



[PRIVLAČNOSTI] Hrvaška se približuje EU, Poljska in Albanija sta se izognili recesiji, Turčija in Slovaška bosta najhitreje rasli

Prebujanje vzhodne Evrope

Jure Ugovšek, Karel Lipnik
finance@finance.si

Poznavalce kapitalskih trgov in gospodarstva južne in vzhodne Evrope smo vprašali, kateri trg v regiji se jim zdi najbolj obetaven.

Po mnenju Irene Lavrenčič, vodje upravljanja pri Publikumu, je v regiji najperspektivnejša Poljska, ki kot edina na tem območju dosega gospodarsko rast. »Zaradi zaprtega gospodarstva, ki temelji na domačem povpraševanju, se je Poljska izognila recesiji. Nima težav s prezadolženostjo, za krpanje proračunskega primanjkljaja pa namerava odprodati del državnega premoženja v večjih podjetjih. Ker tujci kupujejo tamkajšnje vrednostne papirje in ker se pričakuje višanje obrestnih mer, bo poljska valuta verjetno aprecirala. Za vlagatelje evrskega območja bo Poljska zanimiva zaradi gibanja trga in valute,« svojo izbiro razlaga Lavrenčičeva.

Hrvaška pred vstopom v EU

Na vstopanje južne sosede Hrvaške v Evropsko unijo lahko gledamo tudi kot naložbeno priložnost, pravi Daniel Medved iz NKBM. Kot razlaga, so delniški trgi vseh držav, ki so se pridruži-

le Uniji, med vstopanjem rasli. Posameznikom, ki se odločajo za trge tako imenovane nove Evrope, priporoča, naj naložbe razpršijo tudi na druge delniške trge, kot so srbski, bosenski, makedonski, bolgarski in romunski. Pri Abanki DZU pri upravljanju skladov spremljajo trge nekdanje Jugoslavije, Romunije, Bolgarije, Turčije in Grčije. Tudi njim se zdi zaradi najvišje potencialne donosnosti zanimiva Hrvaška, ob tem pa predlagajo tudi Turčijo in Grčijo, ki sta za nameček še večja in bolj likvidna trga od preostalih.

Manjše politično tveganje v Srbiji?

Pri KD Banki pa kot najbolj perspektivni trg vzhodne in južne Evrope vidijo Srbijo. Analitik družbe Bojan Ivanc pričakuje, da se bo v tej državi zmanjšalo politično tveganje. Kot pozitivno vidi še majhno zadolženost in pričakovano podporo, tako z vzhoda kot zahoda, če bi se razmere zaostrole. »Dodatno priložnosti vidim v stimulatívni podjetniški zakonodaji, saj lahko podjetja po novem brezplačno pridobijo zemljišča za svoje dejavnosti ob določenih pogojih zaposlovanja novih delavcev. Zaradi nizke penetracije domačih institucionalnih vlagateljev na borzi in majhnega obsega

domačih sredstev v upravljanju vzajemnih skladov bi se ob večjem zaupanju na trgu močno povečala trenutno simbolična likvidnost,« pravi Ivanc.

Turčija bo okrevala najhitreje

Po letošnjih hudih gospodarskih padcih si bo prihodnje leto gospodarsko opomogla tudi večina držav vzhodne Evrope. Povprečna gospodarska rast sicer ne bo občutneje odstopala od rasti EU, a razlike med posameznimi državami so izjemno velike.

Pogledali smo, kaj Mednarodni denarni sklad (MDS), Eurostat in Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) napovedujejo vzhodnoevropskim in balkanskim gospodarstvom. Napovedi MDS in Eurostata so iz prejšnjega meseca, OECD pa je večino napovedi za ta del Evrope dal še sredi junija, ko še niso bili znani podatki o gospodarski aktivnosti v drugem četrtletju in poletnih mesecih.

