



Pocenitve na ljubljanski borzi večje kot na tujih

Karel Lipnik
karel.lipnik@finance.si

Največja težava večine slovenskih borznih družb je, da lastnikom ne prinašajo dovolj dobička. Na medletni ravni so se ti v prvem četrtletju zmanjšali, medtem ko družbe na drugih borzah kljub težavam dosegajo vsaj skromno rast dobičkov.

Družbe prve ljubljanske borzne kotacije so v prvem četrtletju na medletni ravni povečale prihodke od prodaje za 4,1 odstotka, ob čemer je polovici uspela rast prihodkov. Spomnimo, da deseterica družb prve borzne kotacije za leto napoveduje skupno petodstotno rast prihodkov od prodaje. Kljub zaostanku za pričakovano letno stopnjo rasti pa je prodajne cilje večina družb dosegla. Ob izključitvi izrednih dogodkov bodo v drugi polovici leta verjetno lahko izpolnile svoje načrte. **Dobički slabši od napovedanih**

Več težav bo pri dobičku, kjer je že prvo četrtletje po-

kazalo, da bo doseganje letnih načrtov zelo težko. Zaradi močnega medletnega upada dobičkov NKBM, Mercatorja in Luke Koper se je četrtletni dobiček družb prve borzne kotacije zmanjšal za 1,7 odstotka. Sedem družb je sicer izboljšalo lanski dosežek, najbolj Intereuropa, Petrol in Požarovalnica Sava. Po načrtih bi morale družbe prve borzne kotacije letos za 48 odstotkov okrepiti lanski skupni dobiček. Kljub upadu v prvem četrtletju je ta cilj še vedno dosegljiv, če NKBM ne bo ponovila odpisov, kot jih je imela v drugem lanskem polletju.

Donosi potaplajo Ljubljano

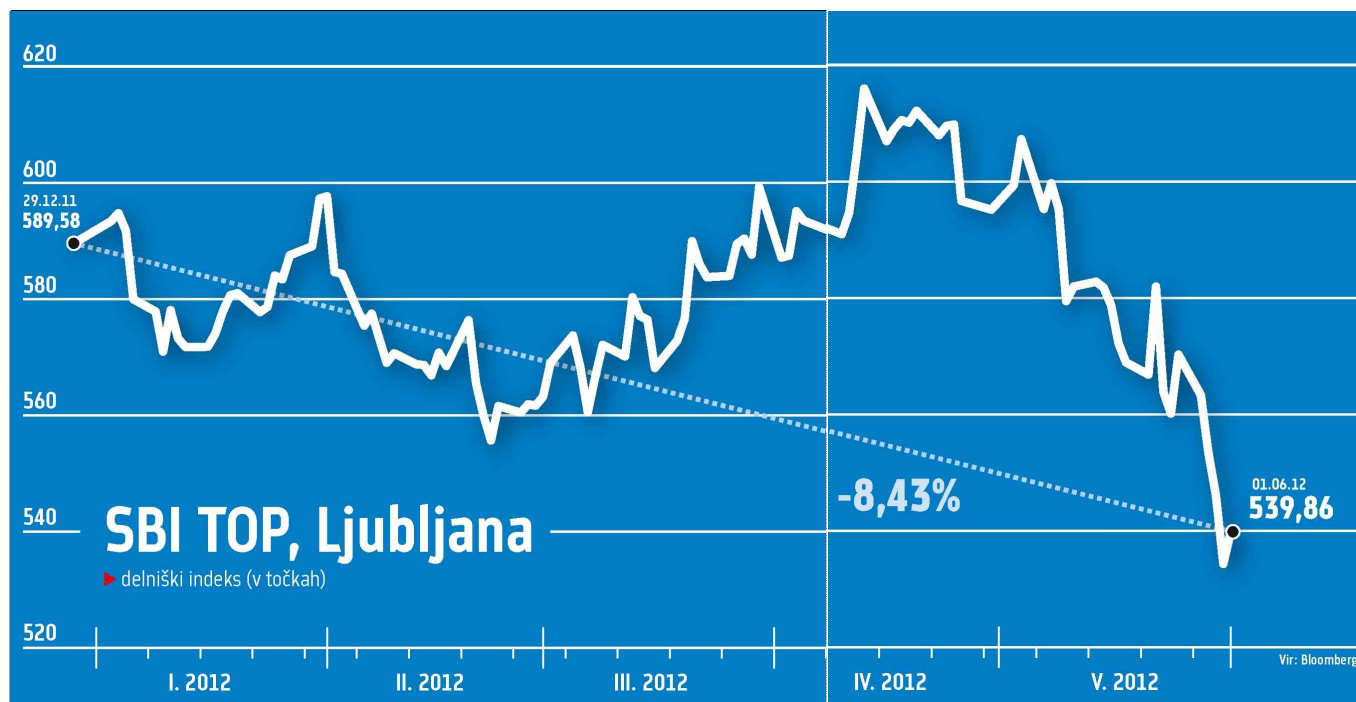
Prav dobiček je največja težava slovenskih borznih družb, ki plaši vlagatelje. Donos kapitala družb prve borzne kotacije znaša zgolj 5,25 odstotka. Največji donos kapitala ima še vedno Krka: 13,75 odstotka, če ga merimo skozi dobiček, ustvarjen v zadnjih 12 mesecih. Vendar pa je tudi novomeški farmacevtski družbi donos v zadnjih letih nekoliko upadel. Zadnje ob-

