

Telekom Srbija: Tehnike relativnog vrednovanja

Autor: Draženko Lukač

Preduzeća koja posluju u sektoru telekomunikacija su karakteristična po tome što generišu gotovinu u velikom obimu, što je u velikoj meri posledica i njihovog kratkog gotovinskog ciklusa ili preciznije rečeno neto novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti su posledica ne samo profitabilnog poslovanja već i *efikasnosti* koja se ogleda u novčanim tokovima kreiranim iz promena na neto obrtnom kapitalu. U ovo se vrlo lako možemo uveriti uvidom u tabelu gde su predstavljeni i odnosi neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti i neto dobitka. Sva preduzeća iz našeg uzorka osim Ukrtelekoma imaju ovaj pokazatelj veći od 1. Medijana ovog pokazatelja za uzorak je 2,42 a Telekom Srbija ima ovaj pokazatelj veći od medijane uzorka i on iznosi 3,30.

Ova karakteristika telekomunikacijskih preduzeća nas je navela da u okviru relativnog vrednovanja uključimo i racio P/CF koji predstavlja odnos tržišne cene po akciji i neto novčanog toka iz poslovanja po akciji, iako se u praksi mnogo češće koriste sledeći pokazatelji: EV/ Prihodi, EV/EBITDA, P/E, i P/B. U zaključnom vrednovanju ćemo svakom pokazatelju na osnovu koeficijenta determinacije dodeliti odgovarajući ponder. U vrednovanju ćemo se koristiti uslovljenim tržišnim množiocima ocenjenim pomoću regresione jednačine, kao i medijanom tržišnih pokazatelja dobijenim na osnovu uzorka od 17 preduzeća. Nakon toga ćemo obračunate vrednosti pomnožiti u ovom slučaju sa neto novčanim tokovima iz poslovanja preduzeća predmeta naše analize ostvarenim u 2012. godini. Podatak je preuzet iz konsolidovanog finansijskog izveštaja preduzeća predmeta naše analize.

U relativnom vrednovanju se mogu koristiti istorijske vrednosti, predviđene vrednosti, vrednosti obračunate na osnovu podataka iz poslednja četiri kvartala, kao i tekuće vrednosti (vrednosti obračunate na osnovu podataka iz poslednjeg godišnjeg izveštaja). Ove poslednje smo i mi koristili. Za ovo smo se odlučili vršeći grubu aproksimaciju i ako bi možda istorijska distribucija pokazala trenutnu potcenjenost, prepostavljaajući da je ta potcenjenost kompenzovana u našem slučaju sa neophodnim diskontnom za utrživost koji bi za preduzeće predmet naše analize bio svakako nužan. Rezultati dobijenim relativnim vrednovanjem u većini slučajeva predstavljaju standard fer tržišne vrednosti manjinskog interesa (ponekad se u uzorku mogu nalaziti preduzeća koja već imaju ugrađenu premiju za preuzimanje). Mi smo koristili premiju za preuzimanje od 27% što predstavlja prosečnu vrednost za ovaj sektor u poslednjih 12 meseci. Kurs evra koji smo koristili je 114.1871 RSD i to je njegova srednja vrednost na dan 23.08. 2013. Rezultati dobijeni na osnovu ovih pretpostavki su prikazani u sledećoj tabeli.

Tabela P/CF racio

Ime uporedivog preduzeća	Novčani prinos na ekviti – x u koef.	P/CF – y u koef.	CFO/Neto dobitak u koef.
Turk Telekomunikasyon AS (TTKOM : Istanbul)	0.59	11.3	1.36
Telekom Austria Ag (TKA : Vienna)	1.22	2.5	10.11
Hellenic Telecommun Organiza (HTO : Athens)	0.62	2.8	2.45
Talktalk Telecom Group (TALK : London)	0.65	9.1	2.87
Mobistar Sa (MOBB : EN Brussels)	0.83	2.3	1.68
Telenor Asa (Tel : Oslo)	0.29	7.0	2.38

Swisscom Ag-Rg (SCMN : SIX Swis Ex)	1.00	6.1	2.42
Telecom Italia Spa (TIT : Borsa Italia MTA)	0.34	6.9	-5.10
Deutsche Telekom Ag-Reg (DTE : Xetra)	0.39	3.2	-2.58
Telekkomunikacija Polska Sa (TPS : WSE)	0.14	8.7	2.22
Ukrtelekom PAT (UTLM : PFT)	0.25	2.1	0.50
Magyar Telekom (MTELEKOM : BUD)	0.31	2.2	3.94
Portugal Telecom SGPS SA (PTC : LIS)	0.61	1.6	6.84
Rostelekom OAO (RTKM : MCH)	0.37	3.5	2.68
Telefonica Czech Republic (BAATELEC : PRA)	0.27	5.4	2.54
Hrvatski telekom (HT-R-A : ZSE)	0.29	4.9	1.76
Telekom Slovenije (TLSG)	0.27	3.3	5.10
Medijana	0.37	3.5	2.42
b0	5.473346701		
b1	-1.20578219		
y=b0+bixi	5.145131509		
Korelacija	-0.124153489		
Koeficijent determinacije	0.015414089	medijana	
Indikativna vrednost sopstvenog kapitala u €	1,826,118,612	1,244,495,173	
Vrednost kapitala sa premijom za preuzimanje u €	2,319,170,638	1,580,508,869	

