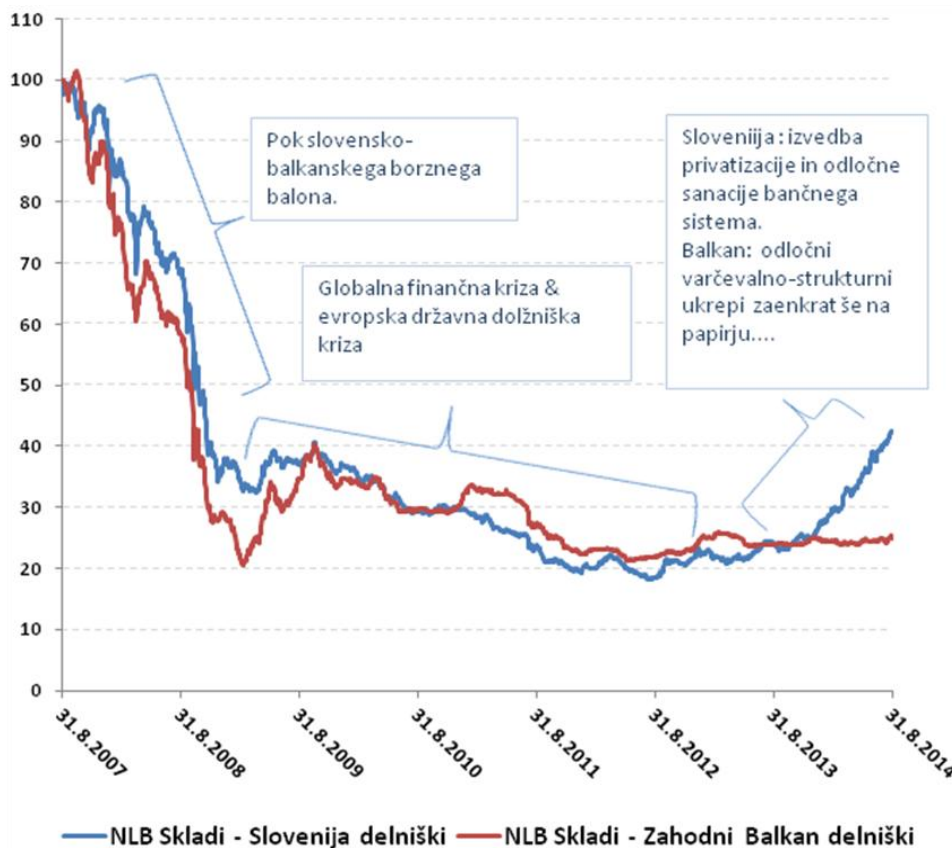


Po Sloveniji Balkan ?

Slovenska borzna pravljica se počasi približuje zadnjemu poglavju. Borzni pospešek, izhajajoč iz privatizacijskega seznama in odločnega pričetka sanacije slovenskih bank, izgublja na moči. Delno ga sicer nadomešča dvig splošne gospodarske klime in aktivnosti v slovenskem gospodarstvu (še posebej v njegovem izvoznem delu) ter močno znižanje cene zadolževanja v evroobmočju (tudi za slovensko državo, banke, podjetja ...), a prva, običajno najmočnejša faza rasti cen delnic, ki je značilna za drugo polovico recesije in prve znake gospodarskega okrevanja, je po naši oceni najverjetneje za nami. Prihaja torej čas, ko se bo smiselno ozreti za novimi naložbenimi priložnostmi. So to lahko delnice balkanskih družb? V nadaljevanju predstavljamo prednosti in slabosti ključnih balkanskih trgov.



Slovenija – prodaje družb, prestrukturiranja in nižje cene zadolževanja

Mercator ter borzne družbe s privatizacijskega seznama so ali že prodane (Letrika, Helios, Aerodrom) ali pa je postopek prodaje v teku, kar je borzne tečaje že precej približalo potencialni prevzemni ceni (Cinkarna, Žito). Pod vprašajem je sicer prodaja družbe Telekom, a tudi tu ni povsem nerealno pričakovati (zaradi danih zavez Bruslju in še vedno previsokega primanjkljaja) čez čas nadaljevanja prodajnega postopka. Potencial za rast cene delnice je prisoten še pri družbah, ki so močno zadolžene (pozitivno za ceno delnice v času zniževanja obrestnih mer) in v fazi spremembe poslovnega modela (prestrukturiranje), kot sta denimo Gorenje, ki je v fazi nižanja stroškov prek selitve proizvodnje, in Pivovarna Laško, ki je po prodaji delnic Mercatorja in ostalih »nepijačarskih« delov zopet v dokaj zdravi finančni kondiciji in se lahko posveča svoji osnovni dejavnosti. A vse omenjeno je slovenski javnosti znano ter ob vrnitvi kančka optimizma in splošnega zanimanja za slovenske delnice (zaradi visoke pretekle rasti) tudi bolj ali manj vključeno v trenutne cene na borzi. Vrednotenja slovenskih delnic tako sicer v splošnem niso

pretirana, še posebej v primerjavi s podobnimi družbami v razvitejšem delu Evrope ne, a po ekstremni rasti v zadnjem letu in pol vsekakor ne več izredno ugodna. Slovenske delnice bodo v prihodnje verjetno bolj odsevale dogajanje na evropskih delniških trgih. Močna presežna donosnost slovenskih delnic v primerjavi z evropskimi pa se bo verjetno v prihodnje nižala.

