovanje denarnih tokov.....	10
2.3	Strošek kapitala podjetij.....	10
2.4	Modeli vrednotenja lastniškega kapitala podjetij.....	14
2.4.1	Modeli diskontiranih dividend.....	14
2.4.2	Modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu.....	16
3	Empirična analiza	22
3.1	Hipoteza za empirično testiranje.....	22
3.2	Metodologija.....	22
3.3	Predstavitev vzorca izbranih podjetij.....	24
3.4	Ocena prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu izbranih podjetij in stopenj rasti denarnih tokov.....	30
3.5	Ocena stroškov lastniškega kapitala.....	32
3.5.1	Netvegana stopnja donosa.....	32
3.5.2	Mera specifičnega tveganja – beta.....	33
3.5.3	Tržna premija za tveganje.....	35
3.6	Ocena temeljne vrednosti izbranih podjetij.....	38
3.7	Tržne vrednosti podjetij.....	42
3.8	Primerjava tržne vrednosti podjetij z ocenjeno temeljno vrednostjo podjetij.....	44
3.8.1	Razlika med temeljno in tržno vrednostjo podjetij.....	45
3.8.2	Velikost količnika v času pred krizo in v času krize.....	48
4	Sklep	50
	Literatura in viri	53

SLIKA

Slika 1:	Delež tržne kapitalizacije.....	22
----------	---------------------------------	----

PREGLEDNICE

Preglednica 1:	Vzorec izbranih podjetij.....	25
Preglednica 2:	Napoved stopnje rasti denarnih tokov 2007-2010	31
Preglednica 3:	Napoved stopnje rasti denarnih tokov 2012-2015	32
Preglednica 4:	Netvegana stopnja donosa slovenskega trga 2007-2010	33
Preglednica 5:	Netvegana stopnja donosa slovenskega trga 2012-2015	33
Preglednica 6:	Mera specifičnega tveganja - beta.....	34
Preglednica 7:	Tržna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu	36
Preglednica 8:	Ocena stroškov lastniškega kapitala na dan 31. december 2006	37
Preglednica 9:	Ocena stroškov lastniškega kapitala na dan 31. december 2011	38
Preglednica 10:	Ocenjena temeljna vrednost podjetij na dan 31. december 2006.....	39
Preglednica 11:	Ocenjena temeljna vrednost podjetij na dan 31. december 2011.....	40
Preglednica 12:	Primerjava ocenjenih temeljnih vrednosti podjetij	42
Preglednica 13:	Tržne vrednosti podjetij	43
Preglednica 14:	Količnika na dan 31. december 2006 in 31. december 2011	45
Preglednica 15:	Oddaljenost količnika od vrednosti 1	46
Preglednica 16:	Opisna statistika spremenljivk ($ V _{11}$ in $ V _{06}$)	47
Preglednica 17:	Korelacija med spremenljivkama ($ V _{11}$ in $ V _{06}$).....	47
Preglednica 18:	Parni t-test ($ V _{11}$ in $ V _{06}$)	47
Preglednica 19:	Opisna statistika spremenljivk (K_{11} in K_{06}).....	48
Preglednica 20:	Korelacija med spremenljivkama (K_{11} in K_{06}).....	49
Preglednica 21:	Parni t-test (K_{11} in K_{06}).....	49

1 UVOD

Pogosto se vprašamo, koliko je vredno podjetje, ali je tržna vrednost podjetja precenjena ali podcenjena. Za odgovor na vprašanje je potrebno izračunati temeljno vrednost podjetja, ki odraža sedanjo vrednost vseh pričakovanih koristi za vlagatelje (Damodaran 2006). Pri ocenjevanju temeljne vrednosti podjetij uporabljamo različne modele vrednotenja (npr. model diskontiranega denarnega toka, model primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, model čiste vrednosti sredstev, ipd.), odvisno od posameznih dejavnikov vrednotenja (Brigham in Ehrhardt 2005).

1.1 Opredelitev obravnavanega problema in teoretičnih izhodišč

Stubelj (2010) navaja, da je vrednotenje podjetij utilitaristična dejavnost. Ocena mora prinesiti korist naročniku storitve. Zaradi velike koristi, ki lahko nastane pri dobri oceni vrednosti, so analitiki in strokovnjaki s področja vrednotenja izoblikovali veliko število modelov, ki temeljijo na različnih predpostavkah. Izhodišče in determinante vrednotenja so od modela do modela razlikujejo. Pri vseh modelih je bistvena bodoča korist vlagatelja. Poznamo modele, ki temeljijo na dobičku, dividendah, investicijskih priložnostih, prostih denarnih tokovih ter modele, ki temeljijo na primerjalni analizi.

Ocenjevanje temeljne vrednosti podjetij izvajamo za različne namene, NLB (2012) navaja: a) prevzeme, združitve, prodaje in nakupe podjetja ali njegovega dela, dokapitalizacije, delitve in oddelitve, izstopa družbenikov, managerske odkupe in odkupe z zadolžitvijo, b) investicijske odločitve, c) računovodsko poročanje, d) davčne namene, e) sodne spore.

Z nastopom velike gospodarske in finančne krize¹, ki je močno pretresla in zanihala svetovne finančne trge, so tečajni delniški trgov padli, tudi v Sloveniji. Tržna vrednost večine slovenskih podjetij, ki kotirajo na borzi, se je tako znižala. V času konjunktore so bile tržne vrednosti podjetij izredno visoke. Veliko razliko med tržno vrednostjo in temeljno vrednostjo je dokazal Stubelj (2010) v svoji raziskavi, ki je visoke tržne cene utemeljil z naslednjimi dejstvi; tržna vrednost je lahko višja zaradi: a) zviševanja cene delnic vlagateljev, ki imajo interne informacije o podjetju; b) pričakovane visoke prevzemne vrednosti podjetja; c) nakupov delnic po previsoki ceni iz špekulativnih razlogov, z namenom prodaje po višji ceni; d) pomanjkanja investicijskih priložnosti za vlagatelje na slovenskem trgu kapitala. Našteta dejstva so prispevala k izjemnemu znižanju vrednosti v času gospodarske in finančne krize (od 2008 dalje). Vrednost delnic slovenskih podjetij se je veliko bolj znižala kakor vrednost delnic na nekaterih razvitih finančnih trgih. To je razvidno iz borznih indeksov. Slovenski

¹ V zadnjih nekaj letih so številna podjetja propadla, stopnja brezposelnosti se je močno povečala, delniški indeksi so strmoglavili in nekatere države so na robu bankrota zaradi napačnih monetarnih politik centralnih bank. Posledice velike finančne krize so ohromile svetovni ekonomski sistem (Norberg 2009).

borzni indeks se je v obdobju od 2006 do 2011 znižal za 60% (LJSE 2012), medtem ko se je na razvitih finančnih trgih borzni indeks v povprečju znižal le za 15% (indeks Dow Jones, indeks NYSE, indeks S&P 500); borzni indeks NASDAQ se je celo povečal za 8% glede na leto 2006 (MWatch 2012).

Obravnavani problem v nalogi je razlika med tržno in temeljno vrednostjo slovenskih javnih delniških družb, ki je v današnjem času zelo aktualen, saj je gospodarsko-finančna kriza razkrila previsoka vrednotenja v preteklem obdobju. Poznavanje temeljne vrednosti je velikega pomena za pravilno odločanje na različnih nivojih (investitorji, zaposleni, kupci, dobavitelji, banke idr).

1.2 Namen in cilji magistrskega dela

Namen magistrskega dela je raziskati in predstaviti vrednosti slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, ter jih primerjati s tržnimi vrednostmi podjetij. Predvsem nas zanima, glede na močan padec vrednosti delnic med gospodarsko finančno krizo, kakšna je bila razlika med temeljno in tržno vrednostjo podjetij pred krizo in kakšna je sedaj.

Cilji teoretičnega dela so:

- utemeljitev temeljne vrednosti podjetij,
- utemeljitev potreb po vrednotenju podjetij in
- predstavitev različnih modelov vrednotenja.

Cilji empiričnega dela so:

- predstavitev vzorca izbranih podjetij,
- ocena prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu,
- ocena stroškov lastniškega kapitala,
- izračun temeljne vrednosti in
- preučitev razlik med temeljno in tržno vrednostjo podjetij v različnih pogojih (pred krizo in v času krize).

1.3 Teze in hipoteze

Tržna vrednost slovenskih javnih delniških družb se je v času krize močno znižala. Glede na navedena dejstva predpostavljamo, da so bile tržne vrednosti slovenskih javnih delniških družb pred nastopom krize napihnjene in niso odražale temeljne vrednosti podjetij. Naša temeljna teza je, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost bolje odraža tržno vrednost kot pred krizo. Veljavnost teze smo preverjali s hipotezo, kjer smo trdili, da so

temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006).

1.4 Metode za doseganje ciljev magistrskega dela

Pri pisanju teoretičnega dela magistrske naloge smo uporabili metodo opisne analize pojasnjevanja stvarnosti z razčlenjevanjem sestavljenih miselnih stvaritev na njihove enostavnejše dele in prvine ter preučevanje vsakega dela oziroma prvine posebej; metodo sinteze za raziskovanje in pojasnjevanje stvarnosti z združevanjem v enovito celoto; ter metodo kompilacije ali povzemanja rezultatov spoznanj drugih avtorjev iz dostopne tuje in domače literature.

Raziskovalni del magistrske naloge je po svoji naravi kvantitativna raziskava. V empiričnem delu smo uporabili sekundarne podatke, ki smo jih pridobili na spletni strani Ljubljanske borze (število delnic in cena delnic) ter v letnih poročilih izbranih podjetij, ki smo jih pridobili na spletnih straneh podjetij. Ovrednotili smo vsa slovenska podjetja prve kotacije (9 podjetij) in vsa podjetja standardne kotacije (16 podjetij) v obdobju 2006 in 2011. Tako pridejo v poštev podjetja, ki so kotirala na borzi na dan 31. december 2006 in 31. december 2011, skupaj jih je 25, vseh delniških družb na borzi pa je 67. Vzorčenje prinaša s seboj napake, ki jih naredimo že pri zbiranju podatkov ali pripravi na vzorčenje – in ki seveda vplivajo na naše rezultate oziroma primernost posploševanja na celotno populacijo (Nastav 2011). Delnice izbranih podjetij predstavljajo skoraj 90% celotne tržne kapitalizacije vseh delnic na izbrane dneve, zato lahko vzorec smatramo kot reprezentativen vzorec za slovenski delniški trg.

Z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo za vsako izbrano podjetje izračunali temeljno vrednost lastniškega kapitala. Temeljno vrednost lastniškega kapitala podjetja izračunamo kot sedanjo vrednost pričakovanih prostih denarnih tokov iz poslovanja, diskontiranih na današnjo vrednost z uporabo stroškov lastniškega kapitala (Brigham in Ehrhardt 2005). Dvostopenjski model smo izbrali, ker omogoča uporabo ocenjenih denarnih tokov do nekega časovnega horizonta, od katerega naprej predpostavimo stabilno stopnjo rasti. V skladu s tem smo na podlagi zgodovinskih podatkov ocenili denarne tokove podjetij za naslednja tri leta, v naslednjih letih pa upoštevali stabilno rast denarnih tokov.

Prosti denarni tok so predvideni prilivi (skoraj enako prihodkom), zmanjšani za odlive iz poslovanja (stroške in odhodke). Dokaj natančno ga tako opredeli izračun uspeha in izgube. Ne upošteva se le amortizacija, ki je čista računovodska kategorija. Nadomesti jo ocena denarnega toka za potrebne investicije (nadomestila opreme). To seveda zmanjšuje denarni tok (Kadunc 2008). Prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu, izračunamo kot (Damodaran 2006):

$$PDT = \check{C}D + AM + ND - (IOS + SOK + OD),$$

kjer je PDT prosti denarni tok, ČD čisti dobiček, AM amortizacija, ND novi dolg, IOS investicije v osnovna sredstva, SOK sprememba obratnega kapitala in OD odplačan dolg.

Strošek lastniškega kapitala oziroma zahtevano donosnost lastniškega kapitala, smo ocenili s CAPM (Capital Asset Pricing Model – Model vrednotenja dolgoročnih naložb). Model ocenjuje zahtevano donosnost lastniškega kapitala kot vsota netvegane stopnje donosa in premije za tržno tveganje, pomnožene s faktorjem β (Damodaran 2006). CAPM je v praksi najbolj uporabljen model za oceno stroškov lastniškega kapitala (Brigham in Ehrhardt 2005).

S programom SPSS smo prikazali frekvenčne porazdelitve vzorca, kjer smo preučili značilnosti različnih spremenljivk, ki so vključene v raziskavo, prikazali opisne statistike (povprečje, standardni odklon) in uporabili metodo bivariatne analize ter metodo parnega t-testa, s pomočjo katerih smo preverili razliko med tržno in temeljno vrednostjo leta 2006 in 2011.

Hipotezo smo preverjali s primerjavo tržne in ocenjene temeljne vrednosti izbranih podjetij v letu 2006 in 2011. Potrebno je bilo izračunati količnik med temeljno in tržno vrednostjo podjetij ter s parnim t-testom ugotoviti ali obstaja statistično značilna razlika v povprečju izračunanega količnika leta 2006 in 2011. Poleg tega smo ugotovili katero povprečje je višje. Tako smo lahko potrdili oziroma zavrgli hipotezo.

1.5 Predpostavke in omejitve pri obravnavanju problema

Pri pisanju magistrske naloge smo se posluževali tako domače kot tuje literature. Pri iskanju in pridobivanju podatkov za teoretični del ni bilo težav, saj je opravljenih veliko raziskav/člankov na to tematiko (npr. Gubo 2012, Petavs 2011). Poskusili smo vključiti relevantno literaturo in internetne vire, pri čemer smo pazili na verodostojnost podatkov.

Pri empiričnem delu, po predhodnem vpogledu v vzorec letnih poročil izbranih delniških družb, smo predvideli, da ne bo večjih težav. Naši izračuni temeljne vrednosti temeljijo na predpostavkah, da finančni izkazi odražajo prave vrednosti.

Ocene spremenljivk (pričakovani denarni tokovi, stopnje rasti denarnih tokov, strošek lastniškega kapitala, netvegana stopnja donosa, tržna premija za tveganje in faktor beta - β), ki smo jih potrebovali za oceno temeljne vrednosti, temeljijo na zgodovinskih podatkih in naših predpostavkah o prihodnosti, kar vpliva na ocene. Zgodovina slovenskega delniškega trga je kratka, zato je bilo potrebno uporabiti tudi zgodovinske podatke iz tujih/zreljih trgov. Vse, kar smo uporabili, smo natančno opisali.

Ena od težav je tudi majhnost slovenskega trga (majhno število podjetij). Slovenski trg je zelo majhen. V magistrski nalogi analiziramo 25 podjetij od 67, ki kotirajo na borzi. Metoda parnega t-testa temelji na normalni porazdelitvi vzorca, zato majhnost vzorca, čeprav predstavlja skoraj 90% celotne tržne kapitalizacije vseh delnic na slovenski borzi na izbrane dneve, predstavlja omejitev pri posploševanju.

1.6 Napovednik vsebine

Magistrska naloga je razdeljena na dva dele. V prvem delu so predstavljena teoretična izhodišča vrednotenja podjetij, zakaj in kako vrednotimo. Predstavljeni so tudi različni modeli vrednotenja, ter spremenljivke potrebne za izračun/oceno vrednosti podjetja, kot so denarni tok in stopnja rasti denarnih tokov ter strošek lastniškega kapitala. V drugem delu sledi empirična analiza. Predstavili smo vzorec izbranih podjetij, oceno prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu izbranih podjetij in stopenj rasti denarnih tokov ter oceno stroška lastniškega kapitala. S pridobljenimi spremenljivkami smo izračunali temeljne vrednosti podjetij, katero smo primerjali s tržno vrednostjo podjetij.

Raziskali in predstavili smo temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu. Poznavanje temeljne vrednosti podjetja je ključnega pomena za: a) prevzeme, združitve, prodaje in nakupe podjetja ali njegovega dela, dokapitalizacije, delitve in oddelitve, izstope družbenikov, managerske odkupe in odkupe z zadolžitvijo, b) investicijske odločitve, c) računovodsko poročanje, d) davčne namene, e) sodne spore in f) za pravilno odločanje na različnih nivojih (investitorji, zaposleni, kupci, dobavitelji, banke ...).

2 TEORETIČNA IZHODIŠČA: VREDNOTENJE PODJETIJ

Vrednotenje podjetij ali ocena vrednosti podjetja predstavlja oblikovanje strokovnega in nepristranskega mnenja o vrednosti celotnega podjetja, njegove posamezne organizacijske enote, sredstva ali dolga. Potreba po strokovnem in nepristranskem vrednotenju podjetij izvira iz nespornega dejstva, da se zneski prikazani v računovodskih evidencah, ki so pod vplivom računovodskih usmeritev, običajno bistveno razlikujejo od dejanskih tržnih vrednosti istih gospodarskih kategorij. Ključna naloga pri vrednotenju podjetij je, da z uporabo ustreznih metod in tehnik vrednotenja, razkrijemo, kolikšna je resnična vrednost podjetja (Fires 2009).

Najpogostejši razlogi za vrednotenje podjetij so: a) nakup ali prodaja celotnega ali dela podjetja oziroma lastniškega deleža, b) izvedba postopkov prevzema, c) izstop in izplačilo družbenika, d) združitev ali pripojitev (izračun menjalnih razmerij), e) odkup podjetja od strani posloводства, f) povečanje ali zmanjšanje (osnovnega) kapitala, g) sanacija, likvidacija ali ocena stečajne mase podjetja, ki je v postopku stečaja in h) notranja presoja premoženjskega in finančnega stanja podjetja za podporo pri sprejemanju strateških finančnih odločitev (Fiducaria 2009).

2.1 Modeli vrednotenja podjetij

Za vrednotenje podjetij lahko uporabljajmo različne modele vrednotenja, od preprostih do zelo sofisticiranih. Kateri model vrednotenja izberemo, je odvisno od namena vrednotenja, podatkov, ki jih imamo na voljo in drugih dejavnikov.

Poznamo statične in dinamične modele vrednotenja. Statični modeli vrednotenja temeljijo na primerjavi različnih kazalcev (kazalcev, ki jih računamo na podlagi dobičkov ali knjigovodske vrednosti ali prihodkov). Pri dinamičnih modelih vrednotenja pa je potrebno napovedati bodoče vhodne parametre, ki so potrebni za izračun vrednosti podjetja. Ocena vrednosti podjetja z dinamičnimi modeli je zelo odvisna od analitike ocene vhodnih parametrov, ob upoštevanju pravih podatkov lahko določimo zelo natančno temeljno vrednost podjetja (Brigham in Ehrhardt 2005).

Pri statičnih modelih vrednotenja določimo vrednost podjetja tako, da na trgu najdemo podobno podjetje ter tako določimo/ocenimo vrednost. Podobno je tudi pri nakupu hiše, kjer pogledamo cene okoliških hiš in si tako pomagamo pri določitvi vrednosti hiše, ki jo ocenjujemo. Če to teorijo razširimo na borzni trg, lahko določimo ali so delnice določenega podjetja precenjene ali podcenjene, če jih primerjamo s tržno ceno delnic podobnega podjetja. V praksi poznamo tri različice primerjanja vrednosti: direktna primerjava (oceno vrednosti podjetja določimo tako, da poiščemo eno ali dve podjetji, ki sta skoraj enaki podjetju, ki ga želimo ovrednotiti, in pogledamo, kako sta ti podjetji ocenjeni), povprečje skupine (oceno vrednosti podjetja, pridobljeno z uporabo multiplikatorja, primerjamo z ocenjeno vrednostjo

skupine izbranih podjetij, pridobljeno z uporabo povprečja multiplikatorja) in povprečje skupine, popravljeno za razlike (analitiki zaradi velikih razhajanj določenih kazalcev v skupini poskušajo te razlike zmanjšati/kontrolirati, a se pojavi problem velike subjektivnosti).