čutnejšo rast dobička je Krka ustvarila leta 2009, ko je odpravila del rezervacij za patentne tožbe. Krka in po uspešnem prejšnjem letu tudi Zavarovalnica Triglav sta edini družbi, ki se po donosih lahko primerjata s svojimi tekmeci. Zaradi skromnih donosov delnice prve borzne kotacije kotirajo pri vsega 67 odstotkih njihove knjigovodske vrednosti, medtem ko je za delnice, vključene v nemški delniški indeks DAX, treba v povprečju odšteti 14 odstotkov več, kot znaša knjigovodska vrednost delnice. Delnice, vključene v ameriški S & P 500, v povprečju kotirajo pri več kot dvakratniku njihove knjigovodske vrednosti.

So pa delnice zelo podobno cenjene, če jih primerjamo po dobičkih na delnico. Tako za delnice, vključene v DAX in S & P 500, kakor tudi za delnice prve borzne kotacije ljubljanske borze je treba v povprečju odšteti okoli 13 čistih dobičkov na delnico.

SBI TOP drži korak ob upadu

Indeks ljubljanske borze je letos zdrsnil za 8,4 odstotka, kar je nekoliko več od indeksov največjih svetovnih borz. Odstopanje je posledica slabih razmer v prvih dveh mesecih letos, ko je bila ljubljanska borza povsem na svetovnem začelju. V zadnjem mesecu slovenski borzni indeks sledi razmeram na svetovnih trgih. Od konca aprila je upadel za devet odstotkov, kar je manj kot DAX. Vendar pa v Sloveniji v petek nismo občutili razočaranja vlagateljev zaradi nekaterih slabih gospodarskih kazalcev v ZDA. DAX je samo v petek izgubil 3,4 odstotka, ameriški S & P 500 pa odstotno točko manj. V petek so borze rdeče obarvale rasti stopnje brezposelnosti v EU in ZDA ter pričakovana počasnejša gospodarska rast. DAX in S & P 500 sta le malo nad vrednostjo z začetka leta, večina indeksov drugih večjih svetovnih borz pa izgublja od pet do deset odstotkov. ●



Rast prihodkov slovenskih »blue chipov« prekaša povprečje zahodnih družb, večje pocenitve na ljubljanski borzi pa so posledica skromnejše rasti dobičkov.