Hrvaška

Državne finance so v izredno slabem stanju (javni dolg/BDP = 60 %, proračunski primanjkljaj = -4,9 %, bonitetna ocena po S&P = BB). Evropska komisija je Hrvaško januarja vključila v program zmanjševanja prekomernega proračunskega primanjkljaja (enako kot Slovenijo v decembru 2009). Vlada predsednika Zorana Milanovića iz vrst Socijaldemokratske hrvaške stranke se je na opozorilo sicer odzvala s seznamom ukrepov za zmanjšanje primanjkljaja, a ta vsebuje začasne prihranke prek nižjih investicij države, subvencij in višanja davkov (v javnosti najbolj odmevna sta uvedba davka na obresti depozitov in nepremičninski davek). Evropska komisija tako ocenjuje, da obstaja tveganje, da Hrvaški ne bo uspelo doseči ciljnih proračunskih primanjkljajev v naslednjih letih ter da se preveč zanaša na poviševanje davkov in premalo na vsebinske težave glede neučinkovitosti hrvaške državne uprave, zdravstva, trga dela ... Turizem je edina svetla točka hrvaškega gospodarstva in tudi edini segment, ki je prek znižanja davčnega bremena pridobil na konkurenčnosti. Navkljub omenjenim tveganjem delnice hrvaških družb niso ugodno vrednotene. Še več, glede na preostale delniške trge v regiji so Hrvaške delnice med najdražjimi.

Slovenija:

- + nadaljevanje privatizacije
- + močno nižanje cene zadolževanja
- + gospodarsko okrevanje (še posebej prek izvoznih trgov)
- 0 vrednotenja so blizu analitskim ocenam

Hrvaška:

- pomanjkanje korenitih strukturnih reform
- primerjalno visoka vrednotenja delnic
- +/- visok potencial ob morebitni uvedbi korenitih ukrepov po navodilih EK

Srbija

Državne finance so ravno tako v izredno slabem stanju (javni dolg/BDP = 66 %, proračunski primanjkljaj = -5,0 %, bonitetna ocena po S&P = BB-). Srbija se od decembra 2013 dalje ni zadolžila z izdajo obveznic na kapitalskih trgih. Vire financiranja je poiskala neposredno v Združenih arabskih emiratih, dodatne pa bo iskala najverjetneje tekom jeseni pri Mednarodnem denarnem skladu. Vlada desno-sredinske Srbske napredne stranke je močno zmagala na pomladnih parlamentarnih volitvah ter tudi napovedala racionalizacijo države in resne strukturne reforme. A od tedaj je zaradi (pre)počasnega izvajanja slednjih že protestno odstopil minister za finance. Manjši ukrepi, kot npr. oblikovanje privatizacijskega seznama državnih podjetij, dvig upokojitvene dobe za ženske in lažje odpuščanje/zaposlovanje, so sicer izvedeni, a odločnost pri izvajanju napovedanih nepopularnih varčevalnih ukrepov peša. Delnice srbskih družb so v povprečju med bolj ugodno vrednotenimi v regiji. Slednje ob pričakovanju, da bo nova vlada ob podpori Mednarodnega denarnega sklada izvedla vsaj del napovedanih varčevalno strukturnih ukrepov, napeljuje k optimističnejšemu pogledu na srbski delniški trg.

Srbija:

- + proevropsko usmerjena vlada, ki napoveduje korenitejši varčevalno-strukturne ukrepe
- + ugodno vrednotenje
- tveganje (re)financiranja javnega dolga
- šibkost lokalne valute

Makedonija in Bosna in Hercegovina sta specifični državi in še bolj specifični naložbeni destinaciji. Delnice v obeh državah so po naši oceni ugodno vrednotene, a visoka tveganja so prisotna. Visoka politična tveganja, majhen nabor naložb in nizka likvidnost delnic ter močno vprašljivo korporativno upravljanje so ključna tveganja. Makedonija ima sicer dokaj urejene javne finance (4 % proračunski primanjkljaj in 38,7 % javni dolg) ter je z ugodnim davčnim okoljem in poceni delovno silo uspešna pri privabljanju tujih investicij. Trenutna in v naslednjih letih pričakovana gospodarska rast je tako s prek 3 % letno ena višjih v regiji. Urejene državne finance (nadzor MDS) ima tudi BiH, a izredno visoko politično tveganje, korupcija ter birokratske ovire odvrta večje tuje investicije.

Makedonija:

- + urejene javne finance in ugodno davčno okolje, ki privablja tuje investicije
- + ugodno vrednotenje
- politično tveganje, vprašljivo korporativno upravljanje
- nizka likvidnost na borzah

Slovenska borzna pravljica se verjetno počasi zaključuje. Kdaj se bo pričela balkanska, pa je izredno nevhvaležno napovedovati. Neurejene javne finance (Hrvaška, Srbija) oz. potencial za pozitivno presenečenje v primeru odločnega pričetka izvajanja varčevalno-strukturnih ukrepov pod mentorstvom Bruslja (Hrvaška) ali

Mednarodnega denarnega sklada (Srbija) je prisoten, podobno kot v Sloveniji pred dobrim letom dni. Da so urejene državne finance, nižje davčno breme in uspešno privabljanje tujih investicij možni, so že dokazali v Makedoniji, pozitivni premiki pa se kažejo v Srbiji. Kaj je potrebno za balkanski gospodarsko borzni preporod, je torej bolj ali manj znano, kdaj pa bi lahko do njega prišlo, pa je še vedno neznanka, ki pa ni tako zelo pomembna za srednjeročno usmerjenega vlagatelja.

Blaž Hribar, CFA
Vodja analiz

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 108/10 – UPB3, 78/11, 55/12 in 105/12-ZBAN-1J; v nadaljevanju: ZTFI), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 389. člena ZTFI. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 373. členu ZTFI. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.