

Mag. Ivan Kebrič

Ni vse zlato, kar se sveti – regresijska beta in alternative

All that glitters is not gold – Regression beta and alternatives

POVZETEK ● Vrednost podjetja je pogosto enaka sedanji vrednosti pričakovanih denarnih tokov, ki naj bi jih podjetje ustvarilo v obdobju svojega poslovanja. Pri ocenjevanju diskontne mere je eden od pomembnih elementov parameter beta. Običajno vrednost tega parametra ocenjujemo z regresijsko analizo, pri čemer primerjamo donos delnice z donosom borznega indeksa. Ocene parametra beta na tak način so pogosto slabe in imajo velike standardne napake ocene. V članku so prikazani različni načini ocenjevanja parametra beta za nekatera slovenska podjetja.

Ključne besede ● bilanca stanja, denarni tok, diskontna mera, dobiček iz poslovanja, dolg, investicije, knjigovodska vrednost, lastniški kapital, povprečni tehtani strošek kapitala, prihodki, rast, tržna kapitalizacija

SUMMARY ● The value of a firm is usually equal to the present value of expected future cash flows generated by the firm. One of the critical inputs in estimating the discount rate is the beta parameter. The conventional estimate of this parameter is regressing stock returns against the market index. The beta estimate in this case is often noisy and has large standard errors. The article presents different ways of estimating the beta parameter for some Slovenian companies.

Key words ● balance sheet, cash flow, discount rate, earnings before interest and taxes, debt, capital expenditures, book value, equity, weighted average cost of capital, revenues, growth, market capitalization

Črt Lenarčič, Robert Zorko, Uroš Herman in Simon Savšek

Econometric model for house price forecast

Ekonometrični model za napovedovanje gibanja cen nepremičnin

SUMMARY ● This paper presents a bayesian VAR model for house prices forecasting in Slovenia. The key findings of the paper are that the house prices in Slovenia are driven by

the following 6 variables: real housing investment, real average net wage, unemployment rate, real construction costs, real gross domestic product, and real housing interest rate. The applied econometric framework predicts that the declining trends in Slovene housing market will probably come to a standstill. As the solid economic growth in Slovenia continues, presented econometric model predicts a positive but only gradual growth of house prices over the projection horizon. In addition, forecasting housing prices can become a necessary tool for a prudent implementation of macro-prudential regulation. Further development of econometric tools for predicting developments in Slovene housing market is necessary irrespective to the limitations posed by relatively short Slovene house-price time-series data.

Key words ● house prices forecast, Bayesian VAR

POVZETEK ● Gradivo predstavlja bayesijski model vektorske avtoregresije za napovedovanje gibanja cen nepremičnin v Sloveniji. Ključne ugotovitve so, da so cene nepremičnin v Sloveniji odraz obsega investicij v nepremičnine, povprečne neto plače, stopnje brezposelnosti, gradbenih stroškov, rasti slovenske ekonomske aktivnosti, merjene z bruto domačim proizvodom, ter obrestnih mer za stanovanjske kredite. Model ob napovedih zmerne rasti slovenskega gospodarstva nakazuje zaustavitev padanja cen nepremičnin in kaže na sicer le postopno okrevanje nepremičninskega trga. Napovedovanje gibanja cen nepremičnin lahko poleg tega predstavlja tudi pomembno orodje v izvajanju makrobonitetnega nadzora, zato je nadaljnji razvoj ekonometričnih orodij za napovedovanje gibanja cen nepremičnin potreben ne glede na omejitve, ki jih predstavljajo razmeroma kratke podatkovne časovne serije za cene nepremičnin v Sloveniji.

