

Analitski pregled NLB Skladi



Letnik 3, Št. 4, november 2010

KAZALO

- 2 Uvodnik
- 3 Makroekonomska slika Slovenije
- 5 Valutna vojna in inflacija
- 6 P/E kazalnik - pasti in priložnosti

Uvodnik

V splošnem lahko rečemo, da so bili pretekli trije meseci za večino vlagateljev uspešni. Glavni delniški trgi v svetu so občutno porasli in to navkljub nadaljevanju težav prezadolženih evropskih držav in znižanih pričakovanjih glede prihodnje gospodarske rasti razvitega sveta. Zgodba preteklih Analitskih pregledov o prezadolženih PIIGS državah (Portugalska, Irska, Italija, Grčija in Španija) še zdaleč ni končana. V novembru je soj luči osvetlil porazno stanje irskih javnih financ, ki jih bo sedaj zdravila mednarodna skupnost s pomočjo 85 mrd EUR visokega posojila. A bojazen se hitro širi, kritična je tudi Portugalska, ne daleč za njo pa tudi Španija. Prav slednja bo že zaradi same velikosti španskega gospodarstva predstavljala resen preizkus politične volje članic evroobmočja po reševanju prezadolženosti držav na obstoječ način. Vse verjetnejši scenarij postaja direktna pomoč Evropske centralne banke, ki bi z nakupi državnih obveznic zadevnih držav vstopila kot posojilodajec v skrajni sili. Podoben ukrep je v novembru že napovedala Ameriška centralna banka.

Gospodarsko okrevanje se sicer v splošnem nadaljuje, a je moč okrevanja nižja, kot bi si večina želela. Poleg tega so regijske razlike v stopnji gospodarske rasti precejšnje, prav tako tudi donosnosti lokalnih borznih indeksov. Če je grški borzni indeks (ASE) letos izgubil okvirno tretjino vrednosti in jo je nemški borzni indeks (DAX) desetino pridobil, kje so razlogi za letošnji več kot 14-odstotni padec ljubljanskega delniškega indeksa (SBITOP)? Lahko iščemo razloge v stanju slovenskega gospodarstva in državnih financah kot v primeru Grčije, ali pa se razlogi za letošnji padec vrednosti delnic slovenskih družb skrivajo kje drugje? Več o stanju slovenskega gospodarstva, državnih financah in povezanosti obojega s ceno slovenskih delnic si preberite v tokratnem prvem prispevku z naslovom »Makroekonomska slika Slovenije?«

Upočasnitev gospodarskega okrevanja in še vedno visoka brezposelnost sta spodbudila ameriške centralne bankirje k nedavnem sprejetju obsežnega spodbujevalnega ukrepa (nakup dolgoročnih državnih obveznic) v višini 600 mrd dolarjev. Ukrep v strokovni javnosti sproža mešane občutke, saj močno povečanje likvidnosti v gospodarstvu prinaša tudi tveganja, predvsem v obliki povečanih inflacijskih pričakovanj in tveganja sprožitve valutnih vojn. So ti strahovi upravičeni? Odgovor najdete v prispevku »Valutne vojne in inflacija«.

Tokratni tretji prispevek pa se dotika večne teme – pravilnega tolmačenja kazalnikov vrednotenja. Predstavljamo pasti in slabosti pa tudi ključne prednosti najpogostejše uporabljenega kazalnika vrednotenja, to je P/E kazalnika oziroma razmerja med ceno delnice in preteklim čistim dobičkom na delnico.

Lep pozdrav in prijetno branje,

Blaž Hribar, CFA
vodja analiz

Makroekonomska slika Slovenije

Gospodarska kriza je Slovenijo močno prizadela. Šest zaporednih četrtnih padanja bruto domačega proizvoda (BDP), skoraj 25-odstotni vmesni upad industrijske proizvodnje, trenutno še zmeraj 10,5-odstotna brezposelnost, 5,6-odstotni predviden proračunski primanjkljaj v letu 2010 in podvojitev državne zadolženosti je skrb vzbujajoča bilanca nedavne gospodarske krize. Nekateri makroekonomski podatki se sicer izboljšujejo, drugi pa še ne oziroma vsaj prepočasi. Ali je res vse tako slabo, kot se zdi na prvi pogled?