	Poslovanje v prvem četrletju		Kazalniki poslovanja			Letošnja sprememba vrednosti indeksa (v %)
	Prihodki od prodaje (medletna sprememba v %)	Čisti dobiček (medletna sprememba v %)	P/E	P/B	ROE	
Prva borzna kotacija LJSE*	4,1	-1,67	12,79	0,67	5,25	-8,43
DAX	3,37	6,06	13,11	1,15	13,06	2,58
S & P 500	1,71	6,09	12,99	2,03	28,36	1,66
CAC 40	2,98	2,4	9,74	0,96	12,23	-6,63
FTSE 100	4,76	12,39	10,26	1,51	23,81	-5,6

Op.: *sprememba vrednosti indeksa SBI TOP, vsa vrednotenja so izračunana za vse delnice prve borzne kotacije.

Page: 2

Reach: 57000

Country: SLOVENIA

Size: 1208 cm2

3 / 4



ANKETA

Analitiki: Slovenske delnice so pri teh ravneh primerne za potrpežljive

Kakšna bo usmeritev na svetovnih borzah do konca leta? Lahko pričakujemo večje ali manjše zanimanje tujih vlagateljev za slovenske delnice? Zakaj? Kdaj lahko pričakujemo večje zanimanje tujcev? Kako vrednotene so slovenske delnice? Je katera zanimiva? Kaj sporočate vlagateljem, ki držijo delnice z namenom prodaje takrat, ko bodo dosegle ravni, po katerih so jih kupili? Kaj naj naredijo?

Ovidiu Fer, analitik investicijske banke Wood & Company: »Trenutne razmere na svetovnih borzah niso dobre, zaupanje v EU pa je izjemno majhno. Čeprav so, globalno gledano, makroekonomski podatki ZDA in Kitajske spodbudni, ima EU ta hip veliko težav, negotovost na trgih, kar zadeva evropski položaj, pa bo prevladovala še prihodnji dve ali tri leta. V Sloveniji je treba izboljšati likvidnost, evropski mejni borzni trgi pa niso več na radarju vlagateljev in so močno odvisni od zahodne Evrope, kar jih dela ranljive. Ocene vrednosti delnic so še vedno prenizke, da bi upravičevale njihova tveganja, to pa se ne bo spremenilo, dokler ne bo celostnega reševanja EU.«

Gergely Pálffy, analitik pri madžarski diviziji belgijske finančne hiše KBC: »Pričakujem, da bo drugo polletje boljše od prvega. Predvsem zato, ker ta skoraj panični položaj v Španiji in Grčiji, ki negativno vpliva celo na ameriški in japonski trg, ne more trajati dve zaporedni polletji. Ko bodo Evropska centralna banka, Mednarodni denarni sklad in politiki pokazali dovolj volje za rešitev težav in se ne bodo osre-

dotočali le na varčevalne ukrepe, se bodo tudi trgi umirili. Junija pričakujem veliko nihanja, tako kot je bilo lanskega septembra. Grške volitve v juniju bodo prav tako vplivale na trg. Če bodo izvolili proevropske politike, pričakujem odboj cen delnic, vendar ne do marčnih vrednosti. Vlagateljem bi svetoval, naj počakajo vsaj na malo odboja. Ponavadi je ob najhujši bolečini dejansko doseženo dno, kot denimo oktobra lani ali marca 2009. V Sloveniji spremljam le Krko, ki se zdi nekoliko podcenjena. Mi jo vrednotimo na 53 evrov.«

Henning Esskuchen, analitik pri avstrijski finančni skupini Erste Group: »Trgi bodo še zelo nihali. Še vedno se bo treba izogibati tveganju predvsem zaradi dolžniških težav v Evropi ter slabših napovedi v zvezi z gospodarsko rastjo v Evropi in širše. Ob upoštevanju tega ne pričakujem večjega zanimanja za slovenske delnice. Pa ne zato, ker bi bila Slovenija posebno tvegana ali manj zanimiva, ampak ker je likvidnost, ki je v Sloveniji zelo nizka, odločilna v takem okolju. V Sloveniji imamo za Krko in Gorenje nakupno priporočilo ter

dokupno priporočilo za Telekom Slovenije. Vlagateljem, ki držijo delnice in imajo oportunistno izgubo, ni mogoče dati klasičnega priporočila kupi ali prodaj. Vlagatelj se mora sam odločiti na podlagi napovedi za določeno delnico. Dolgoročnim vlagateljem, ki nimajo potrebe po denarju in dobivajo razumne dividende, ne bi svetoval prodaje.«