U nastavku ćemo pomoću sledećih tržišnih racio brojeva aproksimirati grubu ocenu vrednosti preduzeća Telekom Srbija:

$$P/E \text{ racio} = \frac{\text{Tržišna cena po akciji}}{\text{Neto dobitak po akciji}};$$

do ukupne vrednosti sopstvenog kapitala preduzeća pomoću ovog pokazatelja dolazi se na taj način što se on pomnoži sa neto dobitkom preduzeća.

Tabela: P/E ratio

Tržišni ratio broj	Očekivana stopa rasta ¹	Neto dobitak Telekom Srbija za 2013 godinu u 000 rsd	Ukupna vrednost sopstvenog kapitala Telekom Srbija u evrima ²	Očekivana stopa rasta za Telekom Srbija
Predviđeni P/E ratio Evropa Januar 2014 = 19,16	6,56%	15,699,672	2,464,158,282	?
Predviđeni P/E ratio Tržišta u nastajanju Januar 2014 = 16,40	9,79%	15,699,672	2,109,196,025	?

$$\text{P/B ratio} = \frac{\text{Tržišna cena po akciji}}{\text{Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala po akciji}};$$

do ukupne vrednosti sopstvenog kapitala preduzeća pomoću ovog pokazatelja se dolazi na taj način što se on pomnoži sa knjigovodstvenom vrednošću sopstvenog kapitala preduzeća.

Tabela P/B ratio

Tržišni ratio broj	ROE ³	Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala Telekom Srbija na dan 31.12.2013 godinu u 000 rsd	Ukupna vrednost sopstvenog kapitala Telekom Srbija u evrima ⁴	ROE za Telekom Srbija 2013. godina
P/B ratio Evropa Januar 2014 = 1,96	8,44%	143,093,095	2,297,509,234	11,23%
P/B ratio Tržišta u nastajanju Januar 2014 = 1,59	11,55%	143,093,095	1,863,795,756	11,23%

$$\text{P/S ratio} = \frac{\text{Tržišna cena po akciji}}{\text{Prihodi po akciji}};$$

do ukupne vrednosti sopstvenog kapitala preduzeća pomoću ovog pokazatelja se dolazi na taj način što se on pomnoži sa prihodima preduzeća.

¹ Varijabla koja ima najveći uticaj na ovaj pokazatelj. Očekivana stopa rasta u ovom slučaju se odnosi na narednih pet godina.

² Kurs evra 122,0724 na dan 11.12.2014.

³ Varijabla koja ima najveći uticaj na ovaj pokazatelj -Return on Equity (ROE) - stopa prinosa na sopstveni kapital

⁴ Kurs evra 122,0724 na dan 11.12.2014.

Tabela P/S racio

Tržišni racio broj	Stopa neto dobitka ⁵	Poslovni prihodi za Telekom Srbija 2013 godina u 000 rsd	Ukupna vrednost sopstvenog kapitala Telekom Srbija u evrima ⁶	Stopa neto dobitka za Telekom Srbija 2013. godina
P/S racio Evropa Januar 2014 = 1,10	4,18%	116,681,997	1,051,426,831	13,46%
P/S racio Tržišta u nastajanju Janauar 2014 = 1,28	7,33%	116,681,997	1,223,478,494	13,46%

Telekom Srbija ima znatno veću stopu neto dobitka od proseka za uporediva preduzeća u 2013. godini pa ovom pokazatelju treba dati najmanji značaj, i ako je P/S racio pokazatelj koji se često koristi prilikom vrednovanja kompanija iz telekomunikacijskog sektora.

O tehnikama relativnog vrednovanja kao i ostalim modelima vrednovanja kompanija i specifičnim problemima vrednovanja u Republici Srbiji možete više saznati na treningu:

Vrednovanje kompanije - procenite realnu vrednost vaše kompanije

u organizaciji **MNG Centra**. Ovaj trening je moguće organizovati i u in house varijanti.

Izvori:

Lukač,D, (2012), "Tehnike relativnog vrednovanja", Računovodstvo, br. 9-10, str. 44-58.

www.apr.gov.rs
www.bloomberg.com
www.investing.businessweek.com
www.markets.ft.com
www.ljse.si
www.mojedionice.com
www.nbs.rs
www.unience.com
www.S&PCapitalIQ.com

⁵ Varijabla koja ima najveći uticaj na ovaj pokazatelj.

⁶ Kurs evra 122,0724 na dan 11.12.2014.