

### Vročica slovenskih delnic - še čas za nakup, morda že za prodajo?

V začetku lanskega aprila smo v publikaciji [Strategi v zadregi](#)<sup>1</sup> slovenske delnice izpostavili kot zanimivo naložbeno priložnost, kar smo podkrepili predvsem z ugodnimi vrednotenji in s precejšnjo verjetnostjo pozitivnega presenečenja ob pesimističnem razpoloženju. Od takrat je naložba v podsklad NLB Skladi - Slovenija delniški dosegla izjemno, več kot 70 %-no donosnost<sup>2</sup>. Naložba v slovenske delnice je bila v obravnavanem obdobju, gledano v svetovnem merilu, celo ena izmed najdonosnejših izbir. Se lahko vročica slovenskih delnic nadaljuje ali je po tej izredni rasti čas za izstop iz slovenskega borznega vlaka?

Za lažje oblikovanje pričakovanj najprej na kratko izpostavimo, kaj so bili v zadnjem letu ključni vzvodi rasti cen slovenskih delnic:

- **Napovedana in pričeta izvedba privatizacije.**
- **Okrevanje Evrope.**
- **Znižanje negotovosti glede velikosti bančne luknje.**

#### Kaj se je v enem letu spremenilo?

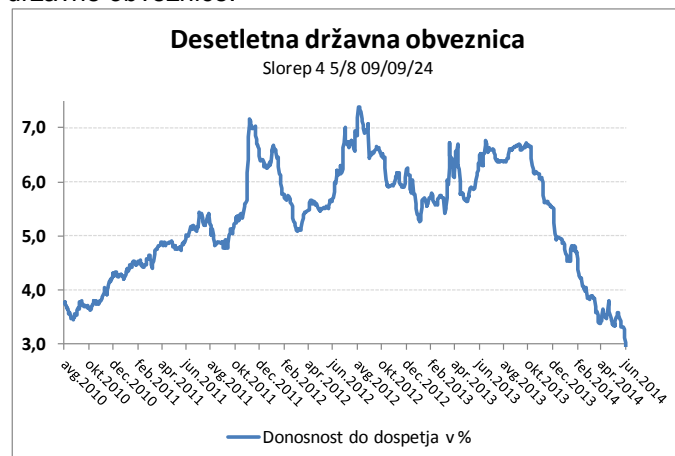
Kombinacija zgoraj opisanih dogodkov je dvignila delniške tečaje na Ljubljanski borzi in znižala zahtevane donosnosti do dospelja.

Po lepi pretekli donosnosti, ki deluje kot magnet, se je **okrepil tudi pogum vlagateljev**. Dodatno so nižje obrestne mere na depozite in obveznice (odsotnost donosnih naložbenih alternativ) povečale privlačnost delniških naložb. Deloma pa je bilo zanimanje za slovenske delnice spodbujeno tudi z višjo likvidnostjo od prejetih kupnin od prodanih podjetij.

Pri večini družb s privatizacijskega seznama je praktično vsa **prevzemna premija po naši oceni že vključena v cene delnic**<sup>3</sup> (slika 2), zato bi kakršenkoli zaplet lahko celo znižal tečaje teh družb.

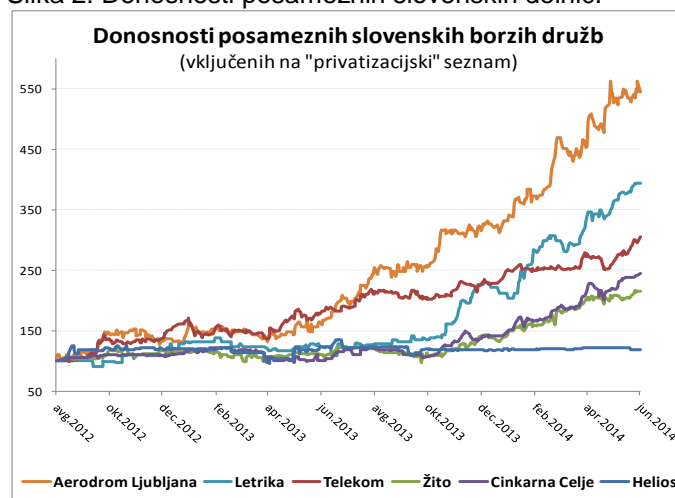
Danes, po izjemni rasti **vrednotenja delnic posameznih družb niso več tako zelo ugodna** (tabela 1) kot pred letom dni in so v povprečju na ravni primerljivih družb v tujini, so pa še vedno nekoliko nižja od evropskih povprečij. Nadaljnja rast cen delnic bo zato odvisna zlasti od prihodnjega poslovanja družb in dejanske izvedbe privatizacije.

Slika 1: Zahtevana donosnost do dospelja slovenske državne obveznice.