Pri dinamičnih modelih vrednotenja, kjer gre za sodobnejši pristop: sedanjo vrednost sredstev določimo tako, da pričakovane denarne tokove diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki odraža stopnjo tveganja pričakovanih denarnih tokov. Višja kot je stopnja tveganja, višji je diskontni faktor, oziroma nižja kot je stopnja tveganja, nižji je diskontni faktor. Pri dinamičnih modelih vrednotenja velja predpostavka, da sredstva kupujemo, ker predvidevamo, da bomo imeli od njih korist v prihodnosti. Preprosto povedano, sredstva, ki nam prinašajo višje in predvidljive denarne tokove, dosegajo višjo vrednost kot sredstva, ki imajo nižje in nepredvidljive denarne tokove. Pri modelu diskontiranih denarnih tokov ocenjujemo vrednost sredstev kot sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov iz sredstev (Damodaran 2006, 10):

$$P_S = \frac{DT_1}{(1+r)} + \frac{DT_2}{(1+r)^2} + \frac{DT_3}{(1+r)^3} \dots + \frac{DT_n}{(1+r)^n},$$

kjer je P_S vrednost sredstva, DT_t pričakovani denarni tok v obdobju t , r diskontni faktor, n življenjska doba sredstva.

Z modelom diskontiranih denarnih tokov izračunamo ocenjeno vrednost sredstva kot sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov iz sredstva. Takšno logiko bi lahko uporabili tudi pri vrednotenju podjetij, kjer je potemtakem vrednost podjetja vsota sedanje vrednosti vseh pričakovanih denarnih tokov podjetja. Problem nastane, saj podjetja uporabljajo/upravljajo sredstva, ki so v lasti podjetja in sredstva, v katera je še potrebno investirati in bodo šele v prihodnosti ustvarjala dodatne pričakovane denarne tokove, zato ločimo dve različici vrednotenja podjetij z modelom pričakovanih denarnih tokov.

Prva možnost je vrednotenje celotnega kapitala podjetja, tako sredstva, ki jih ima podjetje v lasti, kot sredstva, v katera mora še investirati. Denarni tok pred plačilom dolga in po plačilu potrebnih investicij je prosti denarni tok podjetja. Diskontni faktor, ki odraža skupno ceno financiranja podjetja, tako iz lastniškega kot dolžniškega kapitala, je strošek kapitala (lastniškega in dolžniškega) (Damodaran 2006, 11).

Denarni tok podjetja je vsota denarnih tokov vseh investorjev (lastnikov in posojilodajalcev) v podjetju. Najlažje ocenimo denarni tok podjetja. To je denarni tok pred plačilom dolga in dividend prednostnih delnic, ki ga izračunamo, tako da neto investicije (bruto investicije minus amortizacija), ki so potrebne za ohranjanje rasti, odštejemo od dobička iz poslovanja po plačanih davkih. Tako dobljeni denarni tok je prosti denarni tok podjetja. Modeli, ki za vrednotenje podjetja uporabljajo proste denarne tokove podjetja, so modeli diskontiranih prostih denarnih tokov podjetja.

Druga možnost je vrednotenje zgolj lastniškega kapitala v podjetju. Denarni tok po plačilu dolga in potrebnih investicij je prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu. Diskontni faktor, ki odraža ceno lastniškega kapitala, je strošek lastniškega kapitala (Damodaran 2006, 12). V magistrski nalogi smo se posvetili prav takšnemu vrednotenju.

Denarni tokovi lastniškega kapitala podjetja, ki kotira na borzi, so dividende. Modeli, ki uporabljajo dividende, so modeli diskontiranih dividend. Širše gledano, je denarni tok lastniškega kapitala to, kar ostane po plačilu obresti nelastniškim investitorjem (posojilodajalcem) in lastnikom prednostnih delnic ter po investiranju v podjetje, z namenom, da vzdržuje rast. Tako dobljeni denarni tok je prosti denarni tok lastniškega kapitala. Modeli, ki za vrednotenje podjetja uporabljajo proste denarne tokove lastniškega kapitala, so modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu.

Ne glede na različico, ki jo izberemo za vrednotenje podjetja, dobimo, ob pravilnih predpostavkah, enako vrednost podjetja, če jo izračunamo po različici celotno podjetje ali pa različici lastniški kapital.

Za oceno vrednosti podjetja, z modelom diskontiranih denarnih tokov, potrebujemo tri vhodne spremenljivke: pričakovane denarne tokove, časovno porazdelitev denarnih tokov in diskontno stopnjo, ki odraža tveganost denarnih tokov (večje kot je tveganje denarnih tokov, višja je diskontna stopnja).

2.2 Denarni tok in stopnja rasti denarnih tokov

Denarni tok nam pove, od kod in kdaj bo denar prišel v podjetje ter kdaj in kam bo odšel iz podjetja. Redno spremljanje denarnega toka zaposlenim oziroma vodstvu podjetja običajno ne vzame več kot nekaj minut na dan. S tem podjetje tekoče spremlja vse prilive in odlive ter točno ve, kdaj bo imelo dovolj denarja za plačilo svojih obveznosti.

Nezadosten denarni tok (premalo prilivov) bo pripeljal podjetje v nelikvidnost. Posledično bo imelo premalo denarja za plačilo svojih obveznosti do dobaviteljev, delavcev, države ali banke. S tem si bo poslabšalo boniteto, moralo bo plačevati zamudne obresti in kazni, podvrženo bo morebitnim izvržbam ter pravnim stroškom, v najslabšem primeru lahko postane nesolventno in celo propade (Kupnik 2011).

2.2.1 Merjenje/ocenjevanje denarnih tokov

Denarni tokovi so ključnega pomena za vrednotenje diskontiranih denarnih tokov. Ocenjevanje denarnih tokov se začne z merjenjem dobička. Prosti denarni tok podjetja temelji na dobičku iz poslovanja po davkih:

$$PDTP = DPP (1 - D) + AM - (IOS + SOK) ,$$

kjer je PDTP prosti denarni tok podjetja, DPP(1-D) dobiček iz poslovanja po davkih, AM amortizacija, IOS investicije v osnovna sredstva, SOK sprememba obratnega kapitala.

Prosti denarni tok lastniškega kapitala pa temelji na čistem dobičku:

$$PDTL = \check{C}D + AM + ND - (IOS + SOK + OD),$$

kjer je PDTL prosti denarni tok lastniškega kapitala, $\check{C}D$ čisti dobiček, AM amortizacija, ND novi dolg, IOS investicije v osnovna sredstva, SOK sprememba obratnega kapitala in OD odplačan dolg.

Denarni tok podjetja izkazuje denarne tokove vseh investitorjev v podjetju, medtem ko denarni tok lastniškega kapitala temelji na denarnih tokovih, ki pripadajo lastnikom podjetja. Ozko gledano so edini denarni tok, ki pripada lastnikom, dividende. A vendarle, vsa podjetja ne izplačujejo dividend v takšni meri, kot bi lahko, zato je bolje, če vrednost lastniškega kapitala ocenjujemo s tako imenovanimi potencialnimi dividendami (denarni tok, ki bi lahko bil izplačan kot dividende) (Damodaran 2006, 79).

Lastniki delnic mnogih podjetij, ki kotirajo na borzi, dobivajo za svoje delnice dividende. Dividende so od podjetja do podjetja zelo različne. Nekatera podjetja izplačujejo višje dividende, nekatera pa jih sploh ne izplačujejo. Razlogov za neizplačevanje v obsegu, ki bi ga podjetje lahko izplačevalo, je več: predvsem majhnost podjetij ali pa denar potrebujejo zaradi hitre rasti (ponovnega investiranja), ali želja po vzdržnosti, ali davčni učinek, ali zasebni interesi managerjev. Kakorkoli, veliko analitikov posega po dividendah kot merilu za denarni tok lastniškega kapitala. Dividende so denarni tok lastniškega kapitala, katerega lahko spremljamo in nam ga ni potrebno ocenjevati, poleg tega podjetja, ki izplačujejo dividende, določijo višino dividend na takšni ravni, da bo vzdržna na dolgi rok.

Dividende so denarni tok, ki ga lahko spremljamo in nam ni potrebno ocenjevati denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu. Slaba lastnost je da, vsa podjetja ne izplačujejo dividend v višini, kot bi jih lahko in jih niti niso dolžna, zato nekatera izplačujejo manj, kot bi lahko ali celo nič.

Za oceno potencialnih dividend, denarnega toka, ki bi lahko bil izplačan kot dividende, pa je potrebno ocenjevanje, saj sicer ne moremo spremljati vrednosti potencialnih dividend. Če hočemo oceniti, koliko je podjetje zmožno izplačati svojim investitorjem, je potrebno začeti pri čistem dobičku podjetja, od katerega odštejemo stroške ponovnega investiranja. Poleg tega je potrebno upoštevati učinek spremembe dolga na denarni tok. V primeru povrnitve dolga se to smatra kot odliv denarnih tokov, v primeru novih dolgov, pa se smatra kot priliv denarnih tokov.

2.2.2 Napovedovanje denarnih tokov

Napovedovanje prihodnosti je zelo težko; nikoli ne vemo, kaj se lahko spremeni/zgodi. Pri napovedovanju denarnih tokov podjetja si lahko pomagamo z zgodovinskimi podatki stopnje rasti, lahko uporabimo stopnjo rasti, ki jo priporoči vodstvo podjetja, lahko pa uporabimo informacije, ki jih imajo ostali analitiki, ki spremljajo podjetje.

Vrednotenje podjetij z modelom diskontiranih denarnih tokov predpostavlja trajno eksistenco podjetja. Prihodnje denarne tokove podjetja je tako potrebno napovedati daleč v prihodnost, kar je težko, zato prihodnost podjetja razdelimo na dve obdobji. Obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na obdobje po eksplicitni napovedi v neskončnost. Predpostavlja se, da se bo nadpovprečna rast v eksplicitnem obdobju umirila in podjetje bo v obdobju po eksplicitnem obdobju stabilno rastlo v takšnem obsegu, ki bo vzdržen (Damodaran 2006, 79). Vrednost podjetja izračunamo:

$$VP = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DT_t}{(1+r)^t} + \frac{KV_n}{(1+r)^n},$$

kjer je VP vrednost podjetja, DT denarni tok v eksplicitnem obdobju, KV končna vrednost, t obdobje eksplicitne rasti, n obdobje po eksplicitni rasti, r strošek kapitala.

Končno vrednost podjetja, kjer predpostavljamo, da bo podjetje rastlo stabilno/enakomerno, zapišem:

$$KV_n = \frac{DT_{n+1}}{r - g_s},$$

kjer je KV_n končna vrednost, $DT_{(n+1)}$ denarni tok naslednjega leta, r strošek kapitala, g_s stabilna rast.

V eksplicitnem obdobju rast denarnih tokov napovemo, saj gre za bližnjo prihodnost. V obdobju po eksplicitni napovedi je določanju stabilne in vzdržne stopnje rasti, zaradi oddaljenosti, težje napovedati. Stabilna stopnja rasti je pomemben faktor pri računanju vrednosti z modelom diskontiranih denarnih tokov, saj močno vpliva na rezultat. Zelo težko je določiti, kaj pomeni stabilna in vzdržna rast in kako visoka je. Glede na to, da nobeno podjetje na dolgi rok ne more rasti hitreje kot gospodarstvo, v katerem posluje, je stopnja stabilne rasti podjetja enaka ali manjša kot gospodarska rast (Brigham in Ehrhardt 2005).

2.3 Strošek kapitala podjetij

V financah se pojem kapital razume kot lastniški in dolžniški dolgoročni vir financiranja podjetja. Sem sodi: navadni lastniški kapital, prednostni lastniški kapital in dolgoročni

finančni dolg. Kapital je produkcijski dejavnik in ima svojo ceno, zato je zelo pomembno izbrati ustrezno strukturo kapitala, saj ta vpliva na višino tehtanih stroškov kapitala (Brigham in Ehrhardt 2005, 236):

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_{ps} r_{ps} + w_s r_s ,$$

kjer je WACC tehtani strošek kapitala, w_d delež dolga, $r_d(1-T)$ strošek dolga po davkih, w_{ps} delež prednostnega lastniškega kapitala, r_{ps} zahtevana donosnost prednostnega lastniškega kapitala, w_s delež navadnega lastniškega kapitala in r_s strošek navadnega lastniškega kapitala.

Finančni dolg podjetja so vsi pri poslovnih bankah najeti krediti, izdane obveznice in zakup. Prvi korak pri izračunu stroškov dolžniškega kapitala je določitev zahtevane donosnosti na dolžniški kapital; pri najetem kreditu je to obrestna mera kredita, pri izdanih obveznicah podjetja, ki kotira na borzi, pa je to donosnost do dosvetja obveznice. Pomemben učinek pri strošku dolga ima davek oziroma davčni ščit. Stroški dolžniškega kapitala so odbitna postavka pri davčni osnovi za plačilo davka na dobiček, zato je v formuli zapisan kot $r_d(1-T)$ (Brigham in Ehrhardt 2005, 223).

Prednostni lastniški kapital predstavljajo prednostne delnice, ki nimajo glasovalne pravice, tako kot navadne delnice, dajejo pa imetniku pravico do dividend. Običajno je dividenda fiksna in kumulativna. Za razliko od obresti, dividende niso odbitna postavka pri izračunu davčne osnove. Strošek prednostnih delnic izračunamo kot (Brigham in Ehrhardt 2005, 225):

$$r_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_{ps}(1 - F)} ,$$

kjer je r_{ps} strošek prednostnih delnic, D_{ps} dividenda prednostnih delnic (fiksna), P_{ps} cena prednostnih delnice ob izdaji in F stroški izdaje prednostnih delnic.

Navadni lastniški kapital predstavljajo navadne delnice. Strošek lastniškega kapitala je enak zahtevani donosnosti investitorjev (lastnikov). Navadni lastniki največ tvegajo, saj lahko izgubijo vse, kar so vložili, zato je običajno lastniški kapital najdražji. Na stroške navadnega lastniškega kapitala lahko gledamo z vidika stroškov nove izdaje delnic ali pa z vidika zadržanih dobičkov, saj tudi zadržani dobički predstavljajo strošek (oportunitetni), saj bi lahko lastniki te dobičke vložili v druge naložbe. Strošek navadnega lastniškega kapitala z vidika stroškov novo izdanih navadnih delnic izračunamo kot (Brigham in Ehrhardt 2005, 227):

$$r_s = \frac{D_1}{P_0(1 - F)} + g ,$$

kjer je r_s strošek navadnega lastniškega kapitala, D_1 začetna dividenda, P_0 cena delnice, F stroški novoizdane delnice in g rast dividend.

Čisti dobiček po davkih je last lastnikov in si ga lahko izplačajo v dividendah. Zadržani dobički niso zastonj, saj lastniki ne morejo investirati naprej. Strošek navadnega lastniškega kapitala z vidika stroškov zadržanih dobičkov izračunamo na več načinov (Brigham in Ehrhardt 2005):

- metoda tržne zahtevane stopnje donosa:

$$r_s = \frac{D_1}{P_0} + g ,$$

kjer je r_s strošek navadnega lastniškega kapitala, D_1 začetna dividenda, P_0 cena delnice in g rast.

- metoda premije za tveganje:

$$r_s = r_d + PT ,$$

kjer je r_s strošek navadnega lastniškega kapitala, r_d strošek dolga in PT premija za tveganje.

- metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$r_s = r_{rf} + \beta * RP_m ,$$

kjer je r_s strošek navadnega lastniškega kapitala, r_{rf} netvegana stopnja donosa, β mera specifičnega tveganja (relativno tveganje podjetja glede na trg) in RP_m tržna premija za tveganje.

V magistrski nalogi smo se posvetili računanju stroškov navadnega lastniškega kapitala po CAPM metodi, ki je v praksi tudi najbolj razširjena. Če želimo izračunati strošek navadnega lastniškega kapitala po CAPM metodi, moramo izračunati ali pridobiti podatke o netvegani stopnji donosa, koeficientu β in tržni premiji za tveganje.

Metoda izhaja iz netvegane stopnje donosa. V praksi se uporablja donosnost do dospelja dolgoročne državne obveznice. Za države s kratko zgodovino oziroma nezrelim finančnim sistemom si pomagamo z dolgoročno obveznico države z zrelim finančnim sistemom, pri čemer moremo paziti na različne inflacijske stopnje posameznih držav. Problem rešimo z inflacijsko indeksirano državno obveznico (države z zrelim finančnim sistemom), pri kateri moramo realni donosnosti dodati pričakovano inflacijo (države z nezrelim finančnim sistemom), tako dobimo nominalno donosnost dolgoročne državne obveznice v državi z nerazvitim finančnim sistemom. Tako dobljeno stopnjo donosa uporabimo kot netvegano stopnjo donosa (Stubelj 2010, 43).

Kot drugo spremenljivko je potrebno izračunati oziroma pridobiti tržno premijo za tveganje. To pričakujejo investitorji, ki so pripravljene investirati v bolj tvegane investicije. Izračuna se

kot razlika med pričakovano donosnostjo investicij na delniškem trgu in netvegano donosnostjo. V praksi najpogosteje izračunamo tržno premijo za tveganje na podlagi zgodovinskih podatkov. Na ameriškem trgu jo lahko izračunamo iz zgodovinskih podatkov za več kot 90 let nazaj, s čemer zmanjšamo standardno napako. Problem nastane pri državah, ki nimajo tako dolge zgodovine kot ZDA, kot je npr. Slovenija. Zato pri državah s krajšo zgodovino lahko tržno premijo za tveganje izračunamo kot (Brigham in Ehrhardt 2005):

$$RP_m = RP_{zrel} + RP_{dnezrel},$$

kjer je RP_m tržna premija za tveganje, RP_{zrel} tržna premija za zrel finančni trg in $RP_{dnezrel}$ dodatna premija za državo z nezrelim trgom.

Dodatna premija za državo z nezrelim trgom je premija, ki izhaja iz tveganja neplačila. Kakšno je tveganje neplačila določene države, določajo bonitetne hiše, kot so Fitch, Standard & Poors in Moody's Investors Service. Bonitetne hiše z bonitetnimi ocenami v posamezni državi merijo tveganje neplačila; tako merijo stabilnost državne valute, državni proračun, plačilno bilanco države in politično usmeritev države.

Tretja in zadnja spremenljivka, ki jo moramo izračunati oziroma pridobiti za izračun stroškov navadnega lastniškega kapitala, je β – mera sistematičnega tveganja beta. Pove nam, kolikšno je tveganje posamezne naložbe. Tveganje celotnega tržnega premoženja je $\beta = 1$. V kolikor je naložba nadpovprečno tvegana je $\beta > 1$, v obratnem primeru, ko je naložba podpovprečno tvegana pa je $\beta < 1$. Beto običajno izračunamo s statistično metodo linearne regresijske analize. Regresijski koeficient, kjer na y osi prikažemo donosnost delnic podjetja, na x osi pa donosnost tržnega indeksa, je zgodovinska beta, saj je izračunana na podlagi zgodovinskih podatkov (Damodaran 2006, 49).

Poleg zgodovinske bete je zelo pomembna temeljna beta podjetja. Beto podjetja lahko izračunamo iz regresije, vendar imata velik vpliv na beto podjetja operativni in finančni vzvod. Z večanjem deleža stalnih stroškov v celotnih stroških se povečuje operativni vzvod in s tem tudi beta. Z večanjem deleža dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu se povečujejo stroški obresti in s tem tudi finančni vzvod, posledično pa še beta. Zato je potrebno pri izračunu temeljne bete upoštevati poslovni in finančni vzvod (Damodaran 2006, 52):

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right),$$

kjer je β_L beta z vzvodom, β_U beta brez vzvoda, T davčna stopnja, D/E razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom.

Beta brez vzvoda je določena z dejavnostjo podjetja in njenim poslovnim vzvodom. Da bi izboljšali oceno bete za podjetja, ocenimo bete za različne panoge poslovanj podjetij. Ker imajo podjetja v istih panogah podobno operativno tveganje, imajo tudi podobne operativne

bete. Seveda moramo upoštevati tudi finančno tveganje, ker imajo podjetja različne finančne strukture (Stubelj 2010, 52).

2.4 Modeli vrednotenja lastniškega kapitala podjetij

Podjetje lahko vrednotimo z modeli diskontiranih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, kjer denarne tokove lastniškega kapitala predstavljajo dividende ali pa prosti denarni tok lastniškega kapitala (potencialne dividende).