Poljaki in Albanci brez krize

Najuspešnejša v času krize bo Poljska, ki ji je sicer OECD za letos napovedal skromni padec, kar pa je nerealna ocena. Po napovedih MDS in Eurostata bo gospodarska rast Poljske

Stran / Page: 2

Doseg / Reach: 53000

Država / Country: SLOVENIA

Površina prispevka / Size: 988 cm2

2 / 4

letos dosegla med ena in 1,2 odstotka, prihodnje leto pa naj bi to gospodarstvo proizvedlo še okoli dva odstotka več. Poleg Poljske bo med vsemi gospodarstvi tega območja letos vsaj nekoliko zrasla le še Albanija. Gospodarstvo te države je sicer še močno nerazvito in tudi njihova borza vrednostnih papirjev obstaja bolj ali manj le formalno. Toda gospodarska rast v tem in prihodnjem letu naj bi po napovedih MDS skupno dosegla skoraj tri odstotke. Gospodarska rast v tekočem letu naj bi bila okoli 0,7 odstotka, prihodnje leto pa 2,2 odstotka.

Če pogledamo samo prihodnje leto, pa naj bi si najbolj opomogla Turčija, ki bo po letošnjem več kot šestodstotnem upadu gospodarske aktivnosti v letu 2010 proizvedla tri odstotke več kot letos. MDS jim napoveduje celo 3,7-odstotno rast. Enako rast MDS v letu 2010 napoveduje tudi Slovaški. Eurostatove napovedi so za obe državi bolj zadržane. Lepo rast naj bi prihodnje leto dosegli še Ukrajina in Rusija, ki naj bi gospodarsko zrasli za 2,6 do 2,7 odstotka. Rusiji je na primer OECD sredi leta napovedoval kar 3,7-odstotno rast v prihodnjem letu, a je MDS v svoji zadnji napovedi precej bolj zadržan. Surovinske zaloge so ob šibkem finančnem sektorju, kot kaže, premalo. Rusko gospodarstvo se bo po napovedih MDS letos skrčilo za 7,5 odstotka, prihodnje leto pa naj bi doseglo le skromno 1,5-odstotno rast.