Vir: Bloomberg.

Slika 2: Donosnosti posameznih slovenskih borzih družb.



Vir: Bloomberg.

<sup>1</sup> Slovenske delnice: Za tiste, ki si upajo; 5. april 2013.

<sup>2</sup> Donosnost podsklada NLB Skladi - Slovenija delniški od 5.4.2013 (dan objave publikacije) do 11.6.2014 je +74,59 %.

<sup>3</sup> Finance, 14. 2. 2014, NLB Skladi (B. Hribar): » Ob izvedeni privatizaciji družb s „seznama“ pričakujemo 30 % višje prevzemne cene.«

Tabela 1: Vrednotenja slovenskih delnic.

	EV/Ebitda	Pričakovan P/E kazalnik 2014	Dividendna donosnost
Gorenje	6	7	/
Krka	7	14	3,0%
Mercator	13	855	/
Petrol	9	9	3,5%
Telekom	6	16	6,6%
Zavarovalnica Triglav	/	8	7,2%

Vir: Napovedi uprav za leto 2014, poslovni izkazi družb, Bloomberg.

### Kaj bo v naslednjih mesecih pomembno vplivalo na prihodnje donosnosti?

- **Izid državnoborskih volitev** bo ključni kratkoročni dejavnik, saj bo imel pomemben vpliv na pričakovanja o poteku privatizacijskih postopkov, politiko javnih financ in gospodarsko rast.
- **Situacija v Evropi.** Gospodarsko okrevanje v regiji je posebej pomembno za male, v izvoz vpete države, kot je Slovenija.

### Na osnovi trenutne situacije in naših pričakovanj smo oblikovali tri scenarije:

Optimistični	Srednji	Pesimistični
<p>Za privatizacijo ugoden izid državnoborskih volitev. <b>Nova vlada:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- odločno podpre postopek prodaje državnih družb,</li> <li>- poskrbi za uravnoteženo fiskalno politiko,</li> <li>- izboljša poslovno okolje (nižji davki, spodbujanje konkurenčnosti).</li> </ul> <p>Višja evropska gospodarska rast zažene gospodarsko rast v Sloveniji, sčasoma tudi prek rasti domače potrošnje. Bančni krč se začne sproščati.</p> <p><b>Nadaljevanje nadpovprečnih rasti na trgu slovenskih delnic. Visoko rast dosežejo zlasti delnice zadolženih družb, ki se uspešno prestrukturirajo.</b></p>	<p>Za privatizacijo srednje ugoden izid državnoborskih volitev. <b>Nova vlada</b> nadaljuje z začetimi postopki privatizacije. Tveganje zapleta pri prodaji posameznih, predvsem večjih družb, ostane prisotno. Razdolževanje slovenskega gospodarstva je posledično počasnejše.</p> <p>Dodatno zadolževanje države ostaja zmerno, davki nespremenjeni.</p> <p>Nadaljevanje <b>okrevanja Evrope</b> in popuščanje kreditnega krča. Zmerna in postopna gospodarska rast, a tudi čedalje višja zadolženost, zaradi česar bo država bolj ranljiva v naslednji recesiji.</p> <p><b>Zmernejše, glede na evropske delnice rahlo nadpovprečne donosnosti na LJSE.</b></p>	<p>Za privatizacijo neugoden izid državnoborskih volitev. <b>Nova vlada:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- zaustavi postopke privatizacije</li> <li>- spodbuja dodatno kopičenje dolga ter s tem večja težave, ki bodo udarile v naslednji recesiji.</li> <li>- uvedba dodatnih davkov duši gospodarsko rast.</li> </ul> <p><b>Evropa v težavah</b>, kar se odraža tudi v izvozu Slovenije, bančni krč ne popušča.</p> <p><b>Negativne donosnosti slovenskih delnic.</b></p>

### Še čas za nakup, morda že za prodajo?

V enem letu se je marsikaj spremenilo. Evropa je na poti okrevanja. Pričeti in tudi izvedeni so že bili posamezni privatizacijski postopki. Vrednotenja slovenskih delnic so se nekoliko povišala. Pohlep že pričanja počasi izrivati strah. Nova vlada in njen pogled na privatizacijo, davke in javni dolg pa so trenutno osrednje pomembne neznanke v enačbi prihodnjih donosnosti slovenskih delnic. Čeprav je izredno nevhvaležno opredeliti verjetnosti razpleta posameznih, zgoraj opisanih scenarijev, ocenjujemo srednjega kot bolj verjetnega od preostalih dveh. Skladno s tem pričakujemo na slovenski borzi nadaljevanje rasti cen delnic, a s počasnejšo, bolj zmerno stopnjo, kot smo je bili vajeni v zadnjih mesecih.

Saša Dragonja  
višja upraviteljica premoženja