2.4.1 Modeli diskontiranih dividend

Investitorji kupujejo delnice z namenom, da v času lastništva prejema dividende, ob prodaji pa končni denarni tok. Dividendni modeli temeljijo na vsoti pričakovanih denarnih tokov (dividende), katero diskontiramo na današnjo vrednost s stroškom lastniškega kapitala (Brigham in Ehrhardt 2005, 192):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{div_t}{(1+r_s)^t},$$

kjer je P_0 sedanja vrednost delnice, t obdobje izplačila dividend, div dividenda na delnico in r_s strošek lastniškega kapitala.

Dividendni model vrednoti delnico kot sedanjo vrednost bodočih denarnih tokov v neskončnost, diskontiranih s stroškom kapitala, ki odraža tveganost pričakovanih denarnih tokov. Za vrednotenje delnic v neskončnost se poslužujemo Gordonovega modela rasti, ki predvideva enakomerno stopnjo rasti dividend (Brigham in Ehrhardt 2005, 193):

$$P_0 = \frac{div_1}{r_s - g},$$

kjer je P_0 sedanja vrednost delnice, div_1 pričakovana dividenda na delnico, r_s strošek lastniškega kapitala in g pričakovana stopnja rasti dividend v neskončnost.

Gordonov model rasti uporabljamo za podjetja, ki rastejo z enako ali nižjo stopnjo rasti, kot gospodarstvo, v katerem posluje. Obvezen pogoj, da model deluje, je $r_s > g$. Strošek lastniškega kapitala mora biti večji od pričakovane stopnje rasti dividend, kolikor pogoju ni zadoščeno in je pričakovana stopnja rasti dividend večja od stroškov lastniškega kapitala, dobimo vrednost delnice, ki je neskončna. Ker pa nobeno podjetje ni vredno neskončno denarja, je nemogoče na dolgi rok imeti višjo stopnjo pričakovane enakomerne stopnje rasti kot je strošek lastniškega kapitala. Uporaba Gordonovega modela rasti ob nezadoščenih pogojih pripelje do napačnih in brezsmiselnih rezultatov (Brigham in Ehrhardt 2005, 193).

Gordonov model je primeren za ocenjevanje vrednosti delnic z dividendami enakomerne stopnje rasti. V primeru, da se podjetje nahaja v obdobju visoke stopnje rasti, ki je višja od stopnje rasti gospodarstva, predpostavimo, kot prvič, da nobeno podjetje ne more v neskončnost rasti hitreje kot gospodarstvo, v katerem posluje in se bo posledično stopnja rasti umirila/zmanjšala na stopnjo, katero lahko podjetje vzdržuje v neskončnost, in kot drugič, večje kot je podjetje, težje najde zanimive investicije, ki bi prinašale nadpovprečne donose. Tudi če jih, so te nove investicije po obsegu vedno manjše v primerjavi z vedno večjim podjetjem. Podjetje običajno doseže neko stopnjo zrelosti, v kateri je rast umirjena in primerljiva z rastjo panoge ali gospodarstva. Vrednost delnice je tako vsota sedanje vrednosti dividend v obdobju hitre rasti in sedanje vrednosti dividend po obdobju hitre rasti (stabilna rast). Takšno vrednotenje delnice lahko zapišemo z dvostopenjskim dividendnim modelom (Brigham in Ehrhardt 2005, 199):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{div_t}{(1 + r_{sh})^t} + \frac{P_n}{(1 + r_{sh})^n},$$

$$P_n = \frac{div_{n+1}}{(r_{ss} - g)},$$

kjer je, P_0 sedanja vrednost delnice, t obdobje hitre rasti, div_t dividenda na delnico v letu t , r_{sh} strošek lastniškega kapitala v obdobju hitre rasti, P_n končna vrednost na koncu leta n , r_{ss} strošek lastniškega kapitala v obdobju stabilne rasti in g konstantna stopnja rasti po letu n .

Dvostopenjski model bazira na dveh ločenih fazah rasti. Primeren je za podjetja, pri katerih pričakujemo obdobje nadpovprečne rasti, ki traja, dokler podjetje ne izrabi vire nadpovprečne rasti. V drugem obdobju podjetje dosega rast, primerljivo z rastjo gospodarstva ali panoge, v kateri se podjetje nahaja. Vir nadpovprečne rasti so lahko patent ali koncesija za določeno število let, ki podjetju prinaša konkurenčno prednost (Stubelj 2010, 20).

Poleg dvostopenjskega dividendnega modela poznamo še tristopenjski in večstopenjske modele, kateri predvidevajo tri ali več različnih stopenj rasti v različnih časovnih obdobjih.

Različice dividendnih modelov se uporabljajo, odvisno od položaja podjetja v svojem razvojnem ciklu, vsem pa je ključna izračunana ocenjena vrednost delnice, katera nam omogoča primerjavo s tržno ceno delnice in s tem določiti ali je tržna vrednost delnice podcenjena ali precenjena.

Prednost modelov diskontiranih dividend je izračunana ocenjena vrednost delnice, ki temelji na podlagi napovedi vsote prihodnjih dividend, ki bodo izplačane vlagateljem. V teoriji tako določimo pošteno ceno delnice.

Slabost modelov diskontiranih dividend je odvisnost od predpostavk analitikov, saj moramo predpostaviti stopnjo rasti, obdobja hitre oziroma stabilne rasti in strošek lastniškega kapitala, modeli pa so lahko zelo občutljivi na te predpostavke. Že majhno odstopanje katere od naštetih spremenljivk lahko privede do previsoko ali prenizko ocenjene vrednosti delnic. Druga slabost je neupoštevanje drugih oblik izplačevanja denarja lastnikom delnic, kot so lastni odkupi delnic. Ocenjena vrednost delnice je tako podcenjena. Za izboljšavo rezultatov prištejemo k dividendam tudi vrednost lastnih odkupov delnic. Slabost modelov diskontiranih dividend je tudi preveč konservativno ocenjena vrednost, saj ne upošteva neopredmetenih osnovnih sredstev, kot so patenti, dobro ime in ostala neopredmetena sredstva. Poleg tega podcenjeno vrednost delnic dobimo tudi pri analizi podjetij, ki izplačujejo dividende manjše od potencialnih dividend, oziroma ne izplačujejo dividend. Lastniki ne morejo neposredno razpolagati z denarnimi tokovi, ki jih podjetje zadrži, čeprav so lastniki teh denarnih tokov. V obratnem primeru, ko podjetje izplačuje višje dividende, kot so vzdržne na dolgi rok, pa dobimo precenjeno vrednost delnic (Stockopedia 2012).

Realno oceno vrednosti dobimo za zrela podjetja, ki dobršen del čistih dobičkov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, izplačajo v obliki dividend. Običajno gre za zrela podjetja, ki nimajo izjemnih priložnosti, zaradi katerih bi morala zadrževati sredstva za investiranje. Poleg tega pa so v podjetjih, kjer je nemogoče napovedati proste denarne tokove, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, dividende edini denarni tok, na podlagi katerega lahko vrednotimo delnice/podjetje. Primer, kjer je težko/nemogoče napovedati proste denarne tokove, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, so podjetja na področju bančništva in zavarovalništva (Stubelj 2010, 22).

Modeli diskontiranih dividend imajo večjo uporabnost, kot jim to priznavajo analitiki. Napačno je že osnovno predvidevanje, da modelov diskontiranih dividend ne moremo uporabiti za vrednotenje podjetij, katera plačujejo nizke oziroma sploh ne plačujejo dividend. Tudi za podjetja, ki ne plačujejo dividend, lahko izračunamo vrednost, če napoved dividend prilagodimo tako, da odražajo spremembe v pričakovani stopnji rasti. Tako lahko za hitro rastoče podjetje, ki trenutno ne plačuje dividend, ocenimo njegovo vrednost glede na pričakovane dividende, ki jih bo podjetje izplačalo, ko se hitra rast umiri (Damodaran 2006, 170).

2.4.2 Modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu

Modeli diskontiranih dividend temeljijo na predpostavki, da so dividende edini denarni tok, ki pripada investitorjem. Tudi če uporabimo spremenjeno različico, kjer upoštevamo še odkupe lastnih delnic, kot dividende, lahko napačno ocenimo vrednost podjetij, ki konsistentno izplačujejo več ali pa manj, kot si lahko privoščijo.

Modeli diskontiranih potencialnih dividend oziroma modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu uporabljajo širšo definicijo denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu kot modeli diskontiranih dividend. Tako je denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu, denarni tok po izpolnitvi vseh finančnih obveznosti, vključno z plačilom dolga in po pokritju stroškov kapitala in obratnega kapitala, ki ga potrebuje podjetje. S tem, ko ocenimo koliko denarja je na razpolago investitorjem po pokritju investicijskih potreb in to primerjamo z dejanskim zneskom, ki je izplačan investitorjem, lahko ocenimo, ali podjetje plačuje previsoke ali prenizke dividende.

Veliko podjetij plačuje investitorjem manj v obliki dividend in odkupov lastnih delnic, kot imajo na razpolago v prostih denarnih tokovih lastniškega kapitala. Razlogi so: a) želja po stabilnosti, b) bodoče potrebe za investicije, c) davčni učinek, d) asimetričnost informacij in signaliziranje ter e) osebni interesi vodstva (Damodaran 2006, 175).

Za oceno razpoložljivega denarja, ki si ga podjetje lahko privošči za izplačevanje dividend, začnemo s čistim dobičkom (računovodska postavka, zaslužek v določenem obdobju), katerega spremenimo v denarni tok s tem, ko odštejemo stroške ponovnega investiranja. Kot prvo je potrebno odšteti investicije v osnovna sredstva, saj predstavljajo denarni odtok. Na drugi strani se amortizacija doda nazaj, saj je nedenarni odtok. Razlika med investicijami v osnovna sredstva in amortizacijo se imenujejo neto investicije v osnovna sredstva. Podjetja z visoko rastjo imajo običajno visoke neto investicije v osnovna sredstva, medtem ko imajo podjetja z nizko rastjo imajo nizke neto investicije v osnovna sredstva, včasih celo negativne.

Kot drugič, povečanje obratnega kapitala zahteva dodaten denarni tok, medtem ko zmanjšanje obratnega kapitala poveča denarni tok. Podjetja s hitro rastjo, v panogah, kjer podjetja potrebujejo veliko obratnega kapitala (npr. prodaja na drobno), imajo posledično veliko povečanje obratnega kapitala.

Na koncu, je potrebno upoštevati tudi spremembe v zadolženosti podjetja. Odplačilo glavnice obstoječega dolga predstavlja denarni odtok, vendar dolg se lahko odplača z najetjem novega dolga, ki ga predstavlja denarni pritok. Tako je denarni tok, ki vpliva na spremembe zadolženosti podjetja, razlika med novim dolgom in vrnjenim dolgom (Brigham in Ehrhardt 2005, 213).

Ob upoštevanju učinkov denarnega toka neto investicij v osnovna sredstva, spremembe obratnega kapitala in spremembe dolga, lahko definiramo denarni tok, ki je ostal, kot prosti denarni tok lastniškega kapitala. To je denarni tok, ki je razpoložljiv za izplačevanje dividend ali odkupe lastnih delnic:

$$PDTL = \check{C}D - NIOS - SOK + (ND - OD) ,$$

kjer je PDDL prosti denarni tok lastniškega kapitala, ČD čisti dobiček, NIOS neto investicije v osnovna sredstva, SOK sprememba obratnega kapitala, ND novi dolg in OD odplačan dolg.

Modeli diskontiranih dividend kot denarni tok uporabljajo izplačane dividende, medtem ko modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu kot denarni tok uporabljajo potencialne dividende, dividende, ki bi si jih podjetje lahko privoščilo izplačati investitorjem. Modeli so si podobni, le denarni tok je drugačen, seveda se predpostavlja, da bodo potencialne dividende tudi izplačane investitorjem. S tem, ko zamenjamo denarni tok, dividende za potencialne dividende, posledično ne pride do akumulacije kapitala, saj predpostavljamo, da se denar, ki ostane po plačilu dolga in potrebnih investicij, izplača investitorjem sproti. Prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu je tako bolj enakomeren skozi čas, saj ne prihaja do akumulacij kapitala. Pri uporabi teh modelov predpostavljamo, da imajo lastniki delniških družb enake pravice kot lastniki privatnih družb, sami odločajo, kaj z denarnim tokom, ki ostane po plačilu dolga in potrebnih investicij, poleg tega pa se predpostavlja, da je v delniških družbah močan nadzor, ki bdi nad vodstvom, da zadržani denar koristno porabi/oplemeniti in ne zapravi.

Tako kot pri modelih diskontiranih dividend poznamo več različic tudi pri modelih diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, kateri se razlikujejo glede na predpostavke o bodoči rasti in potrebnih investicijah.

Model konstantne rasti diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, je primeren za podjetja, ki rastejo enakomerno in se tudi pričakuje enako rast v prihodnje. Vrednost lastniškega kapitala je funkcija pričakovanega prostega denarnega toka, ki pripada lastniškemu kapitalu, stabilne stopnje rasti in stroška lastniškega kapitala (Stubelj 2010, 23):

$$P_0 = \frac{PDDL_1}{r_s - g},$$

kjer je P_0 sedanja vrednost lastniškega kapitala, $PDDL_1$ pričakovani prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu, r_s strošek lastniškega kapitala in g pričakovana stopnja rasti prostega denarnega toka, ki pripada lastniškemu kapitalu v neskončnost.

Model konstantne rasti diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, je zelo podoben Gordonovemu modelu rasti in deluje pod istimi pogoji. Model deluje, če je enakomerna stopnja rasti, s katero raste podjetje, enaka ali pa manjša od stopnje rasti gospodarstva. Predpostavlja, da je podjetje zrelo in stabilno. Primeren je za ocenjevanje podjetij, ki izplačujejo višje oziroma nižje dividende od prostega denarnega toka, ki pripada lastniškemu kapitalu. Tako ocenjena vrednost podjetja je natančnejša, kot z uporabo modelov diskontiranih dividend. V primeru, da je znesek izplačanih dividend enak prostemu

denarnemu toku, ki pripada lastniškemu kapitalu, je ocenjena vrednost enaka, ne glede na model, ki ga uporabimo za ocenjevanje vrednosti podjetja.

Enakomerna rast je značilna za zrela in razvita podjetja. V primeru neenakomerne rasti, kjer je v prvem obdobju pričakovana večja rast kot pri zrelih podjetjih in v drugem obdobju umiritev rasti na stabilno rast (rast zrelih podjetij), uporabimo dvostopenjski model diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu. Tako je vrednost lastniškega kapitala vsota sedanje vrednosti prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu v obdobju hitre rasti in sedanje vrednosti prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu v obdobju stabilne rasti v neskončnost (Damodaran 2006, 179):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{PDTL_t}{(1 + r_{sh})^t} + \frac{P_n}{(1 + r_{sh})^n},$$

$$P_n = \frac{PDTL_{n+1}}{(r_{ss} - g)},$$

kjer je, P_0 sedanja vrednost lastniškega kapitala, t obdobje hitre rasti, $PDTL_t$ prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v letu t , r_{sh} strošek lastniškega kapitala v obdobju hitre rasti, P_n končna vrednost na koncu leta n , r_{ss} strošek lastniškega kapitala v obdobju stabilne rasti in g konstantna stopnja rasti po letu n .

Model predvideva visoko stopnjo rasti v prvem obdobju, ki se bo umirila in spustila na vzdržno raven v drugem obdobju. Stopnja rasti v razvojni fazi podjetja je običajno visoka, prosti denarni tokovi pa negativni. Tako lahko upoštevamo različne proste denarne tokove, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, različno dolga obdobja, različne stopnje rasti in različne stroške lastniškega kapitala.

Poleg dvostopenjskega modela diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, poznamo še tristopenjski model, ki predvideva, da bo podjetje prestalo tri različna obdobja. Prvo/začetno obdobje visoke stopnje rasti, drugo/tranzitno obdobje, kjer se stopnje rasti manjšajo in tretje/stabilno obdobje, kjer je stopnja rasti stabilna.

Modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, so bolj splošna oblika kakor dividendni modeli, saj analitikom omogočajo več svobode pri določanju denarnih tokov (Stubelj 2010, 25). Prednost teh modelov je, da niso omejeni na dividendno politiko, niti denarni tokovi niso omejeni na pozitivne vrednosti (podjetja, ki beležijo hitro rast, imajo običajno negativne denarne tokove, pričakuje se, da bo podjetje z negativnimi denarnimi tokovi v prihodnje izdalo nove delnice).

Svoboda pri določanju prostih denarnih tokov je na drugi strani slabost, saj na ocenjeno vrednost vpliva subjektivnost analitika, kateri mora izračunati/oceniti potrebne spremenljivke:

pričakovane investicijske izdatke, spremembe obratnega kapitala ter oceniti, za koliko se bo novi dolg povečal oziroma koliko starega dolga bo odplačanega. V kolikor je težko/nemogoče oceniti vse potrebne spremenljivke, modelov diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, ne moremo uporabiti. Pogosto je to pri podjetjih, ki nudijo finančne storitve (banke, zavarovalnice), nemogoče je oceniti spremenljivke tudi, če imamo nepopolna ali nezanesljiva finančna poročila podjetij (Damodaran 2006, 186).

Ne glede na vrsto modelov, ali so to modeli diskontiranih dividend ali modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, ki jih uporabljamo za vrednotenje lastniškega kapitala, bi morali dobiti enake ocenjene vrednosti, vendar zaradi predpostavk, ki jih uporabljamo v različnih modelih, lahko pride do odstopanj v ocenjeni vrednosti lastniškega kapitala.

Enake ocenjene vrednosti dobimo v primeru, da so izplačane dividende enake prostemu denarnemu toku, ki pripada lastniškemu kapitalu. Druga možnost je, ko je prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu, večji od izplačanih dividend, vendar se denar, ki ostane v podjetju, investira v osnovna sredstva, ki imajo neto sedanjo vrednost enako nič.

Različne ocenjene vrednosti pa dobimo v primeru, da je prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu, večji od izplačanih dividend, a vendar se denar, ki ostane v podjetju, investira v osnovna sredstva, ki imajo negativno neto sedanjo vrednost ali pa se denar investira pod zahtevano stopnjo donosa. Ko se izplačujejo nižje dividende kot je prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu, posledično pride še do akumulacije kapitala, kar pa povzroči zmanjšanje razmerja dolg-lastniški kapital, to pa lahko povzroči padec vrednosti. Druga možnost je, da so izplačane dividende višje od prostega denarnega toka, ki pripada lastniškemu kapitalu. Posledično bo podjetje moralo izdati nove delnice ali se na novo zadolžiti ali zmanjšati investicije, kar pa privede vsaj do ene od treh negativnih posledic na ocenjeno vrednost (Damodaran 2006, 187). Podjetje, ki izda nove delnice za plačilo dividend, ima tudi nove stroške, kar zmanjša ocenjeno vrednost. Podjetje, ki se na novo zadolži, za plačilo dividend, lahko postane prezadolženo, kar tudi zmanjša ocenjeno vrednost. Ravno tako se zmanjša ocenjena vrednost, če podjetje zaradi izplačila dividend, nima sredstev za financiranje dobrih investicij.

Glavna razlika med modeli diskontiranih dividend in modeli diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, je v poimenovanju denarnih tokov. V modelih diskontiranih dividend so to dividende, medtem ko je v modelih diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, to denar, ki ostane po plačilu vseh finančnih obveznosti in investicijskih potreb podjetja. Če podjetja izplačujejo višje/nizje dividende kot je prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, bo tudi ocenjena vrednost z obema modeloma različna. V primeru vrednotenja podjetij za namen prevzema ali vrednotenje podjetja, kjer so velike možnosti, da pride do sprememb v vodstvu, je bolj

primeren model diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu (Damodaran 2006, 192).

3 EMPIRIČNA ANALIZA

V empiričnem delu magistrske naloge smo ocenili temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu ter jih primerjali s tržnimi vrednostmi ocenjenih podjetij.