Najbolj razširjen in poznan indikator stanja gospodarstva je bruto domači proizvod, ki je v Sloveniji dosegel vrh v 3. četrtnem leta 2008. Na četrtni ravni je takrat znašal 9,7 milijarde evrov, najnižjo točko v zadnjih letih pa je z 8,3 milijarde evrov dosegel v 1. četrtnem 2010¹. Ob tem velja pojasniti, da je prvo četrtletje zaradi sezonskih dejavnikov tipično močno podpovprečno glede na celotno leto. Zato je morda bolj zanimivo povedati, da se je BDP v 2. četrtnem že povzpел na 9,4 milijarde evrov, kar je vrednost, ki je primerljiva s predrecesijsko ravno. Ali lahko torej zaključimo, da je recesije konec?

Tehnično gledano lahko odgovorimo pritrdilno, še posebej, če bo pozitivna gospodarska rast po 2. četrtnem potrjena tudi v 3. četrtnem 2010. Eden pomembnejših vzrokov za pričakovano rast BDP-ja je letošnja rast industrijske proizvodnje, ki je z dna lani porasla že za več kot 10 %. Vendar pa industrijska proizvodnja zaenkrat še zdaleč ne dosega predrecesijske ravni kljub temu, da se je nominalni BDP že skoraj vrnil na najvišje vrednosti. Če nato pogledamo še podatke o inflaciji v Sloveniji, zelo hitro ugotovimo, da je v Sloveniji prišlo do situacije, ko smo sicer v 2. četrtnem imeli nominalno rast BDP-ja v višini 2,2 % na letni ravni, vendar ob povprečni 2,1 % letni stopnji inflacije. Nič čudnega torej, da ljudje skoraj ničelne realne gospodarske rasti zaenkrat še ne občutijo v vsakdanjem življenju.

V času krize so močno upadle investicije podjetij in promet v trgovini na drobno, saj ne podjetja ne gospodinjstva niso več trošila v enaki meri kot pred krizo. Edina, ki potrošnje praktično ni zmanjšala, je bila država. Delež državne potrošnje v BDP² se je z 42,4 % v letu 2007 povečal na 49,0 % v letu 2009. Delno zaradi upada nominalnega BDP, delno pa tudi zaradi višje državne potrošnje, ki je želela nadomestiti zasebno, da bi preprečila še globljo krizo. V tem pogledu Slovenija ne odstopa pomembneje od povprečja držav Evropske unije. Proračunski prihodki so se zaradi upada gospodarske aktivnosti močno znižali, potrebna sredstva je država zagotovila z zadolževanjem.

Vse zaenkrat povedano ne odstopa pomembneje od povprečja drugih evropskih držav, saj so visoki padci industrijske proizvodnje in BDP-ja, visoki proračunski primanjkljaji in povečanja brezposelnosti bila zabeležena tudi drugje – ponekod manj, drugod bolj izraziti kot v Sloveniji. Kazalnik, pri katerem Slovenija najbolj negativno izstopa, je relativno povečanje dolga države. Če je bila slovenska država še konec leta 2008 zadolžena za 22,6 % BDP, je zadolženost do konca 2009 narasla na 35,4 % BDP. Tako visok relativni porast zadolženosti ni zabeležila nobena druga država članica evroobmočja³. Slovenski državni dolg se bo po pričakovanjih še povečeval in naj bi konec 2010 po napovedih Ministrstva za finance znašal 13,6 milijard evrov oziroma 37,9 % BDP⁴, kar predstavlja približno 7.300 evrov na Slovence. Država je sicer tudi dokaj velikodušen porok, saj je konec 2009 znesek vseh danih poroštev (predvsem DARS, d.d. in finančnim institucijam, vendar brez upoštevanja jamstev bančnih vlog) znašal prek 7 mrd EUR oz. 20,5 % BDP – brez upoštevanja bančnih jamstev.

Vseeno se zadolženost slovenske države kljub omenjenim rastočim številkam ne more primerjati z nekaterimi drugimi evropskimi državami, kot so Grčija, Italija in Belgija, katerih dolg presega 100 % BDP. S tega vidika problem ni akuten, lahko pa v primeru nadaljevanja postane, saj se zaradi povišanega zadolževanja, povečuje strošek obresti v proračunu, s tem pa se povečuje potreba po varčevanju na drugih področjih, če vlada ne želi, da se primanjkljaj poveča še bolj. Hkrati je bilo nedavno povečanje zadolženosti relativno kratkoročno. To pomeni, da bo potrebno dodatni dolg bodisi v nekaj letih vrniti bodisi refinancirati po zelo verjetno višji obrestni meri, saj so bile zadnje izdaje obveznic izvedene v okolju rekordno nizkih obrestnih mer. V tem primeru bi problem previsokih izdatkov za obresti lahko postal kroničen, negativno pa bi vplival tudi na sposobnost države, da v želenem obsegu financira različne razvojne projekte.