Ključne besede ● napovedovanje cen nepremičnin, bayesijski VAR

Dr. Igor Lončarski

Izzivi uporabe netvegane donosnosti v razmerah izjemno nizkih ali negativnih obrestnih mer

The challenges of using a risk-free rate of return in the conditions of extremely low or negative interest rates

POVZETEK ● Tradicionalno vprašanje netvegane donosnosti ni bilo preveč kompleksno, o katerem ne bi bilo veliko nestrinjanja oz. dilem v praksi in/ali bi predstavljalo pomembno variabilnost pri določanju diskontne mere. Razmere zelo nizkih ali celo negativnih obrestnih mer so to bistveno spremenile. Uporaba različnih strokovno upravičenih načinov ocenjevanja in uporabe netvegane donosnosti tako v trenutnih razmerah lahko pripelje v precejšnjo variacijo končnih ocen vrednosti (ob vsem ostalem nespremenjenem). Paradoksalno torej možni načini ocenjevanja netvegane donosnosti v sedanjih razmerah predstavljajo pomemben element tveganja pri ocenjevanju vrednosti.

Ključne besede ● netvegana donosnost, nizke obrestne mere, ocenjevanje vrednosti, normalizacija

SUMMARY ● Traditionally, the question of the risk-free rate of return did not represent a complex issue that would spur substantial disagreement in practice and/or represent an important source of variation in the discount rate estimation. The conditions of extremely low or negative interest rates have changed this substantially. In the current conditions, the use of various professionally justifiable approaches to the estimation and use of the risk-free rate can lead to a sizeable variation in valuation estimates (all else equal). Therefore, it is a paradox of its own that the estimation of the risk-free rate in the current conditions represents an important element of risk in the valuation.

Key words ● risk-free rate of return, low interest rates, valuation, normalization

Mag. Karin Lušnic

Novi Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2017

New International Valuation Standards 2017

POVZETEK ● Januarja 2017 je Odbor za Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti objavil nove standarde z naslovom Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2017, z datumom obvezne uporabe 1. julija 2017. Gre za nove standarde (ne samo za dopolnitev do sedaj veljavnih MSOV 2013), ki uvajajo pomembne vsebinske spremembe. Glede na to, da so MSOV-ji, v skladu s Hierarhijo pravil ocenjevanja vrednosti obvezni za vse pooblaščenec ocenjevalce vrednosti, je za ocenjevalce in uporabnike ocen vrednosti pomembno poznavanje in razumevanje novih zahtev MSOV 2017. Ker pa so sestavni del Hierarhije pravil ocenjevanja vrednosti tudi SPS-ji (ki so trenutno vezani na MSOV 2013), poudarjamo, da zna uvedba MSOV 2017 vplivati tudi na zahtevo po spremembah oziroma vsebinskih uskladitvah določenih SPS-jev.

Ključne besede ● MSOV 2017, Odbor za Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti, MSOV 2017: Podlage za sklepanje

SUMMARY ● In January 2017, IVSC published new International Valuation Standards 2017, with the effective date of 1. July 2017. IVS 2017 are new valuation standards (and not only amendments to IVS 2013), introducing significant conceptual changes. IVS standards are part of the hierarchy of valuation principles and as such mandatory for all Slovene certified appraisers. Consequently, their understanding is expected by appraisers (and by users of valuation reports). Additionally and because of the above (IVS being integral part of the hierarchy of valuation principles), new IVS 2017 might also trigger the required changes or amendments to other documents that are part of the hierarchy of valuation principles.

Key words ● International Valuation Standards 2017, IVS 2017, International Valuation Standards Council, IVS 2017: Basis for Conclusion