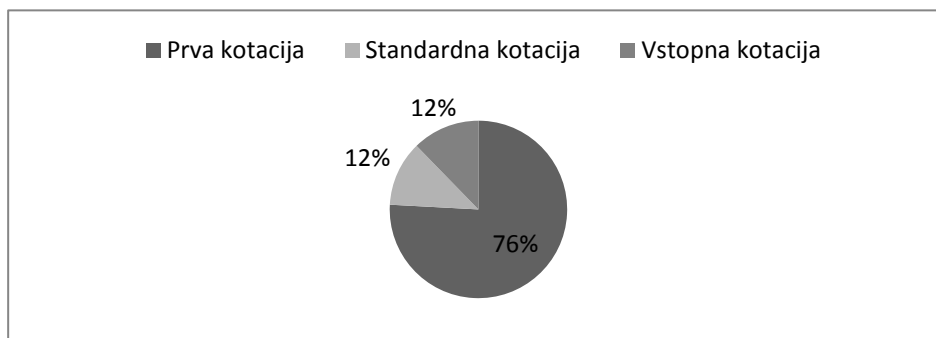
3.1 Hipoteza za empirično testiranje

Za odgovor na vprašanja, koliko je vredno podjetje in ali je tržna vrednost podjetja precenjena ali podcenjena, je potrebno izračunati temeljno vrednost podjetja, ki odraža sedanjo vrednost vseh pričakovanih koristi za vlagatelje.

Tržna vrednost slovenskih javnih delniških družb se je v času krize močno znižala. Glede na navedena dejstva predpostavljamo, da so bile tržne vrednosti slovenskih javnih delniških družb pred nastopom krize napihnjene in niso odražale temeljne vrednosti podjetij. Naša temeljna teza je, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost bolj odraža tržno vrednost kot pred krizo. Veljavnost teze smo preverjali s hipotezo, kjer smo trdili, da so temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006).

3.2 Metodologija

Ovrednotili smo vsa slovenska podjetja prve kotacije (9 podjetij) in vsa podjetja standardne kotacije (16 podjetij) v obdobju 2006 in 2011. Tako pridejo v poštev podjetja, ki so kotirala na borzi na dan 31. december 2006 in 31. december 2011, skupaj jih je 25, vseh delniških družb na borzi pa je 67. Delnice izbranih podjetij predstavljajo skoraj 90% celotne tržne kapitalizacije vseh delnic na 31. december 2011, zato lahko vzorec smatramo kot reprezentativni vzorec za slovenski delniški trg. Tržna kapitalizacija prve kotacije znaša 3.696.052.000 EUR, standardne kotacije 578.188.000 EUR in vstopne kotacije 598.573.000 EUR. Tržna kapitalizacija vseh delnic na Ljubljanski borzi na dan 31. december 2011 znaša 4.872.813.000 EUR (LJSE 2011).



Slika 1: Delež tržne kapitalizacije

Slovenski delniški trg je zelo majhen in s kratko zgodovino, če ga primerjamo z razvitim finančnim trgom. Eden takih je zagotovo ameriški delniški trg, ki ima tri velike borze: NASDAQ, NYSE, AMEX. Na finančnem trgu NASDAQ se trguje s 2725 delnicami podjetij iz celega sveta (NASDAQ 2011). Tržna kapitalizacija ameriškega delniškega trga je 15.640.707.100.000 to je več kot 15 biljard (Market cap 2011), gledano na dan 31. december 2011. V primerjavi s slovenskim delniškim trgom, kjer kotira 67 podjetij (to je 40 krat manj), s tržno kapitalizacijo 4.872.813.000 (to je 320 krat manj), lahko rečemo, da je ameriški trg zrel trg.

Vrednost delnic slovenskih podjetij se je veliko bolj znižala kakor vrednost delnic na nekaterih razvitih finančnih trgih. To je razvidno iz borznih indeksov. Slovenski borzni indeks se je v obdobju od 2006 do 2011 znižal za 60% (LJSE 2012), medtem ko se je na razvitih finančnih trgih borzni indeks znižal le za 15% (indeks Dow Jones, indeks NYSE, indeks S&P 500); borzni indeks NASDAQ se je celo povečal za 8% glede na leto 2006 (MWatch 2012), kar nakazuje nezrelost slovenskega finančnega trga.

Uporabili smo sekundarne podatke, ki smo jih pridobili na spletni strani Ljubljanske borze (tržna cena delnic) in v konsolidiranih in revidiranih letnih poročilih izbranih podjetij, ki smo jih pridobili na spletnih straneh podjetij ter v poslovnem imeniku bizi.si. Bizi.si je najbolj obiskan poslovni imenik v Sloveniji, v katerem najdemo kontaktne podatke za 130.000 podjetij, njihove dobavitelje, kupce in konkurente. Bizi.si omogoča pregled njihovih poslovnih podatkov, letnih poročil in finančnih izkazov, izvemo lahko, kolikšna je vrednost njihove delnice, ter celo, kaj o njih pišejo mediji (Bizi 2012). Poslovni imenik bizi.si smo si izbrali zato, ker omogoča brezplačen vpogled v finančna poročila. Vse vrednosti v magistrski nalogi so izražene v evrih, določene vrednosti iz starejših letnih poročil, kjer so bile vrednosti izražene v tolarjih, smo pretvorili v evre po končnem tečaju, ki nepreklicno določa menjalno razmerje med slovenskim tolarjem in evrom, znaša pa 239,640 slovenskih tolarjev za en evro (Evro 2006).

Z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo za vsako izbrano podjetje izračunali temeljno vrednost lastniškega kapitala. Temeljno vrednost lastniškega kapitala podjetja izračunamo kot sedanjo vrednost pričakovanih prostih denarnih tokov iz poslovanja, diskontiranih na današnjo vrednost z uporabo stroškov lastniškega kapitala (Brigham in Ehrhardt 2005). Dvostopenjski model smo izbrali zato, ker omogoča uporabo ocenjenih denarnih tokov do nekega časovnega horizonta, od katerega naprej predpostavimo stabilno stopnjo rasti. V skladu s tem smo na podlagi zgodovinskih podatkov ocenili denarne tokove podjetij za naslednja tri leta, v kasnejših letih pa upoštevali stabilno rast denarnih tokov. Izračunano temeljno vrednost smo primerjali s tržno vrednostjo podjetij ter tako ugotavljali njihovo precenjenost oziroma podcenjenost.

3.3 Predstavitev vzorca izbranih podjetij

Vzorec izbranih podjetij zajema 25 slovenskih delniških družb, celotno prvo in standardno kotacijo, kar predstavlja skoraj 90% celotne tržne kapitalizacije. V preglednici 1 so predstavljena izbrana podjetja, njihova knjigovodska vrednost lastniškega kapitala na dan 31. december 2006 (Kapital 06), knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala na dan 31. december 2006 (Obveznosti 06), razmerje obveznosti kapital na dan 31. december 2006 (D/E 06), povprečni prosti denarni tok 2006 (izračunan kot povprečje let 2004, 2005 in 2006) (PPDT 06), knjigovodska vrednost lastniškega kapitala na dan 31. december 2011 (Kapital 11), knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala na dan 31. december 2011 (Obveznosti 11), razmerje obveznosti kapital na dan 31. december 2011 (D/E 11) in povprečni prosti denarni tok 2011 (izračunan kot povprečje let 2009, 2010 in 2011) (PPDT 11).

Izbrana podjetja v preglednici 1 so predstavljena v dveh delih po abecednem vrstnem redu, v prvem delu je prva kotacija (9 podjetij), v drugem delu pa standardna kotacija (16 podjetij):

- Podjetje Gorenje, d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavna dejavnost podjetja je proizvodnja električnih gospodinjskih aparatov (Gorenje, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 56%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala pa za 31%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za 26%.
- Podjetje Intereuropa, d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavne dejavnosti podjetja so mednarodna špedicija, pomorska agencija in mednarodni cestni tovorni promet. Z visoko usposobljenostjo in strokovnostjo zagotavljajo celovite logistične storitve. Poiskati znajo najboljše rešitve za logistične potrebe njihovih kupcev. V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 22%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala pa se je povečala za kar 146%. Temu primerno se je tudi razmerje D/E iz 0,6 povečalo na 1,89 (Intereuropa, d.d. 2011). Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal za 68%.
- Podjetje Krka, d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavna dejavnost podjetja je proizvodnja farmacevtskih preparatov. V petletnem obdobju, ki je bilo poslovno gledano eno najzahtevnejših, saj sta ga zaznamovali gospodarska in finančna kriza, so pokazali zavezanost k doseganju rezultatov. Prodajo so povečali za skoraj dve petini, dali na trg 95 novih izdelkov, ustanovili 9 odvisnih podjetij na perspektivnih trgih in zaposlili skoraj 2200 novih delavcev ter tako utrdili položaj enega vodilnih generikov na svetu (Krka, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 100%, medtem ko se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala samo za 28%. Povprečni prosti denarni tok se je tudi povečal, za kar 146%.
- Podjetje Luka Koper, d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavne dejavnosti podjetja so prekladanje, skladiščenje in druge pristaniške storitve. Luka Koper,

Preglednica 1: Vzorec izbranih podjetij

Podjetje	Kapital 06 v €	Obveznosti 06 v €	D/E 06	PPDT 06 v €	Kapital 11 v €	Obveznosti 11 v €	D/E 11	PPDT 11 v €
Gorenje, d.d.	254.432,81	650.177,66	2,56	12.101.096,09	397.819,00	853.839,00	2,15	15.279.666,67
Intereuropa, d.d.	181.339,38	108.437,17	0,60	8.803.879,43	140.988,00	266.219,00	1,89	2.823.333,33
Krka, d.d.	570.904,99	308.223,36	0,54	21.153.993,49	1.139.754,00	394.273,00	0,35	52.127.333,33
Luka Koper, d.d.	294.887,20	71.516,78	0,24	7.747.959,44	240.796,82	237.474,24	0,99	-2.275.651,33
Mercator, d.d.	647.879,91	1.213.294,87	1,87	9.140.900,24	788.969,00	1.858.694,00	2,36	19.028.000,00
NKBM, d.d.	321.081,06	3.936.871,83	12,26	143.844.134,26	435.563,00	5.380.634,00	12,35	-25.730.666,67
Petrol, d.d.	396.825,79	446.495,51	1,13	13.884.117,84	441.636,10	1.095.326,06	2,48	28.863.557,00
Telekom Slovenije, d.d.	989.271,01	482.304,18	0,49	46.122.670,12	815.275,00	760.039,00	0,93	41.071.666,67
Zavarovalnica Triglav, d.d.	375.377,60	1.705.915,19	4,54	3.945.863,24	489.469,84	2.472.530,27	5,05	854.041,00
Abanka Vipa, d.d.	215.024,80	2.681.921,30	12,47	73.038.257,39	231.356,00	4.026.836,00	17,41	-18.378.333,33
Aerodrom Ljubljana, d.d.	97.171,40	11.681,16	0,12	4.169.771,32	122.726,26	6.071,12	0,05	1.904.814,00
Delo Prodaja, d.d.	23.266,20	11.044,70	0,47	619.888,17	12.002,09	26.643,51	2,22	-185.007,67
Etol, d.d.	61.072,84	14.745,37	0,24	1.189.174,04	22.527,32	23.509,84	1,04	544.154,00
Iskra Avtoelektrika, d.d.	42.580,69	126.209,90	2,96	2.085.593,67	42.525,06	132.806,25	3,12	4.761,67
Istrabenz, d.d.	402.357,53	647.413,52	1,61	3.510.617,31	13.402,62	363.674,90	27,13	-3.478.865,00
Kompas MTS, d.d.	48.840,21	6.063,21	0,12	671.512,82	49.880,82	7.272,19	0,15	2.903.484,67
Mlinotest, d.d.	25.381,12	16.170,06	0,64	589.453,62	29.474,40	28.586,32	0,97	48.502,33
Nika, d.d.	3.803,46	1.951,63	0,51	36.062,43	2.286,73	1.462,76	0,64	-3.638,67
Pivovarna Laško, d.d.	303.411,85	382.008,63	1,26	1.826.019,58	125.473,46	444.209,83	3,54	6.843.862,67
Pozavarovalnica Sava, d.d.	102.276,12	254.548,49	2,49	2.462.908,74	148.080,05	433.956,98	2,93	-3.134.800,00
Salus, d.d.	43.406,80	27.061,68	0,62	2.238.664,94	52.844,71	34.474,02	0,65	4.689.975,33
Sava, d.d.	432.531,79	242.053,77	0,56	2.085.863,52	165.796,00	445.479,00	2,69	6.881.000,00
Terme Čatež, d.d.	91.997,82	35.536,78	0,39	2.208.369,50	98.998,91	100.011,38	1,01	2.914.026,00
Unior, d.d.	118.501,37	206.512,00	1,74	2.045.391,70	121.539,47	198.181,41	1,63	-44.209,67
Žito, d.d.	71.990,36	47.157,76	0,66	1.959.092,81	69.107,06	52.471,38	0,76	-962.895,00

- d.d., se kot razvojni nosilec slovenske pristaniške dejavnosti uvršča med najpomembnejše pristaniške in logistične sisteme na Severnem Jadranu, s strateškim razvojem pa predstavlja vse močnejši člen v logistični verigi med Srednjo in Vzhodno Evropo ter Sredozemljem, Bližnjim in Daljnim Vzhodom (Luka Koper, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 18%, medtem ko se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala za kar 232%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-2.275.651,33 EUR).
- Podjetje Mercator, d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavne dejavnosti podjetja so trgovina, agroživilska industrija, kmetijstvo in gostinska dejavnost. Najpomembnejša in najmočnejša dejavnost Skupine Mercator je trgovina na drobno z izdelki vsakdanje rabe v gospodinjstvu. Z namenom zaokrožitve ponudbe ter zadovoljevanja potreb, želja in pričakovanj kupcev pa Skupina osnovno dejavnost razširja s ponudbo dopolnilnih storitev (Mercator, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 22%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala, pa se je povečala za 53%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za 108%.
 - Podjetje Nova Kreditna banka Maribor, d.d. (NKBM, d.d.) kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavna dejavnost podjetja je bančništvo. Nova KBM velja za banko z najdaljšo tradicijo bančništva v Sloveniji, saj začetki segajo v oddaljeno 19. stoletje. Je neposredno vezana na ustanovitev mariborske Mestne hranilnice, ki je vrata svojim komitentom prvič odprla 4. 1. 1862, torej pred 150 leti (NKBM, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost tako lastniškega kot dolžniškega kapitala povečala za 37%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-25.730.666,67 EUR).
 - Podjetje Petrol, d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavna dejavnost podjetja je prodaja naftnih derivatov. Temeljna dejavnost matične družbe je trgovanje z naftnimi proizvodi, ostalim trgovskim blagom in storitvami. Na slovenskem maloprodajnem trgu naftnih derivatov ima s 314 bencinskimi servisi 59-odstotni tržni delež. Realizira pretežni del prihodkov in dobička skupine (Petrol, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 11%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala pa se je povečala za kar 145%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za 108%.
 - Podjetje Telekom Slovenije d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavna dejavnost podjetja so telekomunikacije. Podjetje je vodilni in najnaprednejši poslovni sistem s področja telekomunikacij na visoko konkurenčnem slovenskem trgu. Družbe skupine zajemajo področja: a) fiksnih in mobilnih komunikacij, b) systemske integracije, c) gradnje in vzdrževanja telekomunikacijskih omrežij, d) digitalnih vsebin in storitev, multimedijev, digitalnega oglaševanja ter e) ohranjanja naravne in kulturne dediščine na območju krajinskega parka Sečoveljske soline (Telekom, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 18%, medtem ko

- se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala za 58%. Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal za 11%.
- Podjetje Zavarovalnica Triglav, d.d. kotira v prvi kotaciji na dan 31. december 2011. Glavna dejavnost podjetja je zavarovalništvo. Ključni stebri poslovanja so zavarovalništvo, upravljanje premoženja, bančništvo in dejavnosti, s katerimi podpiramo tri temeljne finančne stebre. Zavarovalništvo je osnovna in najboljšežnejša dejavnost Skupine Triglav. Izvajajo premoženjska, življenjska, prostovoljna dodatna pokojninska zavarovanja in zdravstvena zavarovanja (Zavarovalnica Triglav, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 30%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala pa za 45%. Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal za 78%.
 - Podjetje Abanka Vipava, d.d. kotira v standardni kotaciji na dan 31. december 2011. Glavna dejavnost podjetja je bančništvo. Abanka je univerzalna banka z dovoljenjem za opravljanje bančnih in drugih finančnih storitev. Prek mreže devetintridesetih poslovalnic, razpršenih po vsej Sloveniji, z elektronskim bančništvom ter s svetovanjem in osebnim pristopom ponuja celovite finančne storitve, od klasičnega bančništva, bančnozavarovalniških storitev do investicijskega bančništva (Abanka, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 8%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala pa za 50%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-18.378.333,33 EUR).
 - Podjetje Aerodrom Ljubljana, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja so letališke storitve. Aerodrom Ljubljana, d. d., zagotavlja uporabnikom letališča varno, točno in visokokakovostno izvajanje letaliških in drugih komercialnih storitev. Hkrati skrbi za razvoj letališča v skladu z zahtevami prevoznikov, potnikov, vrsto prometa in zahtevami Evropske unije. Osnovne dejavnosti obsegajo: a) upravljanje letališča z zagotavljanjem pristankov in vzletov letal, uporabo infrastrukture in potniškega terminala, b) izvajanje zemeljske oskrbe letal, potnikov in tovora ter c) komercialne dejavnosti (Aerodrom Ljubljana, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 26%, medtem ko se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala zmanjšala za 48%. Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal za 54%.
 - Podjetje Delo Prodaja, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je prodaja in distribucija časopisov. Dejavnost Dela Prodaje, d.d. je vpisana v sodni register, pretežno pa družba opravlja dejavnost distribucije (prevzem in priprava paketov, prevoz) in prodaje časopisov ter trgovskega blaga. Prodajo časopisov opravlja družba v tuji in lastni prodajni mreži. Za opravljanje prodaje trgovskega blaga v lastni prodajni mreži ima družba v lasti oziroma posesti 92 kioskov in 11 prodajnih lokalov (Delo Prodaja, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 48%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala pa se je povečala za kar 141%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-185.007,67 EUR).

- Podjetje Etol, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je predelava arom in eteričnih olj. Dejavnost družbe Etol, d. d., je naslednja: a) izdelki siruparne, ki zajemajo razne sadne pripravke, baze, sirupe, emulzije, tekoče arome za aromatizacijo pijač, casinge za tobačne izdelke in ekstrakte suhega sadja; b) arome, ki zajemajo arome AZG, eterična olja, sintetična barvila, začimbne koncentrate, razne ekstrakte, arome v prahu in tobačne arome; c) uprašeni izdelki, ki zajemajo uprašeno sadje, sokove, arome, začimbe in naravne barve; d) sadni koncentradi, destilati in destilacija polizdelkov (brinjevo olje, citrusna olja in patoka iz špiritarn) (Etol, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 63%, medtem ko se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala za 59%. Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal za 54%.
- Podjetje Iskra Avtoelektrika, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je proizvodnja električne opreme za stroje in vozila. Iskra Avtoelektrika, d.d., je globalna družba, ustanovljena v letu 1960, uvrščena je med večje slovenske industrijske družbe. Več kot 95% prodaje ustvarijo na razvitih trgih Evropske unije, Severne Amerike in na drugih razvitih in hitro rastočih trgih sveta, kar jih uvršča med največje izvoznike v slovenskem prostoru (Iskra Avtoelektrika, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se knjigovodska vrednost lastniškega kapitala ni spremenila, medtem ko se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala le za 5%. Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal za skoraj 100%.
- Podjetje Istrabenz, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je upravljanje holding družb. Istrabenz, holdinška družba, d.d., je krovna družba v poslovni Skupini Istrabenz, ki jo sestavljajo naslednja naložbena področja: energetika, turizem, informacijske tehnologije in druge naložbe (Istrabenz, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za neverjetnih 97%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala se je zmanjšala za 44%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-3.478.865,00 EUR).
- Podjetje Kompas Mejni turistični servis (MTS), d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je trgovinsko turistična dejavnost. Podjetje Kompas MTS d.d. je glavnino trgovinske dejavnosti v letu 2011 opravljala preko veleprodaje, manjši del tudi v prodajalni v Jaršah pri Domžalah. Odvisna družba Kompas Shop d.o.o. trgovinsko dejavnost opravlja z maloprodajo (Kompas MTS, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 2%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala se je povečala za 20%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za neverjetnih 332%.
- Podjetje Mlinotest, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je živilska industrija (a) mlinarstvo – mletje in luščenje žit, to je predelava pšenice, koruze, ječmena in ajde, b) proizvodnja testenin, c) proizvodnja kakava, čokolade in sladkornih izdelkov in d) proizvodnja kruha, svežega peciva in slaščic (Mlinotest, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 16%, medtem ko se

je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala za 77%. Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal za 92%.