¹ Gre za nominalni BDP. Vir: <http://www.stat.si/indikatorji.asp?ID=12>.

² Vir: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-15112010-AP/EN/2-15112010-AP-EN.PDF.

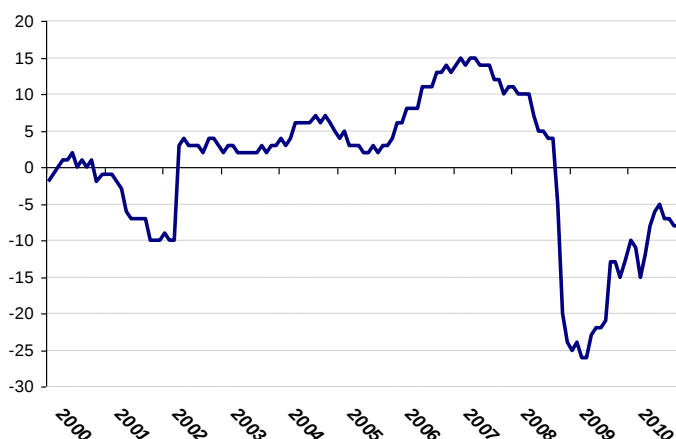
³ Isto kot 2.

⁴ Vir: Poročilo o primanjkljaju in dolgu države - oktober 2010

http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/tekqib/dolg/POROCILO_O_PRIMANJKLJAJU_IN_DOLGU_SEKTORJA_DRZ_AVA_okt2010.pdf

Iz napisanega lahko povzamemo, da slovenska makroekonomska slika sicer ni rožnata, vendar je marsikje še slabša. Seveda pa nas bolj kot trenutno stanje zanima pogled naprej. Dejstvo je, da je razlog za trenutno relativno spodobno makroekonomsko sliko zelo dobra pozicija Slovenije pred krizo – še posebej zaradi močno podpovprečne zadolženosti ob vstopu v recesijo. Zato je največje tveganje za prihodnost prelaganje nujnih strukturnih reform (npr. pokojninska in zdravstvena), ki bi razbremenile državno blagajno. Kaj hitro se lahko namreč zgodi, da bo država neracionalno porabljala poceni izposojen denar (npr. za krpanje proračunske luknje), v naslednjem krogu zunanega zadolževanja pa nas lahko višje zahtevane donosnosti na državni dolg privedejo v situacijo, ko bomo prisiljeni ukrepati, da uredimo javne finance in posledično sprejeti veliko bolj rigorozne in za državljane tudi bolj boleče reforme, kot to lahko storimo že sedaj.

Slika 1: Razpoloženje potrošnikov v Republiki Sloveniji



Vir: SURS

Da se stanje izboljšuje, kaže tudi razpoloženje slovenskih potrošnikov (Slika 1), ki ga izračunava in objavlja Statistični urad. Ti sicer še niso optimistični, vendar je porast z dna že očiten. UMAR v Jesenski napovedi gospodarskih gibanj ocenjuje⁵, da bo rast zasebne potrošnje v prihodnjih letih skromna, in sicer 1-odstotna v letu 2011 in 2-odstotna v letu 2012, medtem ko bo rast investicij v osnovna sredstva v letu 2011 predvidoma 4-odstotna, v letu 2012 pa 4,3-odstotna. Uresničitev napovedi bi pozitivno vplivala tudi na razpoložljiva delovna mesta in tako tudi pripomoglo k izboljšanju razpoloženja in dohodka državljanov.