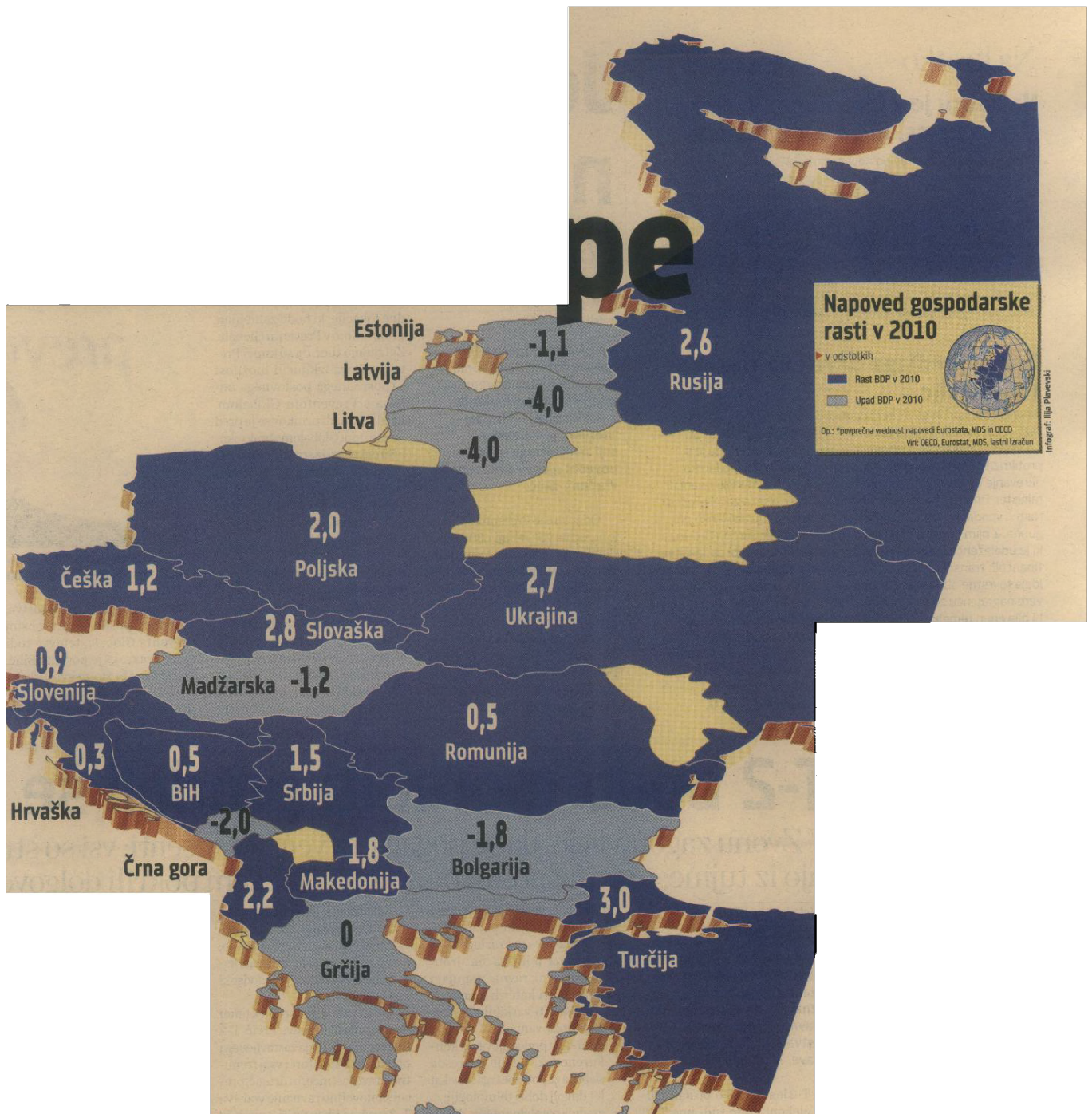
LETOŠNJE RASTI BORZNIH INDEKSOV

	IME INDEKSA	V ODSOTOKIH
Turčija	ISE 100	74,84
Makedonija	MIB10	65,05
Romunija	BET	54,24
Grčija	ASE	51,21
Črna gora	Moste	49,69
Srbija	Belex	37,98
Bolgarija	Sofix	23,38
Hrvaška	Crobex	23,13
Slovenija	SBI20	17,92
BiH	Sasex	-6,40
Litva	OMXV	54,36
Estonija	OMXT	49,62
Latvija	OMXR	11,81
Madžarska	BUX	64,00
Poljska	WIG	41,49
Češka	PX	32,27
Slovaška	SAX	-19,47
Rusija	RTSI	111,67
Ukrajina	UX	97,50

Vir: Bloomberg

Baltik zamrznjen Albaniji: tudi leta 2010

V hudih težavah bodo tudi prihodnje leto še vse baltske države. BDP Litve in Latvije naj bi se po letošnjem 18-odstotnem zmanjšanju prihodnje leto skrčil še za štiri odstotke. Estonija, ki bo letos ustvarila 14 odstotkov manj kot lani, pa se bo prihodnje leto gospodarsko zmanjšala še za odstotek. V recesiji bodo tudi prihodnje leto še Madžarska, Črna gora in Bolgarija. ●



Delnice z največjim potencialom na Balkanu

Domače upravljavce in analitike, ki pokrivajo delniške trge Balkana, smo vprašali, katere delnice pomenijo največjo naložbeno priložnost v regiji.



Irena Lavrenčič, Publikum PDU: Adris: ima več kot 350 milijonov evrov finančnih naložb

(veliko v obliki depozitov), kar pomeni 60 odstotkov tržne kapitalizacije. Delnice Adrisa trenutno kotirajo pri približno 1,9 EV/EBITDA in 9 P/E, s čimer se uvrščajo med najcenejše v regiji. **TAV Airports Holding:** TAV je največji turški operater letališč in ima glede na število potnikov 47-odstotni tržni delež. Največji tveganji pri podjetju sta razmeroma velika zadolženost in negativen vpliv potencialne pandemije nove gripe. Glede na to, da je delnica

v zadnjem času precej zaostajala za rastjo trga in da je vrednotenje dokaj ugodno (na pričakovane rezultate za leto 2011 je P/E 9 in EV/EBITDAR 4,3), je delnica zanimiva (a bolj tvegana) naložba. **Komercialna banka Skopje:** kljub težkim pogojem poslovanja banka še vedno dosega 15-odstotni donos na kapital in ima močno depozitno bazo. Z vidika stabilnosti poslovanja in vrednotenja je to ena najbolj zanimivih bank v regiji.