- Podjetje Nika, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja so finančne storitve. Podjetje Nika, d.d. investira v finančne instrumente doma in na tujih trgih in upravlja lastne nepremične. Razvija ekspertni sistem za globalno investiranje na razvitih kapitalskih trgih in na trgih izvedenih finančnih instrumentov (Nika, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 40%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala se je zmanjšala za 25%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-3.638,67 EUR).
- Podjetje Pivovarna Laško, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je proizvodnja in prodaja piva. Skupina Laško združuje proizvajalce piva, mineralnih, izvirknih in naravnih vod, brezalkoholnih pijač, žganih in ostalih alkoholnih pijač, sirupov za proizvodnjo pijač, časopisno in založniško dejavnost, opravlja pa tudi storitve trgovine na drobno in veliko (Pivovarna Laško, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 59%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala pa se je povečala za 16%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za 275%.
- Podjetje Pozavarovalnica Sava, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je pozavarovanje. Je srednje velika pozavarovalnica, ki je usmerjena predvsem na domači trg in trge naših sosednjih držav. Pozavarujejo vse zavarovalne vrste, vodijo in sledijo tako proporcionalne kot neproporcionalne pozavarovalne pogodbe, in strankam ponujajo: zmogljivost, nadomestilo za dodatni kapital, katastrofna kritja in ustvarjalnost (Pozavarovalnica Sava, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 45%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala pa za 70%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-3.134.800,00 EUR).
- Podjetje Salus, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je trgovina na debelo s farmacevtskimi, medicinskimi in drugimi proizvodi. Podjetje z zdravili, medicinskimi pripomočki in drugimi proizvodi oskrbuje lekarne, bolnišnice in ostale kupce (Salus, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 22%, knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala se je povečala za 27%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za 109%.
- Podjetje Sava, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je gumarska in kemična industrija. Družba Sava, d. d., je upravljavsko središče Poslovne skupine Sava in hkrati izvaja dejavnost naložbenih financ. Savina gumarska dejavnost temelji na več kot 90-letni tradiciji. Blagovna znamka Sava dosega vodilne položaje v številnih tržnih nišah (Sava, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 62%, medtem ko se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala povečala za 84%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za 230%.

- Podjetje Terme Čatež, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavni dejavnosti podjetja sta medicinska rehabilitacija in turizem. Danes so Terme Čatež obvladujoče podjetje skupine povezanih podjetij, ki poslujejo v Republiki Sloveniji, Hrvaški in Bosni in Hercegovini. Terme Čatež so eno od 15 Slovenskih naravnih zdravilišč, po svojih rezultatih pa spadajo v sam vrh slovenskega turizma (Terme Čatež, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 8%, medtem ko knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala se je povečala za kar 180%. Povprečni prosti denarni tok se je povečal za 32%.
- Podjetje Unior, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je kovaška industrija. Delniška družba Unior je organizirana v pet programov: Odkovki, Sinter, Ročno orodje, Strojna oprema in Turizem (Unior, d.d. 2011). V obdobju od 2006 do 2011 se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala povečala za 3%, medtem ko se je knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala zmanjšala za 4%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-44.209,67 EUR).
- Podjetje Žito, d.d. kotira v standardni kotaciji. Glavna dejavnost podjetja je prehrabena industrija. Osnovne proizvodne dejavnosti oziroma izdelki podjetja so: mlinarstvo, pekarstvo, slaščičarstvo, zamrznjena hrana, čokolada, biskvitno pecivo, čaji, začimbe, riž (Žito, d.d. 2011). V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 4%, medtem ko knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala se je povečala za 11%. Povprečni prosti denarni tok 2011 je negativen (-962.895,00 EUR).

V opazovanem obdobju se je knjigovodska vrednost lastniškega kapitala zmanjšala desetim podjetjem, petnajstim pa se je povečala. Izstopata podjetje Krka, d.d., ki je vrednost lastniškega kapitala podvojilo in podjetje Istrabenz, d.d., kateremu se je vrednost lastniškega kapitala zmanjšala za 97%. Knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala se je zmanjšala samo v štirih podjetjih (Aerodrom Ljubljana, d.d., Istrabenz, d.d., Nika, d.d. in Unior d.d.), v ostalih enaindvajsetih podjetjih pa se je vrednost povečala, izstopa predvsem podjetje Luka Koper, d.d., kjer se je vrednost povečala za 232%. Povprečni prosti denarni tok se je zmanjšal v šestnajstih podjetjih (v devetih podjetjih za več kot 100% in tako postal negativen), v ostalih devetih pa se je povečal (najbolj izstopa Kompas MTS, d.d., kjer se je povprečni prosti denarni tok povečal za kar 332%).

3.4 Ocena prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu izbranih podjetij in stopenj rasti denarnih tokov

Denarni tok podjetja izkazuje denarne tokove vseh investitorjev v podjetju, medtem ko denarni tok lastniškega kapitala temelji na denarnih tokovih, ki pripadajo lastnikom podjetja. Ozko gledano so edini denarni tok, ki pripada lastnikom, dividende. A vendarle vsa podjetja ne izplačujejo dividend v takšni meri, kot bi lahko, zato smo vrednost lastniškega kapitala

ocenili s potencialnimi dividendami oziroma prostim denarnim tokom, ki pripada lastniškemu kapitalu (denarnim tokom, ki bi lahko bil izplačan kot dividende) (Damodaran 2006, 79).

Za oceno prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo uporabili konsolidirana in revidirana letna poročila podjetij. Konsolidirana letna poročila razkrivajo finančni položaj skupine povezanih podjetij, kot eno samo podjetje, kjer se izničijo učinki razmerij med podjetji v skupini. Revidirana letna poročila so pregledana in preverjena s strani revizorskih hiš, katere preverjajo verodostojnost/poštenost navedenih podatkov v letnih poročilih.

Za vsako od preučevanih podjetij smo ocenili prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v letu 2006 in 2011 in sicer kot povprečje zadnjih treh let: za leto 2006, smo tako uporabili podatke iz letnih poročil za leta 2004, 2005 in 2006; za leto 2011, pa podatke iz letnih poročil za leta 2009, 2010 in 2011. Za uporabo povprečja zadnjih treh let smo se odločili, saj se tako ognemo enkratnemu povečanju/zmanjšanju vrednosti. V letnih poročilih smo iz izkaza denarnih tokov posameznih podjetij odčitali denarne tokove pri poslovanju, denarne tokove pri naložbenju in denarne tokove pri financiranju, vrednosti smo sešteli in v primerjavi z lanskim letom ugotovili čisto povečanje/zmanjšanje denarnih sredstev in njihovih ustreznikov. V primerih, ko je podjetje izplačalo dividende ali odkupilo lastne delnice, smo to vrednost prišteli k čistemu povečanju/zmanjšanju denarnih sredstev in njihovih ustreznikov. Tako smo ocenili prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v letu 2006 in 2011.

Za ocenitev temeljne vrednosti izbranih podjetij smo napovedali bodočo stopnjo rasti denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu. Za oceno bodoče stopnje rasti smo uporabili Jesenske napovedi gospodarskih gibanj, katere vsako leto pripravi in javno objavi Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR). Iz Jesenske napovedi gospodarskih gibanj smo odčitali napoved realne gospodarske rasti (spremembe bruto domačega proizvoda) in napoved inflacije za prihodnja tri leta. Tako smo za leto 2006 uporabili Jesensko napoved gospodarskih gibanj 2007 (UMAR 2007), za leto 2011 pa Jesensko napoved gospodarskih gibanj 2012 (UMAR 2012). Od četrtega leta naprej pa smo predpostavili, da mora vsako podjetje, ki hoče ohraniti temeljno vrednost, rasti s stopnjo rasti vsaj v višini inflacije. Za inflacije po četrtem letu, smo uporabili priporočeno inflacijo v Evropski uniji. Stopnje inflacije pod, vendar blizu 2%, so dovolj nizke, da lahko gospodarstvo v celoti izkoristi prednosti stabilnosti cen. Cilj Sveta Evropske centralne banke je namreč srednjeročno ohranjati stopnjo inflacije na ravni, ki je pod 2%, vendar blizu te meje (Evropska komisija 2012). Tako smo se odločili, da je stopnja inflacije od četrtega leta naprej enaka 2%.

Preglednica 2: Napoved stopnje rasti denarnih tokov 2007-2010

	2007	2008	2009	2010 dalje
Napovedana realna gospodarska rast	5,80%	4,60%	4,10%	0,00%
Napovedana inflacija	4,30%	2,90%	2,70%	2,00%
Napovedana rast denarnih tokov	10,10%	7,50%	6,80%	2,00%

Preglednica 3: Napoved stopnje rasti denarnih tokov 2012-2015

	2012	2013	2014	2015 dalje
Napovedana realna gospodarska rast	-2,00%	-1,40%	0,90%	0,00%
Napovedana inflacija	3,30%	1,90%	1,80%	2,00%
Napovedana rast denarnih tokov	1,30%	0,50%	2,70%	2,00%

Naša napoved rasti prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu izhaja iz predpostavke, da nobeno podjetje na dolgi rok ne more rasti hitreje kot gospodarstvo v katerem posluje. Stabilna stopnja rasti je pomemben faktor pri računanju vrednosti z modelom diskontiranih denarnih tokov, saj močno vpliva na rezultat. Tako smo našo napoved rasti določili kot seštevek napovedane gospodarske rasti in inflacije. Od četrtega leta naprej smo predpostavili, da je stopnja rasti gospodarstva enaka 0%, podjetje pa mora kljub temu ohranjati stopnjo rasti vsaj v višini inflacije, če noče izgubljati na vrednosti. Na takšen način smo ocenili minimalne proste denarne tokove, ki bodo pripadli lastniškemu kapitalu, na podlagi katerih smo izračunali temeljno vrednost lastniškega kapitala podjetij.

3.5 Ocena stroškov lastniškega kapitala

Slovenski finančni trg sodi med majhne in nerazvite finančne trge, s kratko zgodovino, zato smo se odločili za oceno stroškov lastniškega kapitala z modelom CAPM, kjer smo si pomagali z določenimi podatki iz razvitih finančnih trgov. Za oceno stroškov lastniškega kapitala po modelu CAPM potrebujemo tri spremenljivke:

$$r_s = r_{rf} + \beta * RP_m ,$$

kjer je r_s strošek lastniškega kapitala, r_{rf} netvegana stopnja donosa, β mera specifičnega tveganja (relativno tveganje podjetja glede na trg) in RP_m tržna premija za tveganje.

3.5.1 Netvegana stopnja donosa

Glede na velikost in razvitost slovenskega finančnega trga smo za netvegano stopnjo donosa uporabili realno netvegano stopnjo donosa na ameriškem trgu, kjer smo vzeli donosnost do dospelja tridesetletne inflacijsko indeksirane obveznice (WTP30A29) in odčitali povprečno mesečno donosnost na dan 31. december 2006 in 31. december 2011, kateri smo prišteli napovedano slovensko inflacijo za leta 2007, 2008, 2009 in 2010 oziroma za leta 2012, 2013, 2014 in 2015. Tridesetletne inflacijsko indeksirane obveznice imajo dolgo dospelost, kar predstavlja naše delovanje podjetij v neskončnost. Donosnosti tridesetletne inflacijsko indeksirane obveznice smo pridobili na spletni strani FRED (FRED 2012), napovedano slovensko inflacijo med proučevanim obdobjem pa iz napovedi Urada RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR 2007 in 2012).

Preglednica 4: Netvegana stopnja donosa slovenskega trga 2007-2010

	2007	2008	2009	2010
Netvegana realna stopnja donosa ameriškega trga na dan 31. 12. 2006	2,39%			
Napovedana slovenska inflacija	4,30%	2,90%	2,70%	2,00%
Netvegana stopnja donosa slovenskega trga	6,69%	5,29%	5,09%	4,39%

Preglednica 5: Netvegana stopnja donosa slovenskega trga 2012-2015

	2012	2013	2014	2015
Netvegana realna stopnja donosa ameriškega trga na dan 31. 12. 2011	0,45%			
Napovedana slovenska inflacija	3,30%	1,90%	1,80%	2,00%
Netvegana stopnja donosa slovenskega trga	3,75%	2,35%	2,25%	2,45%

Netvegana realna stopnja donosa ameriškega finančnega trga se je v obdobju od 2007 do 2012 zmanjšala za dve odstotni točki (iz 2,39% na 0,45%). Ravno tako se je napovedana slovenska inflacija zmanjšala v povprečju za eno odstotno točko. Zato je tudi netvegana stopnja donosa slovenskega trga v obdobju 2012-2015 v povprečju za 3 odstotne točke manjša kot v obdobju 2007-2010.

3.5.2 Mera specifičnega tveganja – beta

Mero specifičnega tveganja – beto smo določili na podlagi ameriškega trga. Zreli ameriški trg omogoča spremljanje podjetij oziroma panog za tudi do 90 let. Uporabili smo zgodovinske panožne bete ameriških podjetij. Podjetja, ki delujejo v istih panogah, imajo podobno operativno tveganje (poslovni vzvod), upoštevati pa moramo različne finančne strukture podjetij in s tem različna finančna tveganja (finančni vzvod).

Panožne bete za ameriški trg smo pridobili na spletni strani Damodaran (Damodaran 2007a in 2012a), kjer so bete izračunane iz zgodovinskih podatkov zadnjih petih let kot povprečni mesečni donos delnic podjetij v posamezni panogi, panožne bete pa kot povprečje vseh bet podjetij v panogi. Uporabili smo ameriške panožne bete brez finančnega vzvoda, katere smo prilagodili s Hamadovo formulo glede na finančni vzvod posameznih slovenskih podjetij:

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right),$$

kjer je β_L beta z vzvodom, β_U beta brez vzvoda, T davčna stopnja, D/E razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom.

Vsako od izbranih podjetij smo v preglednici 6 glede na osnovno dejavnost, ki jo opravlja, razvrstili v panoge ameriškega trga. Iz spletne strani Damodaran smo odčitali β_U brez finančnega vzvoda. Ob upoštevanju finančnega vzvoda (razmerje obveznosti/kapital) in davčne stopnje (T), smo izračunali s Hamadovo formulo β_L s finančnim vzvodom.

Preglednica 6: Mera specifičnega tveganja - beta

Podjetje	Panoga	Beta _U 06	T 06	D/E 06	Beta _L 06	Beta _U 11	T 11	D/E 11	Beta _L 11
Gorenje, d.d.	Electronics	1,33	25%	2,56	3,87	0,89	20%	2,15	2,42
Intereuropa, d.d.	Packaging & Container	0,61	25%	0,6	0,89	0,83	20%	1,89	2,09
Krka, d.d.	Drug	1,46	25%	0,54	2,05	0,98	20%	0,35	1,25
Luka Koper, d.d.	Packaging & Container	0,61	25%	0,24	0,73	0,83	20%	0,99	1,49
Mercator, d.d.	Grocery	0,80	25%	1,87	1,92	1,52	20%	2,36	4,38
NKBM, d.d.	Bank	0,43	25%	12,26	4,34	0,33	20%	12,35	3,62
Petrol, d.d.	Natural Gas (Distrib.)	0,51	25%	1,13	0,94	1,18	20%	2,48	3,52
Telekom Slovenije, d.d.	Telecom. Services	1,11	25%	0,49	1,52	0,76	20%	0,93	1,32
Zavarovalnica Triglav, d.d.	Insurance (Life)	0,85	25%	4,54	3,74	1,08	20%	5,05	5,46
Abanka Vipava, d.d.	Bank	0,43	25%	12,47	4,41	0,33	20%	17,41	4,97
Aerodrom Ljubljana, d.d.	Air transport	1,03	25%	0,12	1,12	1,02	20%	0,05	1,06
Delo Prodaja, d.d.	Newspaper	0,62	25%	0,47	0,84	1,31	20%	2,22	3,64
Etol, d.d.	Food Processing	0,61	25%	0,24	0,73	0,74	20%	1,04	1,36
Iskra Avtoelektrika, d.d.	Electrical Equipment	0,94	25%	2,96	3,04	1,20	20%	3,12	4,20
Istrabenz, d.d.	Natural Gas (Distrib.)	0,51	25%	1,61	1,12	1,18	20%	27,13	26,77
Kompas MTS, d.d.	Retail Store	0,83	25%	0,12	0,90	1,08	20%	0,15	1,21
Mlinotest, d.d.	Food Processing	0,61	25%	0,64	0,91	0,74	20%	0,97	1,31
Nika, d.d.	Investment Co.	0,37	25%	0,51	0,51	1,06	20%	0,64	1,61
Pivovarna Laško, d.d.	Beverage (Soft Drink)	0,63	25%	1,26	1,23	0,73	20%	3,54	2,79
Pozavarovalnica Sava, d.d.	Insurance (Prop/Cas.)	0,75	25%	2,49	2,15	0,76	20%	2,93	2,56
Salus, d.d.	Pharmacy Services	0,88	25%	0,62	1,29	0,97	20%	0,65	1,48
Sava, d.d.	Retail Automotive	0,84	25%	0,56	1,20	1,09	20%	2,69	3,45
Terme Čatež, d.d.	Hotel/Gaming	0,60	25%	0,39	0,77	1,20	20%	1,01	2,17
Unior, d.d.	Auto Parts	0,69	25%	1,74	1,60	1,39	20%	1,63	3,20
Žito, d.d.	Food Processing	0,61	25%	0,66	0,92	0,74	20%	0,76	1,19

V primeru opazovanja tveganosti brez finančnega vzvoda posamezne panoge na ameriškem trgu, je v letu 2006 panoga »Drug« najbolj tvegana z β_{U} , ki je 1,46, v letu 2011 pa panoga »Grocery«, ki ima β_{U} 1,52. Najmanj tvegana panoga na ameriškem trgu v letu 2006 je »Investment Co.«, kjer je β_{U} 0,37, v letu 2011 pa je »Bank«, kjer je β_{U} 0,33.

Sistematično (tržno) tveganje celotnega tržnega premoženja je $\beta = 1$. V kolikor je naložba nadpovprečno tvegana je $\beta > 1$, v obratnem primeru, ko je naložba podpovprečno tvegana pa je $\beta < 1$. Slovenske javne delniške družbe imajo visoke bete v primerjavi s panožnimi betami ameriških podjetij. Najbolj izstopa v letu 2006 podjetje Abanka Vipava, d.d., kjer je β_{L} 4,41, v letu 2011 pa podjetje Istrabenz, d.d., kjer je β_{L} 26,77, kar nakazuje na nadpovprečno tvegane naložbe. Tako visoka β_{L} je posledica velike zadolženosti podjetij, tako ima podjetje Abanka Vipava, d.d. v letu 2006 za 12,47 krat več obveznosti kot lastniškega kapitala (kar je za banke normalno), podjetje Istrabenz, d.d. pa v letu 2011 za kar 27,13 krat več obveznosti kot lastniškega kapitala. Tako močno zadolžena podjetja, z malo lastniškega kapitala, so tudi zelo tvegana za investiranje. Najnižjo mero specifičnega tveganja v letu 2006 ima podjetje Nika, d.d., kjer je β_{L} 0,51, v letu 2011 pa Aerodrom Ljubljana, d.d., kjer je β_{L} 1,06.