Vlagatelje pa seveda ne zanima samo gospodarsko stanje, ampak predvsem donosnost njihovih naložb. Zato se poraja vprašanje, zakaj delnice na Ljubljanski borzi ne rastejo, čeprav se gospodarsko stanje izboljšuje? V razvitih ekonomijah je gibanje borznega indeksa t.i. vodilni indikator, saj se rasti in padci na borzah večinoma zgodijo pred gospodarskimi gibanji. Zelo dober primer je nedavna recesija, ko so borzni tečaji v tujini začeli rasti že precej pred potrjenim okrevanjem večine gospodarstev, do sedaj pa so se tečaji v povprečju popravili že za skoraj 70 %. V Sloveniji ocenjujem, da je slika nekoliko drugačna, saj borzno gibanje pogosto deluje kot ogledalo preteklosti. Glavna razloga sta visoko državno lastništvo borznih družb in s tem povezana nizka odzivnost ter previsoka uporaba dolga za nakupe delnic in investicije v preteklosti (velja za fizične in pravne osebe). Z vidika vlagatelja torej ni pomemben samo obseg državnega lastništva, ampak predvsem dinamika spremembe (manj je več).

Visoko relativno vrednotenje ob napihovanju borznega balona v Sloveniji v letih 2006 in 2007 sicer lahko pojasni nadpovprečne padce cen slovenskih delnic v letih zatem. Vendar sedaj lahko ugotovimo, da so vrednotenja nekaterih slovenskih borznih družb postala primerljiva s tujino in posledično tudi bolj privlačna za vlagatelje, kar bi lahko pozitivno vplivalo na donosnosti delnic na Ljubljanski borzi. Problem državnega lastništva je veliko bolj trdovraten, saj politiki lastne in prijateljske interese, ki so povezani z lastništvom borznih družb, zamaskirajo in jih javnosti predstavijo kot »nacionalni« interes. Določene raziskave v tujini⁶ kažejo, da je bilo državno lastništvo družb, zlasti bank, v preteklosti povezano z nižjimi stopnjami rasti BDP. Še posebej je zaskrbljujoče, da je dejavnik, ki v primeru visokega lastništva države najbolj negativno vpliva na rast BDP, nizka rast produktivnosti. Državno lastništvo namreč ne razporeja razpoložljivih virov financiranja na najbolj učinkovit način. Za konec torej ostane vprašanje: Ali so nižja rast produktivnosti, nižja rast BDP-ja na prebivalca in podpovprečen finančni razvoj res v slovenskem »nacionalnem« interesu?

Lan Filipič,
vodja upraviteljev

⁵ Vir: http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/napoved2010/JNGG_2010-28-10.pdf

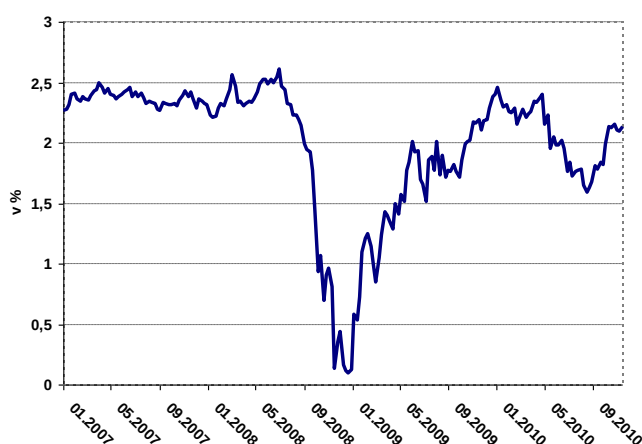
⁶ Vir: Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes in Andrei Shleifer; Government Ownership of Banks; The Journal of Finance, Vol. 57, Issue 1, pages 265–301, February 2002.

Valutna vojna in inflacija

Ameriški centralni bankirji so zaradi upočasnitve gospodarskega okrevanja in še vedno visoke stopnje brezposelnosti 3. novembra sprejeli dodaten spodbujevalni ukrep v obliki nakupa dolgoročnih državnih obveznic v skupnem znesku 600 mrd dolarjev. Poleg pričakovanih pozitivnih učinkov, ki jih tak ukrep prinaša, pa močno povečevanje denarja v obtoku povzroča tudi dodatne skrbi. Tveganje predstavljata predvsem nenadzorovan porast inflacijskih pričakovanj in/ali razvrednotenje ameriške valute, ki bi lahko v skrajnem primeru vodilo celo v valutno vojno. So strahovi upravičeni?