Sašo Stanovnik, analitik Alte Invest: »Dokler ni sprememb v odnosu do delničarjev v Sloveniji, je težko pričakovati preobrat in nato vzdržno pozitivno rast. Katero izmed velikih podjetij bo treba tudi prodati – ne samo prodajati, država bo morala spremeniti vodenje svojega premoženja – to se napoveduje, več poudarka pa bo moralo biti na dobičkonosnosti in denarnem toku za vlagatelje. Šele takrat bo to tudi za trg znamenje za nakup. Nekatere delnice so že zdaj zelo poceni, a tako bo vse do spremembe razpoloženja na borzi. Za dolgoročnega vlagatelja je morda trenutek nakupa pravi, vendar pa bo moral na donos najverjetneje še kar nekaj časa čakati.

Svetovni delniški trgi niso visoko vrednoteni, a niso niti izrazito poceni. Kar zadeva možnosti za rast, ostajamo konservativni in defenzivni. Med vlagatelji se je pesimizem že močno razširil, kar ponavadi pelje v pozitiven preobrat. Za zdaj menimo, da je smer trgov še obrnjena navzdol, a v prihodnjih mesecih pričakujemo preobrat. Tretje četrtletje bo še vedno težavno, pričakujemo pa boljše četrto četrtletje in vrednosti indeksov DAX in S & P 500 približno deset odstotkov nad zdajšnjimi – to so analitske ciljne vrednosti, ki temeljijo na predpostavkah, ki se s časom spreminjajo. Priložnosti vidimo v družbah, ki še vedno poslujejo odlično, imajo zdrave bilance in so polne denarja, vrednotenje pa ostaja zelo nizko. Takšna je denimo tehnološka panoga. Možno dno S & P 500 vidim pri 1.200 indeksovskih točkah (v petek 1.278, op. a.), če se razmere v Španiji in Italiji zaostrijo, pa še precej nižje.«

Matej Tomažin, član uprave KD Skladov: »Na ljubljanski borzi pričakujem večjo aktivnost jenseni. Ob morebitnih prevzemnih in združitvah slovenske delnice

Page: 2

Reach: 57000

Country: SLOVENIA

Size: 1208 cm2

4 / 4

še niso rekle zadnje. Upadanje vrednosti delnic je sicer dobro znamenje za izdajatelje, da naredijo več pri upravljanju podjetja – se osredotočijo na osnovno dejavnost, povečajo preglednost poslovanja, popravijo razmerje med dolgom in kapitalom, zvišajo dividendno donosnost, več komunicirajo z delničarji, jim pojasnijo, zakaj bi bilo dobro, da so njihovi lastniki, in predvsem nehajo male delničarje jemati kot 'brezplačni' kapital. Dokler menedžerji ne bodo spremenili tega, tudi s kapitalskim trgom ne bo nič bolje.

Vlagal bi predvsem v podjetja,

ki imajo stabilen denarni tok in dobro dividendno donosnost ter so možne prevzemne tarče. Tudi če privatizacije ali prodaje ne bo, je naložba stabilna. Svetovni kapitalski trgi bodo negotovi in precej nihajni, dokler ne bo povsem jasno, kaj bo z Grčijo in Španijo. Za nakup pa so primerne zlasti delnice na rastočih trgih Kitajske, Rusije in nove Evrope, denimo Romunije, predvsem energetske.

P Petra Sovdat, Rok Pikon

finance@finance.si

►► **Ne pričakujem večjega zanimanja za slovenske delnice. Pa ne zato, ker bi bila Slovenija posebno tvegana ali manj zanimiva, ampak ker je likvidnost zelo nizka. V Sloveniji imamo za Krko in Gorenje nakupno priporočilo ter dokupno priporočilo za Telekom Slovenije.**

► Tako pravi analitik pri avstrijski finančni skupini Erste Group **Henning Esskuchen**.