3.5.3 Tržna premija za tveganje

Tržno premijo za tveganje pričakujejo investitorji, ki so pripravljeni investirati v bolj tvegane investicije. Izračuna se kot razlika med pričakovano donosnostjo investicij na delniškem trgu in netvegano donosnostjo (Damodaran 2006). Tržno premijo za tveganje smo izračunali na podlagi zgodovinskih podatkov. Na ameriškem trgu lahko premijo za tveganje izračunamo iz zgodovinskih podatkov, za več kot 90 let nazaj, s čemer zmanjšamo standardno napako. Problem nastane pri državah, kot Slovenija, ki nimajo tako dolge zgodovine kot ZDA. Zato smo tržno premijo za tveganje na slovenskem finančnem trgu izračunali kot:

$$RP_m = RP_{ZDA} + RP_{dSLO} ,$$

kjer je RP_m tržna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu, RP_{ZDA} tržna premija za tveganje na ameriškem finančnem trgu in RP_{dSLO} dodatna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu (nezreli finančni trg).

Tržna premija za tveganje na ameriškem trgu leta 2006 znaša 4,91% (Damodaran 2007b), leta 2011 pa 6% (Damodaran 2012b).

Dodatna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu, ki je nezreli trg, je premija, ki izhaja iz tveganja neplačila. Kakšno je tveganje neplačila Slovenije določajo bonitetne hiše, kot so Fitch, Standard & Poors in Moody's Investors Service. Bonitetne hiše z bonitetnimi ocenami v Sloveniji merijo tveganje neplačila; tako merijo stabilnost valute, državni proračun, plačilno bilanco države in politično usmeritev države. V letu 2006 je tako Slovenija bila

razvrščena v bonitetni razred Aa2, leta 2011 pa v A1, kar je dva bonitetna razreda slabše (Moody's 2012). Glede na razvrstitev Slovenije v bonitetni razred, se doda pribitek za tveganje neplačila. Ta je izračunan kot razlika med donosnostjo do dospelja slovenske državne obveznice in ameriške državne obveznice, v letu 2006 je to 0,5%, v letu 2011 pa 0,85%. Pri izračunu dodatne premije za tveganje na slovenskem finančnem trgu je potrebno upoštevati tudi razmerje standardnega odklona delnic in standardnega odklona obveznic na globalnem trgu, ta je 1,5, kar pomeni, da so delnice 1,5 krat bolj volatilne od obveznic (Damodaran 2012b):

$$RP_{SLO} = P_{tn} * \frac{R_D}{\sigma}$$

kjer je RP_{SLO} dodatna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu, P_{tn} pribitek za tveganje neplačila in R_D/σ razmerje standardnega odklona delnic in standardnega odklona obveznic na globalnem trgu.

V preglednici 7 smo izračunali tržno premijo za tveganje na slovenskem finančnem trgu v letih 2006 in 2011. Na slovenskem finančnem trgu so bonitetne hiše zaznale povečanje tveganja neplačila v obdobju med 2006 in 2011, zato je Sloveniji tudi padla bonitetna ocena, kar se odraža v višjem pribitku zaradi tveganja neplačila, posledično pa v višji tržni premiji za tveganje na slovenskem trgu.

Preglednica 7: Tržna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu

	2006	2011
Bonitetni razred Slovenije	Aa2	A1
Pribitek za tveganje neplačila	0,50%	0,85%
Razmerje standardnega odklona delnic in standardnega odklona obveznic na globalnem trgu	1,5	1,5
Dodatna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu	0,75%	1,28%
Tržna premija za tveganje na ameriškem finančnem trgu	4,91%	6,00%
Tržna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu	5,66%	7,28%

Izračunali smo, da tržna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu v letu 2006 znaša 5,66%, v letu 2011 pa 7,28%.

Ocenili/izračunali smo vse tri potrebne spremenljivke za oceno stroškov lastniškega kapitala po modelu CAPM:

$$r_s = r_{rf} + \beta * RP_m$$

kjer je r_s strošek lastniškega kapitala, r_{rf} netvegana stopnja donosa, β mera specifičnega tveganja in RP_m tržna premija za tveganje.

V naslednjih dveh preglednicah (8 in 9) smo predstavili ocenjen/napovedan strošek lastniškega kapital na dan 31. december 2006 (za leta 2007, 2008, 2009 in od 2010 dalje) in na dan 31. december 2011 (za leta 2012, 2013, 2014 in od 2015 dalje).

Preglednica 8: Ocena stroškov lastniškega kapitala na dan 31. december 2006

		2007	2008	2009	2010 dalje
Netvegana stopnja donosa		6,69%	5,29%	5,09%	4,39%
Tržna premija za tveganje	5,66%				
Podjetje	Beta _L	Strošek lastniškega kapitala			
Gorenje, d.d.	3,87	28,59%	27,19%	26,99%	26,29%
Intereuropa, d.d.	0,89	11,72%	10,32%	10,12%	9,42%
Krka, d.d.	2,05	18,31%	16,91%	16,71%	16,01%
Luka Koper, d.d.	0,73	10,79%	9,39%	9,19%	8,49%
Mercator, d.d.	1,92	17,54%	16,14%	15,94%	15,24%
NKBM, d.d.	4,34	31,28%	29,88%	29,68%	28,98%
Petrol, d.d.	0,94	12,00%	10,60%	10,40%	9,70%
Telekom Slovenije, d.d.	1,52	15,29%	13,89%	13,69%	12,99%
Zavarovalnica Triglav, d.d.	3,74	27,84%	26,44%	26,24%	25,54%
Abanka Vipava, d.d.	4,41	31,66%	30,26%	30,06%	29,36%
Aerodrom Ljubljana, d.d.	1,12	13,05%	11,65%	11,45%	10,75%
Delo Prodaja, d.d.	0,84	11,44%	10,04%	9,84%	9,14%
Etol, d.d.	0,73	10,80%	9,40%	9,20%	8,50%
Iskra Avtoelektrika, d.d.	3,04	23,88%	22,48%	22,28%	21,58%
Istrabenz, d.d.	1,12	13,04%	11,64%	11,44%	10,74%
Kompas MTS, d.d.	0,9	11,81%	10,41%	10,21%	9,51%
Mlinotest, d.d.	0,91	11,83%	10,43%	10,23%	9,53%
Nika, d.d.	0,51	9,55%	8,15%	7,95%	7,25%
Pivovarna Laško, d.d.	1,23	13,67%	12,27%	12,07%	11,37%
Pozavarovalnica Sava, d.d.	2,15	18,86%	17,46%	17,26%	16,56%
Salus, d.d.	1,29	13,97%	12,57%	12,37%	11,67%
Sava, d.d.	1,2	13,47%	12,07%	11,87%	11,17%
Terme Čatež, d.d.	0,77	11,05%	9,65%	9,45%	8,75%
Unior, d.d.	1,6	15,75%	14,35%	14,15%	13,45%
Žito, d.d.	0,92	11,87%	10,47%	10,27%	9,57%

Netvegana stopnja donosa se je v obdobju od 2006 do 2011 zmanjšala, medtem ko se je tržna premija za tveganje na slovenskem finančnem trgu povečala, prav tako se je večini podjetij povečala mera specifičnega tveganja – beta.

Opazim, da so se stroški lastniškega kapitala v obdobju od 2006 do 2011 povečali skoraj pri vseh podjetjih, razen pri podjetjih Gorenje, d.d., Krka, d.d., NKBM, d.d., Telekom Slovenije, d.d. in Abanka Vipava, d.d. kjer so se stroški lastniškega kapitala zmanjšali.

Preglednica 9: Ocena stroškov lastniškega kapital na dan 31. december 2011

		2012	2013	2014	2015 dalje
Netvegana stopnja donosa		3,75%	2,35%	2,25%	2,45%
Tržna premija za tveganje	7,28%				
Podjetje	Beta _L	Strošek lastniškega kapitala			
Gorenje, d.d.	2,42	21,32%	19,92%	19,82%	20,02%
Intereuropa, d.d.	2,09	18,93%	17,53%	17,43%	17,63%
Krka, d.d.	1,25	12,82%	11,42%	11,32%	11,52%
Luka Koper, d.d.	1,49	14,57%	13,17%	13,07%	13,27%
Mercator, d.d.	4,38	35,59%	34,19%	34,09%	34,29%
NKBM, d.d.	3,62	30,09%	28,69%	28,59%	28,79%
Petrol, d.d.	3,52	29,35%	27,95%	27,85%	28,05%
Telekom Slovenije, d.d.	1,32	13,37%	11,97%	11,87%	12,07%
Zavarovalnica Triglav, d.d.	5,46	43,48%	42,08%	41,98%	42,18%
Abanka Vipava, d.d.	4,97	39,88%	38,48%	38,38%	38,58%
Aerodrom Ljubljana, d.d.	1,06	11,45%	10,05%	9,95%	10,15%
Delo Prodaja, d.d.	3,64	30,21%	28,81%	28,71%	28,91%
Etol, d.d.	1,36	13,61%	12,21%	12,11%	12,31%
Iskra Avtoelektrika, d.d.	4,20	34,32%	32,92%	32,82%	33,02%
Istrabenz, d.d.	26,77	198,54%	197,14%	197,04%	197,24%
Kompas MTS, d.d.	1,21	12,52%	11,12%	11,02%	11,22%
Mlinotest, d.d.	1,31	13,29%	11,89%	11,79%	11,99%
Nika, d.d.	1,61	15,43%	14,03%	13,93%	14,13%
Pivovarna Laško, d.d.	2,79	24,02%	22,62%	22,52%	22,72%
Pozavarovalnica Sava, d.d.	2,56	22,35%	20,95%	20,85%	21,05%
Salus, d.d.	1,48	14,49%	13,09%	12,99%	13,19%
Sava, d.d.	3,45	28,83%	27,43%	27,33%	27,53%
Terme Čatež, d.d.	2,17	19,57%	18,17%	18,07%	18,27%
Unior, d.d.	3,20	27,02%	25,62%	25,52%	25,72%
Žito, d.d.	1,19	12,39%	10,99%	10,89%	11,09%

3.6 Ocena temeljne vrednosti izbranih podjetij

Za vrednotenje podjetij z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu je potrebno napovedati proste denarne tokove, ki pripadajo lastniškemu kapitalu ter diskontni faktor (stroške lastniškega kapitala). Proste denarne tokove, ki pripadajo lastniškemu kapitalu smo odčitali iz letnih poročil podjetij. Stroške lastniškega kapitala pa ocenili z modelom CAPM. Ocenjene vrednosti so v evrih in so predstavljene v preglednicah 10 in 11.

Preglednica 10: Ocenjena temeljna vrednost podjetij na dan 31. december 2006

Podjetje	Prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v €				Ocenjena temeljna vrednost podjetij na dan 31. 12. 2006 v €
	2007	2008	2009	2010 dalje	
Gorenje, d.d.	13.323.306,79	14.322.554,80	15.296.488,53	15.602.418,30	58.567.473,82
Intereuropa, d.d.	9.693.071,25	10.420.051,60	11.128.615,11	11.351.187,41	142.358.003,11
Krka, d.d.	23.290.546,83	25.037.337,85	26.739.876,82	27.274.674,36	179.567.196,76
Luka Koper, d.d.	8.530.503,34	9.170.291,09	9.793.870,89	9.989.748,31	143.345.933,95
Mercator, d.d.	10.064.131,16	10.818.941,00	11.554.628,99	11.785.721,57	82.138.315,43
NKBM, d.d.	158.372.391,82	170.250.321,20	181.827.343,04	185.463.889,91	625.389.209,89
Petrol, d.d.	15.286.413,75	16.432.894,78	17.550.331,62	17.901.338,25	216.287.158,88
Telekom Slovenije, d.d.	50.781.059,80	54.589.639,28	58.301.734,75	59.467.769,45	500.980.426,51
Zavarovalnica Triglav, d.d.	4.344.395,43	4.670.225,08	4.987.800,39	5.087.556,40	19.720.076,61
Abanka Vipava, d.d.	80.415.121,38	86.446.255,49	92.324.600,86	94.171.092,88	313.006.747,65
Aerodrom Ljubljana, d.d.	4.590.918,23	4.935.237,09	5.270.833,22	5.376.249,88	57.066.772,69
Delo Prodaja, d.d.	682.496,87	733.684,14	783.574,66	799.246,15	10.424.368,26
Etol, d.d.	1.309.280,62	1.407.476,66	1.503.185,08	1.533.248,78	21.993.773,33
Iskra Avtoelektrika, d.d.	2.296.238,63	2.468.456,53	2.636.311,57	2.689.037,80	12.579.834,99
Istrabenz, d.d.	3.865.189,66	4.155.078,89	4.437.624,25	4.526.376,74	48.079.233,67
Kompas MTS, d.d.	739.335,62	794.785,79	848.831,23	865.807,85	10.723.133,73
Mlinotest, d.d.	648.988,44	697.662,57	745.103,63	760.005,70	9.393.078,59
Nika, d.d.	39.704,73	42.682,59	45.585,00	46.496,70	826.123,21
Pivovarna Laško, d.d.	2.010.447,56	2.161.231,13	2.308.194,85	2.354.358,74	23.308.431,36
Pozavarovalnica Sava, d.d.	2.711.662,52	2.915.037,21	3.113.259,74	3.175.524,93	20.104.164,09
Salus, d.d.	2.464.770,10	2.649.627,86	2.829.802,55	2.886.398,60	27.677.038,89
Sava, d.d.	2.296.535,73	2.468.775,91	2.636.652,67	2.689.385,73	27.206.437,42
Terme Čatež, d.d.	2.431.414,82	2.613.770,93	2.791.507,35	2.847.337,50	39.269.079,52
Unior, d.d.	2.251.976,26	2.420.874,48	2.585.493,94	2.637.203,82	21.313.154,59
Žito, d.d.	2.156.961,18	2.318.733,27	2.476.407,13	2.525.935,27	31.023.331,06

Preglednica 11: Ocenjena temeljna vrednost podjetij na dan 31. december 2011

Podjetje	Prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v €				Ocenjena temeljna vrednost podjetij na dan 31. 12. 2011 v €
	2012	2013	2014	2015 dalje	
Gorenje, d.d.	15.478.302,33	15.555.693,85	15.975.697,58	16.295.211,53	85.154.933,36
Intereuropa, d.d.	2.860.036,67	2.874.336,85	2.951.943,94	3.010.982,82	18.143.652,00
Krka, d.d.	52.804.988,67	53.069.013,61	54.501.876,98	55.591.914,52	549.871.933,66
Luka Koper, d.d.	-2.305.234,80	-2.316.760,97	-2.379.313,52	-2.426.899,79	-20.289.817,08
Mercator, d.d.	19.275.364,00	19.371.740,82	19.894.777,82	20.292.673,38	59.183.833,41
NKBM, d.d.	-26.065.165,33	-26.195.491,16	-26.902.769,42	-27.440.824,81	-96.441.190,60
Petrol, d.d.	29.238.783,24	29.384.977,16	30.178.371,54	30.781.938,97	111.282.617,21
Telekom Slovenije, d.d.	41.605.598,33	41.813.626,33	42.942.594,24	43.801.446,12	409.926.207,04
Zavarovalnica Triglav, d.d.	865.143,53	869.469,25	892.944,92	910.803,82	2.134.213,07
Abanka Vipava, d.d.	-18.617.251,67	-18.710.337,93	-19.215.517,05	-19.599.827,39	-50.454.056,64
Aerodrom Ljubljana, d.d.	1.929.576,58	1.939.224,46	1.991.583,53	2.031.415,20	23.482.507,32
Delo Prodaja, d.d.	-187.412,77	-188.349,83	-193.435,28	-197.303,98	-690.554,87
Etol, d.d.	551.228,00	553.984,14	568.941,71	580.320,55	5.301.212,67
Iskra Avtoelektrika, d.d.	4.823,57	4.847,69	4.978,57	5.078,15	15.413,86
Istrabenz, d.d.	-3.524.090,25	-3.541.710,70	-3.637.336,89	-3.710.083,62	-1.792.741,65
Kompas MTS, d.d.	2.941.229,97	2.955.936,12	3.035.746,39	3.096.461,32	31.639.216,40
Mlinotest, d.d.	49.132,86	49.378,53	50.711,75	51.725,98	487.510,43
Nika, d.d.	-3.685,97	-3.704,40	-3.804,42	-3.880,51	-30.137,67
Pivovarna Laško, d.d.	6.932.832,88	6.967.497,05	7.155.619,47	7.298.731,86	33.179.654,87
Pozavarovalnica Sava, d.d.	-3.175.552,40	-3.191.430,16	-3.277.598,78	-3.343.150,75	-16.523.874,37
Salus, d.d.	4.750.945,01	4.774.699,74	4.903.616,63	5.001.688,96	42.094.068,29
Sava, d.d.	6.970.453,00	7.005.305,27	7.194.448,51	7.338.337,48	27.067.916,54
Terme Čatež, d.d.	2.951.908,34	2.966.667,88	3.046.767,91	3.107.703,27	17.991.542,84
Unior, d.d.	-44.784,39	-45.008,31	-46.223,54	-47.148,01	-187.175,69
Žito, d.d.	-975.412,64	-980.289,70	-1.006.757,52	-1.026.892,67	-10.642.778,01

Ovrednotili smo petindvajset slovenskih javnih delniških družb, katere skupaj predstavljajo skoraj 90% celotne tržne kapitalizacije in sicer smo jih ovrednotili na dan 31. december 2006 in na dan 31. december 2011.

Izbrane slovenske javne delniške družbe smo ovrednotili z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{PDTL_t}{(1 + r_{sh})^t} + \frac{P_n}{(1 + r_{sh})^n},$$

$$P_n = \frac{PDTL_{n+1}}{(r_{ss} - g)},$$

kjer je, P_0 sedanja vrednost lastniškega kapitala, t obdobje hitre rasti, $PDTL_t$ prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v letu t , r_{sh} strošek lastniškega kapitala v obdobju hitre rasti, P_n končna vrednost na koncu leta n , r_{ss} strošek lastniškega kapitala v obdobju stabilne rasti in g konstantna stopnja rasti po letu n .

Z dvostopenjskih modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo na dan 31. december 2006 uspešno ovrednotili vseh petindvajset izbranih podjetij. Najvišjo ocenjeno vrednost ima podjetje NKBM, d.d. (625.389.209,89 EUR), najnižjo pa Nika, d.d. (826.123,21 EUR). Na dan 31. december 2011 smo ravno tako ocenili petindvajset podjetij, vendar je pri devetih podjetjih ocenjena temeljna vrednost negativna zaradi negativnih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu. Rezultat v teh zadnjih primerih ni smiseln. Negativne proste denarne tokove imajo podjetja s slabšimi rezultati poslovanja in podjetja, ki ne morejo dobiti novih kreditov za refinanciranje starih kreditov. Najvišjo ocenjeno vrednost ima podjetje Krka, d.d. (549.871.933,66 EUR), najnižjo ocenjeno pozitivno vrednost pa ima podjetje Iskra Avtoelektrika, d.d. (15.413,86 EUR).

V preglednici 12 smo predstavili ocenjene vrednosti na dan 31. december 2006 in 31. december 2011 ter povečanje oziroma zmanjšanje ocenjene vrednosti v obdobju od 2006 do 2011.

Večini podjetij se je ocenjena temeljna vrednost zmanjšala v obdobju od 2006 do 2011, le petim podjetjem se je povečala (Gorenje, d.d., Krka, d.d., Salus, d.d., Pivovarna Laško, d.d., Kompas MTS, d.d.). Ocenjena temeljna vrednost je za večino podjetij v letu 2011 manjša, saj so se večini podjetij v obdobju od 2006 do 2011 zmanjšali prosti denarni tokovi, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, poleg tega pa so se stroški lastniškega kapitala povečali.