Ameriški centralni bankirji se z omenjenim ukrepom želijo na vsak način izogniti japonskemu scenariju, kjer je kljub intervencijam s strani centralne banke že dve desetletji prisotna deflacija (padanje cen). Plače in BDP se v obdobju deflacije zmanjšujejo, kar ob nespremenjeni nominalni vrednosti dolga povečuje stopnjo zadolženosti (npr. dolg glede na BDP). To pa sili v zmanjševanje zadolženosti, kar vsaj kratkoročno vpliva na nižjo potrošnjo in investicije, s tem pa tudi na nižjo rast BDP in dodatno deflacijo.

Slika 2: Pričakovana 10-letna inflacija v



Monetaristična doktrina pravi, da je za višjo inflacijo potrebna bodisi rast količine denarja v obtoku bodisi hitrejšo kroženje denarja, lahko pa tudi kombinacija obojega⁷. Skladno s tem ameriška centralna banka (FED) odkupuje državne obveznice in na ta način skuša povečati količino denarja v obtoku, zaradi česar se pojavlja bojazen o morebitnem močnem porastu inflacijskih pričakovanj. Inflacijska pričakovanja⁸ so sicer v zadnjih dveh mesecih porasla, a kot je razvidno iz slike 2 ostajajo z 2,3 % pričakovano inflacijo v naslednjih 10 letih celo pod ravni, ki je bila pričakovana pred recesijo. Močno povečanje likvidnosti v ameriškem finančnem sektorju se zaenkrat ne odraža v povečanju kreditiranja ameriškega gospodarstva, saj banke presežno likvidnost zadržujejo na svojih računih pri FED-u.

Vir: Bloomberg

Tiskanje ameriških dolarjev pa vpliva tudi na znižanje njegove vrednosti (USD). To povečuje izvozno konkurenčnost ameriških podjetij in znižuje visok trgovinski primanjkljaj ZDA. Kitajski in ostalim (predvsem azijskim) državam v razvoju, katerih gospodarska rast temelji na izvozu, morebitna deprecijacija USD v primerjavi z njihovimi valutami seveda ne ustreza. Kitajska, Južna Koreja in še nekatere druge azijske države morajo za vzdrževanja tečaja USD kupovati ameriške dolarje, kar pa lahko storijo le s tiskanjem svoje valute. Medtem ko rast količine denarja v ZDA še ne povzroča inflacije, pa se na Kitajskem že spopadajo z rastočo inflacijo in brzdanjem morebitnih balonov. Po besedah kitajskega premierja bi 20 do 40 odstotna apreciacija juana (kitajska valuta) povzročila stečaj velikega števila kitajskih družb in močno povečanje brezposelnosti, zato je razumljivo nezadovoljstvo izvozno naravnanih držav s trenutno politiko FED-a. Nasprotno Američani trdijo, da Kitajska in druge razvijajoče se države vzdržujejo umetno nizke vrednosti svojih valut in da bi morale te države dovoliti apreciacijo oz. rast vrednosti svojih valut, kar bi vplivalo tako na večje globalno povpraševanje in s tem gospodarsko rast kot na znižanje trgovinskega primanjkljaja ZDA. Resnica je tako kot v večini primerov nekje vmes. Po eni strani je Kitajska v zadnjem desetletju 20. stoletja močno devalvirala svojo valuto in jo vezala na gibanje dolarja z namenom izboljšanja svoje izvozne konkurenčnosti, po drugi strani pa je razlog za visok trgovinski primanjkljaj v ZDA tudi pre nizko varčevanje oz. previsoka potrošnja Američanov.

Medtem ko tveganje, da v primeru nadaljnega gospodarskega okrevanja FED-u ne bo dovolj hitro uspelo umakniti presežne likvidnosti za zajezitev inflacije, obstaja, pa vsaj zaenkrat inflacija ne predstavlja grožnje ameriškem gospodarstvu. Vrednost podcenjenih valut izvoznih držav bo najverjetneje postopoma porasla, morda celo po zgledu v letu 1987 sprejetega Plaza Accord dogovora, ko so na ravni G7 znižali vrednost dolarja glede na japonski jen in nemško marko. To bi lahko tudi preprečilo nastanek sicer malo verjetne valutne vojne in protekcionističnih ukrepov, ki so po letu 1930 prispevali k poglobitvi velike depresije.

Marko Bombač, upravitelj premoženja

⁷ Višja inflacija je lahko posledica dveh dejavnikov, in sicer večje hitrosti obračanja denarja v obtoku in večje količine denarja v obtoku. To izhaja iz naslednje enačbe: $P \cdot Q = M \cdot V$; kjer je P = cenovna raven, Q = realna vrednost končne potrošnje, M = denar v obtoku in V = hitrost kroženja denarja.