Vid Pajič

Delniški nepremičninski skladi – investicijski proces

Equity Real estate funds – investment proces

POVZETEK ● *Nepremičninski delniški skladi so priročna investicija, ki investitorjem omogoča, da se izpostavijo nepremičninskemu trgu z manjšim vložkom, vendar je njihova naložba vseeno dobro razpršena. Da pa je investitorjem to omogočeno, je pomembno obvladovati postopek izbora naložb. Pri sestavi portfelja v delniški nepremičninski sklad je že zaradi same narave panoge in posebne oblike nepremičninskih podjetij, ki se ukvarjajo z vlaganjem in upravljanjem fizičnih nepremičnin, treba paziti na nekatere posebnosti. Če pogledamo globalni delniški indeks nepremičnin S&P (SGR Index), opazimo, da več kot 80 % tržne kapitalizacije predstavljajo REIT-i. Zaradi posebne davčne obravnave teh podjetij so posebni tudi kazalci in količniki, ki jih spremljamo za ta podjetja. Za vrednotenje delnic tako uporabljamo količnika cena/FFO na delnico in cena/AFFO na delnico. Teh razmerij načeloma ne spremljamo pri nobeni drugi obliki podjetja razen pri REIT-ih. Nadpovprečno pomembno vlogo ima tudi ocenjevanje dividend in njihove vzdržnosti ter nadaljnje rasti. Zaradi različnosti poslovanja in konstrukcijskega cikla, karakteristik pogodb ter načinov vlaganja v nepremičnine je potrebno poglobljeno razumevanje in poznavanje razlik ter posebnosti podsektorjev. Kljub ostalim posebnostim pa se metode za merjenje in obvladovanje tveganj na ravni portfelja ne razlikujejo od tistih, ki jih uporabljamo za ocenjevanje tveganj pri ostalih delniških portfeljih.*

Ključne besede ● *nepremičnine, investicijski sklad, izbor delnic, investicijski proces, REIT*

SUMMARY ● *Real estate equity funds are a convenient investment that allows investors to be exposed to the real estate market with a smaller investment but still well diversified. To be able to offer that to investors, it is important to manage the process of selecting investments. When composing the portfolio of an equity real estate fund, we must pay attention to some specifics due to the very nature of the sector and specific forms of real estate companies engaged in the investment and management of physical real estates. If we take look at the S&P global real estate stock index (SGR Index), we can observe that REIT's stocks represent more than 80 % of the market capitalization. Due to the specific tax treatment of these firms, the indicators and ratios that are monitored are also specific for the sector. The valuation of the shares are preformed by using the ratios: price/FFO per share and price/AFFO per share. These ratios are generally not observed for any other company, with the exception of REIT's. Evaluation of dividends, their sustainability and growth, also has an important role. The diversity of both business and structural cycle characteristics of lease contracts and approaches to investing in real estate require in-depth knowledge and understanding of the differences and specifics between subsectors. Despite other specifics, methods for measuring and managing risk at the portfolio level are not different from those used for monitoring the risks of other equity portfolio.*

Key words ● *real estate, investemnt fund, stock pick, investment process, REIT*

Slavko Stošicki

Ocenjevanje programske opreme

Valuation software

POVZETEK ● Programska oprema je postala pomemben del poslovnih procesov. Pri ocenjevanju se pooblaščen ocenjevalci soočajo z vprašanjem, ali je v registru OS treba oceniti uporabniško programsko opremo ali programsko opremo, ki predstavlja prodajni produkt podjetja. Pri uporabniški programski opremi, do katere ima podjetje pravico do uporabe (licenco), bo ocenjevalec vrednosti pri ocenjevanju uporabil način primerljivih prodaj. Pri ocenjevanju programske opreme kot prodajnega izdelka pa gre za kompleksno nalogo, v kateri sodelujejo ocenjevalci različnih strokovnih področij ter specialisti. V referatu je poudarek na oceni vrednosti programskega izdelka ERP s poudarkom na nabavnovrednostnem načinu, načinu tržnih primerjav in modelu COCOMO II.

Ključne besede ● programska oprema, ocenjevanje, osnovna sredstva, uporabniški programi, programi ERP, način tržnih primerjav, nabavnovrednostni način, analitično-stroškovni model, model cocomo II, sloc, delphi, platforma, programer, ocenjevalec, specialist

SUMMARY ● Software has become an important part of business process. In the phase of valuation, the authorised appraiser faces different types of intangible assets recorded in the asset register, such as user software or software that represents a sales product of a company. In case of user software, the company has a right of usage (licence). In that case, the appraiser would use the market approach as a method of valuation. Appraising a software as a sales product of a company, however, becomes a complex task involving different types of appraisers and consultants. This article is focused on appraising the ERP software with emphasis on cost value approach, market value approach as well as COCOMO II model.

Key words ● Software, appraising, fixed assets, user software, ERP software, market approach, cost approach, analytical cost model, cocomo II model, sloc, delphi, platform, developer, appraiser, specialist