Preglednica 12: Primerjava ocenjenih temeljnih vrednosti podjetij

Podjetje	Ocenjena temeljna vrednost na dan 31. 12. 2006 v €	Ocenjena temeljna vrednost na dan 31. 12. 2011 v €	Povečanje/ Zmanjšanje
Gorenje, d.d.	58.567.473,82	85.154.933,36	45,40%
Intereuropa, d.d.	142.358.003,11	18.143.652,00	-87,25%
Krka, d.d.	179.567.196,76	549.871.933,66	206,22%
Luka Koper, d.d.	143.345.933,95	-20.289.817,08	-114,15%
Mercator, d.d.	82.138.315,43	59.183.833,41	-27,95%
NKBM, d.d.	625.389.209,89	-96.441.190,60	-115,42%
Petrol, d.d.	216.287.158,88	111.282.617,21	-48,55%
Telekom Slovenije, d.d.	500.980.426,51	409.926.207,04	-18,18%
Zavarovalnica Triglav, d.d.	19.720.076,61	2.134.213,07	-89,18%
Abanka Vipava, d.d.	313.006.747,65	-50.454.056,64	-116,12%
Aerodrom Ljubljana, d.d.	57.066.772,69	23.482.507,32	-58,85%
Delo Prodaja, d.d.	10.424.368,26	-690.554,87	-106,62%
Etol, d.d.	21.993.773,33	5.301.212,67	-75,90%
Iskra Avtoelektrika, d.d.	12.579.834,99	15.413,86	-99,88%
Istrabenz, d.d.	48.079.233,67	-1.792.741,65	-103,73%
Kompas MTS, d.d.	10.723.133,73	31.639.216,40	195,06%
Mlinotest, d.d.	9.393.078,59	487.510,43	-94,81%
Nika, d.d.	826.123,21	-30.137,67	-103,65%
Pivovarna Laško, d.d.	23.308.431,36	33.179.654,87	42,35%
Pozavarovalnica Sava, d.d.	20.104.164,09	-16.523.874,37	-182,19%
Salus, d.d.	27.677.038,89	42.094.068,29	52,09%
Sava, d.d.	27.206.437,42	27.067.916,54	-0,51%
Terme Čatež, d.d.	39.269.079,52	17.991.542,84	-54,18%
Unior, d.d.	21.313.154,59	-187.175,69	-100,88%
Žito, d.d.	31.023.331,06	-10.642.778,01	-134,31%

3.7 Tržne vrednosti podjetij

Za vsako od izbranih podjetij smo izračunali tudi tržno vrednost. Vsaka stvar, tudi podjetje, je v primeru prodaje, vredno le toliko, kot je nekdo pripravljen plačati zanjo. Zato smo našo tržno vrednost izračunali kot:

$$TV = D_n * D_p ,$$

kjer je TV tržna vrednost, D_n število delnic in D_p tržna cena delnice.

Pri izračunu smo upoštevali vse delnice, ki jih imajo podjetja in nismo delali razlik med prednostnimi in navadnimi delnicami. Za ceno delnice smo izbrali vrednost zaključnega tečaja na dan 31. december 2006 oziroma na dan 31. december 2011. V preglednici 13 smo predstavili izračunane tržne vrednosti na dan 31. december 2006 in 31. december 2011.

Preglednica 13: Tržne vrednosti podjetij

Podjetje	Število delnic 06	Cena delnice 06 v €	Tržna vrednost 06 v €	Število delnic 11	Cena delnice 11 v €	Tržna vrednost 11 v €
Gorenje, d.d.	12.200.000,00	26,50	323.300.000,00	15.906.876,00	5,00	79.534.380,00
Intereuropa, d.d.	7.902.413,00	25,66	202.775.917,58	7.902.413,00	0,43	3.398.037,59
Krka, d.d.	3.542.612,00	781,39	2.768.161.590,68	35.426.120,00	52,90	1.874.041.748,00
Luka Koper, d.d.	14.000.000,00	47,17	660.380.000,00	14.000.000,00	7,10	99.400.000,00
Mercator, d.d.	3.765.361,00	214,91	809.213.732,51	3.765.361,00	147,00	553.508.067,00
NKBM, d.d.	5.839.496,00	37,00	216.061.352,00	39.122.968,00	3,16	123.628.578,88
Petrol, d.d.	2.086.301,00	494,27	1.031.195.995,27	2.086.301,00	155,10	323.585.285,10
Telekom Slovenije, d.d.	6.535.478,00	304,33	1.988.942.019,74	6.535.478,00	62,98	411.604.404,44
Zavarovalnica Triglav, d.d.	5.683.787,00	37,71	214.335.607,77	22.735.148,00	10,00	227.351.480,00
Abanka Vipava, d.d.	5.500.000,00	47,37	260.513.000,00	7.200.000,00	16,00	115.200.000,00
Aerodrom Ljubljana, d.d.	3.796.527,00	57,49	218.262.337,23	3.796.527,00	10,30	39.104.228,10
Delo Prodaja, d.d.	667.464,00	17,95	11.980.978,80	667.464,00	24,00	16.019.136,00
Etol, d.d.	254.619,00	204,47	52.062.806,71	254.619,00	72,00	18.332.568,00
Iskra Avtoelektrika, d.d.	1.608.313,00	17,95	28.869.218,35	1.608.313,00	15,10	24.285.526,30
Istrabenz, d.d.	5.180.000,00	17,95	92.981.000,00	5.180.000,00	3,09	16.006.200,00
Kompas MTS, d.d.	594.601,00	4,57	2.717.326,57	594.601,00	6,00	3.567.606,00
Mlinotest, d.d.	2.389.177,00	7,51	17.942.719,27	2.569.900,00	2,50	6.424.750,00
Nika, d.d.	189.946,00	15,44	2.932.766,24	189.946,00	18,00	3.419.028,00
Pivovarna Laško, d.d.	8.747.652,00	39,86	348.681.408,72	8.747.652,00	11,02	96.399.125,04
Pozavarovalnica Sava, d.d.	7.862.519,00	28,31	222.572.187,85	9.362.519,00	5,81	54.396.235,39
Salus, d.d.	135.000,00	630,11	85.064.850,00	121.500,00	240,00	29.160.000,00
Sava, d.d.	2.006.987,00	230,97	463.553.787,39	2.006.987,00	12,00	24.083.844,00
Terme Čatež, d.d.	597.916,00	187,78	112.276.666,48	497.022,00	178,00	88.469.916,00
Unior, d.d.	2.338.414,00	8,35	19.516.057,42	2.838.414,00	12,00	34.060.968,00
Žito, d.d.	355.792,00	167,75	59.684.108,00	355.792,00	85,00	30.242.320,00

Kot je razvidno v preglednici 13, je v opazovanem obdobju šest podjetij povečalo število delnic (Krka, d.d., s cepitvijo delnic v razmerju 1:10; ostalih pet podjetij pa z dokapitalizacijo: Gorenje, d.d., NKBM, d.d., Zavarovalnica Triglav, d.d., Abanka Vipava, d.d. in Pozavarovalnica Sava, d.d.), dvema podjetjema se je število delnic zmanjšalo, saj sta zmanjšali osnovni kapital z umikom lastnih delnic (Salus, d.d. in Terme Čatež, d.d.), ostalim podjetjem se število delnic ni spremenilo.

Tržna cena oziroma tržna vrednost delnic se je v obdobju 2006-2011 vsem podjetjem občutno zmanjšala (posledica gospodarsko finančne krize), razen štirim podjetjem (Delo Prodaja, d.d., Unior, d.d., Kompas MTS, d.d. in Nika, d.d.).

Glede na to, da so se cene delnic močno znižale v obdobju 2006-2011, je posledično v povprečju tržna cena podjetij izračunana na dan 31. december 2011 nižja od tržne cene izračunane na dan 31. december 2006. Tržna cena se je v obdobju 2006-2011 znižala za vsa podjetja, razen petim podjetjem (Zavarovalnica Triglav, d.d., kljub temu, da se je tržna cena delnice znižala za skoraj štiri krat, se je zaradi dokapitalizacije tržna vrednost podjetja povečala; pri ostalih štirih podjetjih: Unior, d.d., Kompas MTS, d.d., Nika, d.d. in Delo Prodaja, d.d., pa se je tržna cena delnic povečala in s tem tudi tržna vrednost podjetij). Najvišjo tržno vrednost na dan 31. december 2006 dosega podjetje Krka, d.d. (2.768.161.590,68 EUR), ravno tako na dan 31. december 2011 (1.874.041.748,00 EUR). Najnižjo tržno vrednost na dan 31. december 2006 ima Kompas MTS, d.d. (2.717.326,57 EUR), na dan 31. december 2011 pa podjetje Intereuropa, d.d. (3.398.037,59 EUR).

3.8 Primerjava tržne vrednosti podjetij z ocenjeno temeljno vrednostjo podjetij

Namen magistrskega dela je raziskati in predstaviti vrednosti slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu ter jih primerjati s tržnimi vrednostmi podjetij. Predvsem nas je zanimalo, glede na močan padec vrednosti delnic med gospodarsko finančno krizo, kakšna je razlika med temeljno in tržno vrednostjo podjetij pred krizo in kakšna je sedaj, zato smo izračunali količnik med temeljno in tržno vrednostjo podjetij na dan 31. december 2006 in na dan 31. december 2011. Bližje kot je količnik 1, manjša je razlika med ocenjeno temeljno vrednostjo in tržno vrednostjo podjetij. Naša temeljna teza je, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost bolj odraža tržno vrednost kot pred krizo, torej je v povprečju količnik med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo podjetij na dan 31. december 2011 bližje vrednosti 1, kot na dan 31. december 2006. V primeru, da je količnik enak 1, temeljna vrednost odraža natanko tržno vrednost:

$$K = \frac{\textit{Temeljna}}{\textit{Tržna}},$$

kjer je K količnik med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo podjetij, Temeljna ocenjena temeljna vrednost podjetja in Tržna izračunana tržna vrednost podjetja.

V nadaljnji analizi smo izključili podjetja z negativno ocenjeno temeljno vrednostjo v letu 2011, saj primerjava negativno ocenjene temeljne vrednosti z izračunano tržno vrednostjo ni smiselna. Izključena podjetja so: Luka Koper, d.d., NKBM, d.d., Abanka Vipa, d.d., Delo Prodaja, d.d., Istrabenz, d.d., Nika, d.d., Pozavarovalnica Sava, d.d., Unior, d.d. in Žito, d.d.

V preglednici 14 so predstavljeni izračunani količniki med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo podjetij na dan 31. december 2006 in na dan 31. december 2011.

Preglednica 14: Količnika na dan 31. december 2006 in 31. december 2011

Podjetje	Količnik 06	Količnik 11
Gorenje, d.d.	0,181	1,071
Intereuropa, d.d.	0,702	5,339
Krka, d.d.	0,065	0,293
Mercator, d.d.	0,102	0,107
Petrol, d.d.	0,210	0,344
Telekom Slovenije, d.d.	0,252	0,996
Zavarovalnica Triglav, d.d.	0,092	0,009
Aerodrom Ljubljana, d.d.	0,261	0,601
Etol, d.d.	0,422	0,289
Iskra Avtoelektrika, d.d.	0,436	0,001
Kompas MTS, d.d.	3,946	8,868
Mlinotest, d.d.	0,524	0,076
Pivovarna Laško, d.d.	0,067	0,344
Salus, d.d.	0,325	1,444
Sava, d.d.	0,059	1,124
Terme Čatež, d.d.	0,350	0,203

Analize nadaljujemo s šestnajstimi podjetij. Iz preglednice 14 lahko razberemo, da je pri devetih količnik v letu 2011 bližje 1 (Gorenje, d.d., Krka, d.d., Petrol, d.d., Telekom Slovenije, d.d., Aerodrom Ljubljana, d.d., Pivovarna Laško, d.d., Salus, d.d., Sava, d.d. in Mercator, d.d.), v ostalih sedmih podjetjih pa je količnik v letu 2006 bližje 1.

3.8.1 Razlika med temeljno in tržno vrednostjo podjetij

V našem vzorcu izbranih podjetij jih devet potrjuje našo tezo, da v času krize (2011) temeljna vrednost bolj odraža tržno vrednost kot pred krizo (2006). Zanimalo nas je, ali lahko sklepamo na celotno populacijo delniških družb na podlagi naše analize vzorca.

Naša temeljna teza je, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost bolj odraža tržno vrednost kot pred krizo. Veljavnost teze smo preverjali s hipotezo, kjer smo trdili, da so

temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006).

V nadaljnji analizi smo od vsakega količnika odšteli 1, ter izračunali absolutno vrednost, rezultate smo predstavili v preglednici 15:

$$|K - 1| = |V|,$$

kjer je K količnik med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo podjetij na dan 31. december 2006 in na dan 31. december 2011 in |V| oddaljenost količnika od vrednosti 1.

Preglednica 15: Oddaljenost količnika od vrednosti 1

Podjetje	V 06	V 11
Gorenje, d.d.	0,819	0,071
Intereuropa, d.d.	0,298	4,339
Krka, d.d.	0,935	0,707
Mercator, d.d.	0,898	0,893
Petrol, d.d.	0,790	0,656
Telekom Slovenije, d.d.	0,748	0,004
Zavarovalnica Triglav, d.d.	0,908	0,991
Aerodrom Ljubljana, d.d.	0,739	0,399
Etol, d.d.	0,578	0,711
Iskra Avtoelektrika, d.d.	0,564	0,999
Kompas MTS, d.d.	2,946	7,868
Mlinotest, d.d.	0,476	0,924
Pivovarna Laško, d.d.	0,933	0,656
Salus, d.d.	0,675	0,444
Sava, d.d.	0,941	0,124
Terme Čatež, d.d.	0,650	0,797

|V|, oddaljenost količnika od vrednosti 1, nam pove, kako močno temeljna vrednost odraža tržno vrednost podjetij. Manjša kot je |V|, bolj temeljna vrednost odraža tržno vrednost podjetij in obratno. V primeru, |V| = 0, temeljna vrednost odraža natanko tržno vrednost.

Preverili smo ali se povprečje |V| 11 razlikuje od povprečja |V| 06 in ali je ta razlika statistično značilna, saj tako lahko potrdimo oziroma zavrnamo našo temeljno tezo. V našem primeru imamo opravka z istimi enotami, vendar v različnih situacijah (pred krizo in v času krize), zato smo s programom SPSS uporabili parni t-test za preizkušanje domnev o aritmetičnih sredinah za odvisna vzorca, saj gre za situacijo prej/potem. Želeli smo dokazati, da je povprečje |V| 11 manjše od povprečja |V| 06, to pomeni, da bo razlika med njima negativna. S tem bi dokazali, da temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bolj odražajo tržne vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006). Na tej osnovi smo tudi, oblikovali ničelno domnevo (razlika med povprečjem |V| 11 in povprečjem |V| 06 je enaka 0

ali pa pozitivna) in alternativno domnevo (razlika med povprečjem |V| 11 in povprečjem |V| 06 je negativna):

$$H_0: \mu_d \geq 0$$

$$H_1: \mu_d < 0$$

kjer μ_d predstavlja aritmetično sredino razlik v vrednosti za vsak par prej/potem.

V program SPSS smo vstavili podatke iz preglednice 15 in s parnim t-testom preverili naše domneve. Program SPSS nam postreže s tremi preglednicami.

V preglednici 16 so prikazane opisne statistike spremenljivk |V| 11 in |V| 06 (ocena povprečja, velikost vzorca, ocena standardnega odklona in ocena standardne napake povprečja).

Preglednica 16: Opisna statistika spremenljivk (|V| 11 in |V| 06)

		Povprečje	Velikost vzorca	Ocena st. odklona	Ocena st. napake povprečja
Par 1	V 11	1,286	16	2,013	0,503
	V 06	0,869	16	0,584	0,146

V preglednici 17 je prikazana korelacija med spremenljivkama |V| 11 in |V| 06.

Preglednica 17: Korelacija med spremenljivkama (|V| 11 in |V| 06)

		Velikost vzorca	Korelacija	Stat. značilnost
Par 1	V 11 & V 06	16	0,726	0,001

V preglednici 18 je prikazan vrednost t-testa, katero izračunamo kot:

$$T = \frac{\text{Povprečje}}{\text{Ocena standardne napake povprečja}} = \frac{0,417}{0,409} = 1,019$$

Preglednica 18: Parni t-test (|V| 11 in |V| 06)

		Razlika med spremenljivkama			T	Stat. značilnost (2-stranska)
		Povprečje	Ocena st. Odklona	Ocena st. napake povprečja		
Par 1	V 11 - V 06	0,417	1,639	0,409	1,019	0,324

Zanima nas ali je test pokazal statistično značilne razlike. V preglednici 18 je izračunana točna stopnja značilnosti za dvostranski test, ki znaša 0,324. Glede na to, kako smo oblikovali naši domnevi, imamo enostranski test. Zato je potrebno opraviti določene preračune. Preveriti je potrebno ali sta kritično območje in vrednost t-testa na isti strani. Naše kritično območje je na levi strani, medtem ko je vrednost t-testa na desni, zato:

$$\text{Stat. značilnost}_{(1\text{-stranska})} = 1 - \frac{\text{Stat. značilnost}_{(2\text{-stranska})}}{2} = 0,838$$

Glede na rezultat statistične značilnosti (1-stranska), ki znaša 0,838 (kar je več kot 0,05), podamo ustrezen sklep: pri stopnji značilnosti 0,05 ne moremo zavrni ničelne domneve. Ne moremo trditi, da je povprečje spremenljivke $|V|$ 11 manjše od povprečja $|V|$ 06. Torej ne moremo trditi, da temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bolj odražajo tržne vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006).

Zaradi manjšega števila enot (16 podjetij), kjer ne moremo zagotovo trditi, da je predpostavka o normalni porazdelitvi izpolnjena, smo hipotezo preverili tudi z neparametričnim Wilcoxonovim signed-rank testom. Prišli smo do enakih ugotovitev, kot s parnim t-testom za odvisna vzorca.

3.8.2 Velikost količnika v času pred krizo in v času krize

Dodatno smo, kot zanimivost, testirali ali je povprečje količnikov (temeljna/tržna vrednost podjetij) višje v letu 2011, s ciljem preveriti ali so količniki (temeljna/tržna vrednost podjetij) v povprečju višji sedaj, v času krize (2011) kot pred krizo (2006). Ponovno imamo opravka z istimi enotami, vendar v različnih situacijah (pred krizo in v času krize), zato smo s programom SPSS uporabili parni t-test za preizkušanje domnev o aritmetičnih sredinah za odvisna vzorca, saj gre za situacijo prej/potem. Želeli smo dokazati, da je povprečje K11 (Količnik 11) večje kot povprečje K06 (Količnik 06), kar pomeni, da bo razlika med njima pozitivna. S tem bi dokazali, da tržna vrednost podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo podjetij manjša v času krize (2011) kot pred njo (2006). Na tej osnovi smo oblikovali ničelno domnevo (razlika med povprečjem K11 in povprečjem K06 je enaka 0 ali pa negativna) in alternativno domnevo (razlika med povprečjem K11 in povprečjem K06 je pozitivna):

$$H_0: \mu_d \leq 0$$

$$H_1: \mu_d > 0$$

kjer μ_d predstavlja aritmetično sredino razlik v vrednosti za vsak par prej/potem.

Ponovno smo v program SPSS vstavili podatke, tokrat iz preglednice 14, in s parnim t-testom preverili naše domneve. V preglednici 19 so prikazane opisne statistike spremenljivk K11 in K06.

Preglednica 19: Opisna statistika spremenljivk (K11 in K06)

		Povprečje	Velikost vzorca	Ocena st. odklona	Ocena st. napake povprečja
Par 1	K11	1,319	16	2,389	0,597
	K06	0,500	16	0,937	0,234

V preglednici 20 je prikazana korelacija med spremenljivkama K11 in K06.