⁸ Merjeno z zahtevano donosnostjo 10-letnih ameriških državnih obveznic znižano za donosnost inflacijskih obveznic

P/E kazalnik - pasti in priložnosti

Borzne strokovnjake boste večkrat slišali, da je neka delnica draga, druga poceni. Nek delniški trg je ugodno vrednoten, za drugega pravijo, da so kazalniki vrednotenja visoki. Pri sodbah o tem ali je neka delnica (oziroma delniški trg) draga ali poceni pa borzniki nimajo v mislih cene delnice (npr. delnica Krke stane 60,90 €), temveč kazalnike vrednotenja. Med njimi je najpogostejše razmerje med ceno delnice in preteklim čistim dobičkom na delnico, to je t.i. P/E kazalnik.

K popularnosti P/E kazalnika, ki je v praksi najpogostejše uporabljen relativni kazalnik pri vrednotenju delnic, veliko pripomorejo enostaven izračun kazalnika in empirične študije, ki potrjujejo uporabnost kazalnika. Je pa potrebno opozoriti, da preveliko zanašanje in poenostavljanje tega kazalnika lahko pripelje do napačnih zaključkov.

Kazalnik P/E se izračuna kot ulomek cene delnice z dobičkom na delnico. Strogo matematično gledano P/E kazalnik pove, koliko denarnih enot je investitor pripravljen odšteti za eno enoto dobička družbe. Vrednost kazalnika 20 pomeni, da je vlagatelj pripravljen odšteti 20 EUR za 1 EUR dobička izbrane družbe. Hkrati to pomeni tudi, gledano statično, da je potrebnih 20 let, da se bo z dobički pokrila naložba investitorja. Uporabnost tega enostavnega kazalnika potrjujejo tudi empirične študije, ki potrjujejo, da delnice z nizkim P/E kazalnikom na dolgi rok v povprečju presežejo donosnost delnic družb z visokim P/E kazalnikom⁹.

Na žalost borzni svet ni tako enostaven. Statičen pogled na kazalnik v smislu nizko (npr. vrednost P/E kazalnika pod 10) je ugodno in poceni, ni zadosten za sprejemanje pravih naložbenih odločitev. Ne smemo namreč pozabiti še vrste dejavnikov, ki vplivajo na to, da je kazalnik upravičeno nizek ali visok. Visok P/E kazalnik se pogosto povezuje z visoko pričakovano rastjo prihodnjega dobička. V preteklosti so jo na primer vlagatelji v delnice Microsofta dobro odnesli, čeprav je pred desetletji delnica kotirala pri vrednosti P/E kazalnika 100. Rast dobička družbe Microsoft je bila namreč hitrejša od rasti cene delnice družbe.

Nasprotno naložba v delnice družb, ki kotirajo pri nizki vrednosti kazalnika P/E, ne predstavljajo nujno ugodne investicijske priložnosti. Nizka vrednost kazalnika P/E lahko pomeni le nezaupanje investitorjev v vodenje družbe oziroma nezaupanje investitorjev v družbo, katere poslovno okolje bo verjetno negativno vplivalo na prihodnje poslovanje družbe. Nizek P/E lahko torej le pojasnjuje visoko tveganost poslovanja.

V splošnem tudi velja da je vrednost kazalnika sila spremenljiva v času. Tako lahko spremljamo splošno padanje vrednosti kazalnika P/E v primeru medvedjega trenda in splošno rast kazalnika P/E v primeru bikovskega trenda na delniškem trgu. Dodatno kazalnik P/E velja med relativnimi kazalniki za bolj ranljivega v primeru računovodskih manipulacij. V imenovalcu ima namreč čisti dobiček, ki dopušča veliko manipulacij in pogosto ne prikaže prave slike uspešnosti poslovanja podjetja. Druga pomanjkljivost kazalnika je, da v primeru izgube oziroma izredno nizkega dobička uporaba kazalnika za namen investicijskih odločitev ni mogoča, čeprav so tudi podjetja z izgubo lahko v določenih okoliščinah odlična naložba.

Kdaj torej lahko na osnovi P/E kazalnika sodimo, da je neka naložba ugodna?