Daniel Medved, NKBM: Glede na to, da so omenjeni trgi obrobni, bi se odločil za manj tvegane neciklične naložbe. Tako bi izbral farmacevtsko podjetje **Bosnalijek**, ki se giba okoli 1,20 P/B. Ob morebitni prodaji državnega deleža bi se lahko morebitni kupec zanimal še za preostale delnice. V Makedoniji

bi izbral **Alkaloid AD Skopje**, ki se giblje okoli 1,44 P/B. Glede na to, da je bilo v zadnjih letih prevzeto kar nekaj farmacevtov v regiji, obstaja pri Alkaloidu možnost morebitnega prevzema. Izbral bi še hrvaško delno ciklično podjetje **Adris Grupa**, ki proizvaja tobaka izdelke in se ukvarja s hotelirstvom. Podjetje je nizko zadolženo in se giblje okoli 0,40 P/B.



Bojan Ivanc, KD Banka: Telekom Srpske: podjetje ima dolgo zgodovino izplačila dividend, ki naj bi se v podobnem obsegu ohranjalo tudi v prihodnosti. Rast penetracije v mobilni telefoniji se bo ustalila na nižjih, enošteviličnih ravneh, vidim pa možnost za rast predvsem v razvoju širokopasovnega segmenta. **Dalekovod:** rastoči delež poslovanja v tujini in vlaganja v infrastrukturo, ki so regionalno

tudi močno podprta od evropskih strukturnih skladov, bi lahko pomagali, da bi podjetje prebrodilo trenutno krizo nelikvidnosti na domačem trgu (rastoče neplačane terjatve). **Košarica manj likvidnih hrvaških in srbskih manjših podjetij**, kjer je diskont za nelikvidnost delnic na dolgoročno visokih ravneh, podjetja pa imajo vseeno odlične poslovne rezultate. Ta podjetja se ponajbolj z visokim izplačilom dividend, vendar je njihova skupna značilnost to, da so skopa pri poročanju, imajo večinskega lastnika, velikokrat pa kršijo pravice malih delničarjev.



Gorazd Belavič, Abančna DZU: Akenerji: podjetje se ukvarja s proizvodnjo električne energije in ima približno 500 megavatov uporabnih zmogljivosti. Vodstvo načrtuje povečanje

visoko maržo EBITDA (47,3 odstotka). Avgusta uvedeni davek na mobilne storitve je bil eden od vzrokov za upad prihodkov v tretjem četrtletju, čeprav jim je število uporabnikov uspelo povečati. Poslovanje napreduje tudi na področju internetnih storitev. Število priključkov ADSL je v omenjenem četrtletju zraslo za 22,7 odstotka, število uporabnikov internetne televizije pa se je več kot podvojilo. Pri opisu podjetja ne moremo mimo visokih dividend, ki jih podjetje vsako leto izplačuje lastnikom.

proizvodnje zmogljivosti na tri tisoč megavatov do leta 2013. Od določanja tarif pri državnem elektrodistribucijskem podjetju Tedas je posredno odvisnih 80 odstotkov prihodkov podjetja. Zaradi velike zadolženosti državnih proizvajalcev električne energije se pričakuje zvišanje tarif. **Sojaprotein:** podjetje je največji predelovalec soje v južni in vzhodni Evropi. Njihovi konkurenčni prednosti sta proizvodnja genetsko nespremenjenih sojinih proizvodov in pridobitev certifikata halal, s pomočjo katerega bodo lažje vstopali na islamski trg. Postavitev nove tovarne bo podjetju omogočila donosnejšo proizvodnjo sojinih izdelkov. Večinskemu lastniku Victoria Group je uspelo pridobiti sredstva od EBRD, ki jih bo vlagal tudi v razvoj sojinih izdelkov z višjo dodano vrednostjo. **T-Hrvatski Telekom:** podjetje je največji telekomunikacijski operater na Hrvaškem. Kljub recesiji mu je uspelo obdržati

Irena Lavrenčič, Daniel Medved, Gorazd Belavič in Bojan Ivanc nimajo v lasti omenjenih delnic. Prav tako ne NKBM in KD Banka. So pa delnice omenjenih družb del portfelja skladov v upravljanju Publikuma PDU in Abančne DZU.