Preglednica 20: Korelacija med spremenljivkama (K11 in K06)

		Velikost vzorca	Korelacija	Stat. značilnost
Par 1	K11 & K06	16	0,884	0,000

V preglednici 21 je prikazan vrednost t-testa, katero izračunamo kot:

$$T = \frac{\text{Povprečje}}{\text{Ocena standardne napake povprečja}} = \frac{0,820}{0,405} = 2,023$$

Preglednica 21: Parni t-test (K11 in K06)

		Razlika med spremenljivkama				
		Ocena st. Povprečje	Odklona	Ocena st. napake povprečja	T	Stat. značilnost (2-stranska)
Par 1	K11 – K06	0,820	1,621	0,405	2,023	0,061

Zanimalo nas je ali je test pokazal statistično značilne razlike. V preglednici 21 je izračunana točna stopnja značilnosti za dvostranski test, ki znaša 0,061. Glede na to, kako smo oblikovali naši domnevi, imamo enostranski test. Zato je potrebno opraviti določene preračune. Preveriti je potrebno ali sta kritično območje in vrednost t-testa na isti strani. V našem primeru je kritično območje na desni strani, ravno tako vrednost t-testa, zato:

$$\text{Stat. značilnost}_{(1\text{-stranska})} = \frac{\text{Stat. značilnost}_{(2\text{-stranska})}}{2} = 0,031$$

Glede na rezultat statistične značilnosti (1-stranska), ki znaša 0,031 (kar je manj kot 0,05), podamo ustrezen sklep: pri stopnji značilnosti 0,05 zavrnemo ničelno domnevo in sprejmemo alternativno domnevo, da je povprečje K11 večje kot povprečje K06. Trdimo torej, da je tržna vrednost podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo podjetij manjša v času krize (2011) kot pred krizo (2006), kar pomeni, da so bila podjetja v času pred krizo precenjena oziroma v času krize podcenjena.

Ravno tako smo tudi v tem primeru, zaradi manjšega števila enot (16 podjetij), kjer ne moremo zagotovo trditi, da je predpostavka o normalni porazdelitvi izpolnjena, hipotezo preverili z neparametričnim Wilcoxonovim signed-rank testom. Prišli smo do enakih ugotovitev, kot s parnim t-testom za odvisna vzorca.

4 SKLEP

V magistrski nalogi smo ovrednotili petindvajset slovenskih javnih delniških družb, katere predstavljajo skoraj 90% tržne kapitalizacije v opazovanem obdobju od 2006 do 2011. Z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo za vsako izbrano podjetje izračunali temeljno vrednost lastniškega kapitala. Temeljno vrednost lastniškega kapitala podjetja smo izračunali kot sedanjo vrednost pričakovanih prostih denarnih tokov iz poslovanja, diskontiranih na današnjo vrednost z uporabo stroškov lastniškega kapitala. Dvostopenjski model smo izbrali, saj omogoča uporabo ocenjenih denarnih tokov do nekega časovnega horizonta od katerega naprej predpostavimo stabilno stopnjo rasti. V skladu s tem smo na podlagi zgodovinskih podatkov ocenili denarne tokove podjetij za naslednja tri leta, v naslednjih letih pa upoštevali stabilno rast denarnih tokov.

Dvostopenjski model diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu je namenjen za uporabo na razvitih trgih, z daljšo zgodovino, kjer imamo na razpolago dolge časovne serije podatkov, katere potrebujemo za ocene potrebnih spremenljivk (pričakovani denarni tokovi, stopnje rasti denarnih tokov, strošek lastniškega kapitala, netvegana stopnja donosa, tržna premija za tveganje in faktor β), ki smo jih potrebovali za oceno temeljne vrednosti. Ocene spremenljivk temeljijo na zgodovinskih podatkih in naših predpostavkah o prihodnosti, kar vpliva na ocene. Zgodovina slovenskega delniškega trga je kratka, zato je bilo potrebno uporabiti tudi zgodovinske podatke iz tujih/zrelih trgov.

Za oceno prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu smo uporabili konsolidirana in revidirana letna poročila podjetij. Konsolidirana letna poročila razkrivajo finančni položaj skupine povezanih podjetij, kot eno samo podjetje, kjer se izničijo učinki razmerij med podjetji v skupini. Revidirana letna poročila so pregledana in preverjena s strani revizorskih hiš, katere preverjajo verodostojnost/poštenost navedenih podatkov v letnih poročilih. Za vsako od preučevanih podjetij smo ocenili prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v letu 2006 in 2011 in sicer kot povprečje zadnjih treh let: za leto 2006, smo tako uporabili podatke iz letnih poročil za leto 2004, 2005 in 2006; za leto 2011, pa podatke iz letnih poročil za leto 2009, 2010 in 2011. Za uporabo povprečja zadnjih treh let smo se odločili, saj tako se ognemo enkratnemu povečanju/zmanjšanju vrednosti.

Za ocenitev temeljne vrednosti izbranih podjetij smo napovedali bodočo stopnjo rasti denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu. Za oceno bodoče stopnje rasti smo uporabili Jesenske napovedi gospodarskih gibanj, katere vsako leto pripravi in javno objavi Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

Slovenski finančni trg sodi med majhne in nerazvite finančne trge, s kratko zgodovino, zato smo se odločili za oceno stroškov lastniškega kapitala z modelom CAPM, kjer smo si pomagali z določenimi podatki iz razvitih finančnih trgov. Za oceno stroškov lastniškega

kapitala po modelu CAPM smo potrebovali tri spremenljivke (netvegana stopnja donosa, tržna premija za tveganje in faktor β).

Za netvegano stopnjo donosa smo uporabili realno netvegano stopnjo donosa na ameriškem trgu, kjer smo vzeli donosnost do dospelja tridesetletne inflacijsko indeksirane obveznice (WTP30A29) in odčitali povprečno mesečno donosnost na dan 31. december 2006 in 31. december 2011, kateri smo prišteli napovedano slovensko inflacijo za leta 2007, 2008, 2009 in 2010 oziroma za leta 2012, 2013, 2014 in 2015. Tridesetletne inflacijsko indeksirane obveznice imajo dolgo dospelost, kar predstavlja naše delovanje podjetij v neskončnost.

Tržno premijo za tveganje smo izračunali na podlagi zgodovinskih podatkov. Na ameriškem trgu lahko premijo za tveganje izračunamo iz zgodovinskih podatkov, za več kot 90 let nazaj, s tem smo zmanjšali standardno napako.

Mero specifičnega tveganja – beto smo določili na podlagi ameriškega trga. Zreli ameriški trg omogoča spremljanje podjetij oziroma panog za tudi do 90 let. Uporabili smo zgodovinske panožne bete ameriških podjetij. Podjetja, ki delujejo v istih panogah, imajo podobno operativno tveganje (poslovni vzvod), upoštevati pa moramo različne finančne strukture podjetij in s tem različna finančna tveganja (finančni vzvod).

Z zbranimi podatki smo z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, uspešno ovrednotili vseh petindvajset izbranih podjetij na dan 31. december 2006. Najvišjo ocenjeno vrednost ima podjetje NKBM, d.d. (625.389.209,89 EUR), najnižjo pa Nika, d.d. (826.123,21 EUR). Na dan 31. december 2011 smo ravno tako ocenili petindvajset podjetij, vendar pri devetih podjetjih je ocenjena temeljna vrednost negativna, zaradi negativnih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, rezultat v teh primerih ni smiseln. Negativne proste denarne tokove imajo podjetja s slabšimi rezultati poslovanja in podjetja, ki ne morejo dobiti novih kreditov za refinanciranje starih kreditov. Najvišjo ocenjeno vrednost ima podjetje Krka, d.d. (549.871.933,66 EUR), najnižjo ocenjeno pozitivno vrednost pa ima podjetje Iskra Avtoelektrika, d.d. (15.413,86 EUR).

Poleg tega smo za vsako od izbranih podjetij izračunali tudi tržno vrednost. Vsaka stvar, tudi podjetje, v primeru prodaje, je vredno le toliko, kot je nekdo pripravljen plačati zanj. Zato smo našo tržno vrednost izračunali kot število delnic krat cena delnice.

S parnim t-testom smo želeli dokazati in s tem potrditi našo temeljno tezo, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost bolj odraža tržno vrednost kot pred krizo. Veljavnost teze smo preverjali s hipotezo, kjer smo trdili, da so temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006). Iz rezultatov prvega t-testa (podpoglavje 3.8.1) naše hipoteze nismo uspeli potrditi. Ugotovili pa smo z drugim parnim t-testom (podpoglavje 3.8.2), da so količniki (temeljna/tržna vrednost podjetij) v povprečju višji sedaj, v času krize (2011), kot pred krizo (2006), torej, da je tržna vrednost

podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo podjetij manjša v času krize (2011) kot pred krizo (2006), kar pomeni, da so bila podjetja v času pred krizo precenjena oziroma v času krize podcenjena.

Poznavanje temeljne vrednosti podjetja je ključnega pomena za: a) prevzeme, združitve, prodaje in nakupe podjetja ali njegovega dela, dokapitalizacije, delitve in oddelitve, izstope družbenikov, managerske odkupe in odkupe z zadolžitvijo, b) investicijske odločitve, c) računovodsko poročanje, d) davčne namene, e) sodne spore. Zavedati pa se je potrebno, da ocenjena temeljna vrednost podjetja temelji na mnogih predpostavkah, na katere lahko vpliva pristranskost ocenjevalca, predvsem, če gre za majhen finančni trg in s kratko zgodovino, kjer niso na voljo podatki daljšega časovnega obdobja.

LITERATURA IN VIRI

Literatura

- Brigham, E. F. in M. C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management: Theory and Practice*. Masson, OH: South-Western.
- Damodaran, Aswath. 2006. *Domodoran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance. Druga izdaja*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Fiducari. 2009. *Razlogi za vrednotenje podjetij*. [Http://www.fiduciaria-si.eu/podrocja_svetovanja](http://www.fiduciaria-si.eu/podrocja_svetovanja) (10. 7. 2012).
- Fires. 2009. *Vrednost podjetja*. [Http://www.fires.si/vrednotenje_podjetij.html](http://www.fires.si/vrednotenje_podjetij.html) (4. 8. 2012).
- Gubo, Luka. 2012. *Nam knjigovodska vrednost podjetja kaj pove glede donosov?* [Http://www.finance.si/blog?id=29&post=1174](http://www.finance.si/blog?id=29&post=1174) (10. 4. 2012).
- Kadunc, Igor. 2008. *Koliko je vredno podjetje?* [Http://www.podjetnik.si/default.asp?KatID=387&ClanekID=3987](http://www.podjetnik.si/default.asp?KatID=387&ClanekID=3987) (15. 7. 2012)
- Kupnik, Tomaž. 2011. *Nezadosten denarni tok*. [Http://www.nlb.si/banko-zanima-vas-denarni-tok-zakaj](http://www.nlb.si/banko-zanima-vas-denarni-tok-zakaj) (10. 9. 2012).
- Nastav, Bojan. 2011. *Statistika v ekonomiji in financah*. Koper: Fakulteta za management.
- NLB. 2012. *Vrednotenje podjetij*. [Http://www.nlb.si/vrednotenje-podjetij](http://www.nlb.si/vrednotenje-podjetij) (15. 4. 2012).
- Norberg, Johan. 2009. *Financial fiasco : How America's infatuation with homeownership and easy money created the economic crisis*. Washington: Cato Institute.
- Petavs, Stane. 2011. *Ali je prodajna vrednost vašega podjetja odvisna od kuharja?* [Http://www.finance.si/325642/Ali-je-prodajna-vrednost-va%C5%A1ega-podjetja-odvisna-od-kuharja](http://www.finance.si/325642/Ali-je-prodajna-vrednost-va%C5%A1ega-podjetja-odvisna-od-kuharja) (27. 5. 2012).
- Stockopedia. 2012. *Vrednost delnic*. [Http://www.stockopedia.co.uk/content/how-does-the-dividend-discount-model-value-stocks-67455/](http://www.stockopedia.co.uk/content/how-does-the-dividend-discount-model-value-stocks-67455/) (7. 7. 2012)
- Stubelj, Igor. 2010. *Vrednotenje podjetij na podlagi pričakovanih dobičkov*. Koper: Fakulteta za management.

Viri

- Abanka Vipa, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.abanka.si/sys/cmsres.aspx?FileId=354008](http://www.abanka.si/sys/cmsres.aspx?FileId=354008) (10. 6. 2012)
- Aerodrom Ljubljana, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.lju-airport.si/o-podjetju/informacije-za-vlagatelje/financna-porocila/?url=/o-podjetju/informacije-za-vlagatelje/financna-porocila/&ID=&fName=vsebina.asp&IDM=70](http://www.lju-airport.si/o-podjetju/informacije-za-vlagatelje/financna-porocila/?url=/o-podjetju/informacije-za-vlagatelje/financna-porocila/&ID=&fName=vsebina.asp&IDM=70) (10. 6. 2012)
- Bizi. 2012. *Poslovni imenik*. [Http://www.bizi.si/](http://www.bizi.si/) (6. 6. 2012).
- Delo prodaja, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.bizi.si/prenesi-datoteko.aspx?5Cz7e4bkYTTqkwHj5lbfyXkWBf7F566rFv7O/EqfTc8FUHN6x+d8hWzzObVccL0BT0/uUe1MkkY73iDOLM7ECXO5MQLNxQSPPF0oiIDTBP7vVc/05+KCKQ4ff1/qPBf](http://www.bizi.si/prenesi-datoteko.aspx?5Cz7e4bkYTTqkwHj5lbfyXkWBf7F566rFv7O/EqfTc8FUHN6x+d8hWzzObVccL0BT0/uUe1MkkY73iDOLM7ECXO5MQLNxQSPPF0oiIDTBP7vVc/05+KCKQ4ff1/qPBf) (10. 6. 2012)
- Damodaran. 2007a. *Beta 2006*. [Http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betas06.xls](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/betas06.xls) (15. 6. 2012).

- Damodaran. 2007b. *Tržna premija za tveganje 2006*. [Http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem06.xls](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/ctryprem06.xls) (20. 6. 2012).
- Damodaran. 2012a. *Beta 2011*. [Http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) (15. 6. 2012).
- Damodaran. 2012b. *Tržna premija za tveganje 2011*. [Http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) (20. 6. 2012).
- Etol, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.bizi.si/FRUTAROM-ETOL-D-O-O/letna-porocila/](http://www.bizi.si/FRUTAROM-ETOL-D-O-O/letna-porocila/) (5. 6. 2012)
- Evro. 2006. *Menjalni tečaj EUR-SIT*. [Http://www.evro.si/o-evru/uedba-evra/koncni-menjalni-tecaj/index.html](http://www.evro.si/o-evru/uedba-evra/koncni-menjalni-tecaj/index.html) (11. 7. 2012).
- Evropska komisija. 2012. *Priporočena inflacija v EU*. [Http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/inflation/how_sl.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/inflation/how_sl.htm) (25. 7. 2012)
- FRED. 2012. *Netvegana donosnost*. [Http://research.stlouisfed.org/fred2/series/TP30A29](http://research.stlouisfed.org/fred2/series/TP30A29) (20. 6. 2012).
- Gorenje, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.gorenjegroup.com/si/filelib/letno_porocilo_2011/lp_2011.pdf](http://www.gorenjegroup.com/si/filelib/letno_porocilo_2011/lp_2011.pdf) (5. 6. 2012)
- Intereuropa, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.intereuropa.si/index.php?page=reports&item=13](http://www.intereuropa.si/index.php?page=reports&item=13) (5. 6. 2012)
- Iskra Avtoelektrika, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.iskra-ae.com/grafi/Letno_porocilo_2011.pdf](http://www.iskra-ae.com/grafi/Letno_porocilo_2011.pdf) (5. 6. 2012)
- Istrabenz, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.istrabenz.si/pripone/783/ISTRABENZ%20Letno%20poro%C4%8Dilo%202011%20www.pdf](http://www.istrabenz.si/pripone/783/ISTRABENZ%20Letno%20poro%C4%8Dilo%202011%20www.pdf) (4. 6. 2012)
- Kompas MTS, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.google.si/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB4QFjAA&url=Http%3A%2F%2Fseonet.ljse.si%2Ffile.aspx%3FAttachmentID%3D27642&ei=3s9RUNaMKM73sgaTkYGYAQ&usg=AFQjCNE9NpAX6yiNvrPoDnZ0r2OEpnFykA](http://www.google.si/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB4QFjAA&url=Http%3A%2F%2Fseonet.ljse.si%2Ffile.aspx%3FAttachmentID%3D27642&ei=3s9RUNaMKM73sgaTkYGYAQ&usg=AFQjCNE9NpAX6yiNvrPoDnZ0r2OEpnFykA) (5. 6. 2012)
- Krka, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.krka.si/media/doc/si/za_vlagatelj/2012/KRKA%20Letno%20porocilo%202011.pdf](http://www.krka.si/media/doc/si/za_vlagatelj/2012/KRKA%20Letno%20porocilo%202011.pdf) (10. 6. 2012)
- LJSE. 2011. *Tržna kapitalizacija Ljubljanske borze*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=15136](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=15136) (4. 8. 2012)
- LJSE. 2012. *Arhiv vrednosti indeksov*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=vDosywez3KCpxxx2](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=vDosywez3KCpxxx2) (10.6.2012).
- Luka Koper, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.luka-kp.si/pripone.asp?ID=3116](http://www.luka-kp.si/pripone.asp?ID=3116) (5. 6. 2012)
- Market cap. 2012. *Tržna kapitalizacija ameriškega trga*. [Http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD](http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD) (12. 7. 2012).
- Mercator, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.mercator.si/file/9477200/letno-poroilo-skupine-mercator-za-letno-2011.pdf](http://www.mercator.si/file/9477200/letno-poroilo-skupine-mercator-za-letno-2011.pdf) (5. 6. 2012)
- Mlinotest, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=26796](http://seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=26796) (4. 6. 2012)
- Moodys. 2012. *Bonitetne ocene*. [Http://www.moodys.com](http://www.moodys.com) (22. 7. 2012).

- MWatch. 2012. *Index*. [Http://www.marketwatch.com/investing/index/nya](http://www.marketwatch.com/investing/index/nya) (10.6.2012).
- Nasdaq. 2011. *Ameriški delniški trg*. [Http://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ](http://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ) (3. 6. 2012)
- Nika, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. Seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=26325 (5. 6. 2012)
- NKBM, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.nkbm.si/downloadfile.aspx?fileid=2516](http://www.nkbm.si/downloadfile.aspx?fileid=2516) (6. 6. 2012)
- Petrol, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/letno_porocilo_2011_0.pdf](http://www.petrol.si/sites/www.petrol.si/files/letno_porocilo_2011_0.pdf) (5. 6. 2012)
- Pivovarna Laško, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.pivo-lasko.si/uploads/media/LETNO_POROCILO_2011_Skupina_Lasko.pdf](http://www.pivo-lasko.si/uploads/media/LETNO_POROCILO_2011_Skupina_Lasko.pdf) (10. 6. 2012)
- Pozavarovalnic Sava, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.sava-re.si/media/objave/dokumenti/2011/Letno_porocilo_2011_final.pdf](http://www.sava-re.si/media/objave/dokumenti/2011/Letno_porocilo_2011_final.pdf) (5. 6. 2012)
- Salus, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. Seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=26738. (4. 6. 2012)
- Sava, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.sava.si/images/pdf/Letno_porocilo_SAVA_2011.pdf](http://www.sava.si/images/pdf/Letno_porocilo_SAVA_2011.pdf) (10. 6. 2012)
- Telekom, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.telekom.si/_files/2198/TS-2012-SLO-PDF-070612-LINK.pdf](http://www.telekom.si/_files/2198/TS-2012-SLO-PDF-070612-LINK.pdf) (10. 6. 2012)
- Terme Čatež, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.bizi.si/TERME-CATEZ-D-D/letna-porocila/](http://www.bizi.si/TERME-CATEZ-D-D/letna-porocila/) (4. 6. 2012)
- UMAR. 2007. *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2007*. [Http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/jesen07/jn_07.pdf](http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/jesen07/jn_07.pdf) (10. 7. 2012)
- UMAR. 2012. *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2012*. [Http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/napovedi/jesen/2012/JNGG_2012.pdf](http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/napovedi/jesen/2012/JNGG_2012.pdf) (10. 10. 2012)
- Unior, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.unior.si/cgi-bin/cms.cgi?att=28362&sid=TcRuFj0qCBetxkcC](http://www.unior.si/cgi-bin/cms.cgi?att=28362&sid=TcRuFj0qCBetxkcC) (5. 6. 2012)
- Zavarovalnica Triglav, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. Seonet.ljse.si/file.aspx?AttachmentID=26566 (10. 6. 2012)
- Žito, d.d. 2011. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.zito.si/fileadmin/template/main/files/letna_porocila/Zito_LP_2011_2012_05_24.pdf](http://www.zito.si/fileadmin/template/main/files/letna_porocila/Zito_LP_2011_2012_05_24.pdf) (4. 6. 2012)