1) Osnova ustreznih odločitev je lahko zgolj pravilno izračunani P/E kazalnik.

P/E kazalnik naj upošteva samo za osnovno poslovanje družbe relevantne podatke. Slednje pomeni, da se iz čistega dobička izločijo vsi enkratni dogodki, ki so vplivali na višino čistega dobička in vsi prihodki, katerih vir ni osnovno poslovanje družbe.

2) Ne primerjajmo hrušk in jabolk

Seveda je lahko indijsko računalniško podjetje s P/E kazalnikom 20 ugodnejše od nemške trgovske verige z isto vrednostjo tega kazalnika. Pravilno izračunano vrednost kazalnika P/E je potrebno primerjati s historičnimi vrednostmi kazalnika in na koncu še z vrednostjo kazalnika primerljivih družb iz enake panoge in države. Za primerljive družbe veljajo družbe s podobno zadolženostjo, podobnimi končnimi trgi in podobno dividendno politiko.

3) Zavedajte se možnih manipulacij družb z dobičkom

Dobiček, ki nastopa v imenovalcu P/E kazalnika, je čisti dobiček, ki daje veliko možnosti »kreativnim računovodjem«. Amortizacija in pripoznavanje prihodkov sta samo dve od zelo enostavnih možnosti manipulacije. Pogosto je za vrednotenje in ocenjevanje podjetij primernejši denarni tok (kazalnik EBITDA – dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo), ki ga podjetja težje manipulirajo.

⁹ Vir: Siegel, Jeremy J. (November 27, 2007). *Stocks for the Long Run : The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies* (4th ed.). New York: McGraw-Hill. pp. 436.

4) Pri vrednotenju se splača opreti še na druge relativne kazalnike

Pri vrednotenju ne gre slepo verjeti zgolj P/E kazalniku, temveč pogledajte še prodajo (P/S), denarni tok (EV/EBITDA), zadolženost (Asset/Debt) in ostale.

Matej Mazi,
upravitelj premoženja

Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in prodaje investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada opravlja na podlagi pooblastila družbe NLB Skladi tudi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB), in Banka Celje d.d. Podrobnejši podatki in informacije o krovnem skladu oziroma posameznih podskladih krovnega sklada so vsebovani v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in v izvlečkih prospekta podskladov. Pred pristopom vlagatelja k pravilom upravljanja morajo družba NLB Skladi oziroma drugi osebi, ki sta pooblašteni za trženje in prodajo investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada, vlagatelju brezplačno izročiti izvleček prospekta podsklada, na njegovo zahtevo pa morajo vlagatelju brezplačno izročiti tudi prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja ter zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada. Izvlečki prospekta podskladov, prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja, zadnja objavljena revidirano letno in polletno poročilo krovnega sklada ter druga gradiva, podatki in informacije o krovnem skladu oziroma podskladih krovnega sklada so vlagateljem dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih NLB in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Družba NLB Skladi objavlja podatke o gibanju vrednosti enote premoženja posameznega podsklada vsak delovni dan v časniku Finance in na spletni strani www.nlbskladi.si. Zgodovinski podatki o donosih ne zagotavljajo donosov v prihodnosti. Donosnost naložbe v posamezni podsklad bo v največji meri odvisna od prihodnjega splošnega gibanja tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalskih trgih, v manjši meri pa tudi od provizij in stroškov posameznega podsklada ter uspešnosti družbe NLB Skladi pri upravljanju premoženja podsklada. Zaradi neugodnih gibanj tečajev vrednostnih papirjev in valut obstaja možnost, da vlagatelj med varčevanjem ne dobi povrnjenih vseh sredstev, ki jih je vložil v investicijske kupone posameznega podsklada. Podatki o naravi tveganosti posameznega podsklada so navedeni v prospektu krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja. Najvišji vstopni stroški podskladov NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi - Evropa delniški, NLB Skladi - Slovenija delniški, NLB Skladi - Dinamični delniški, NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi - Naravni viri delniški, NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški, NLB Skladi - Azija delniški in NLB Skladi - Globalni delniški znašajo 3,00 % vrednosti investicijskega kupona, podskladov NLB Skladi - Kombinirani globalni in NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi 2,25 % vrednosti investicijskega kupona, podsklada NLB Skladi - Obvezniški EUR pa 1,50 % vrednosti investicijskega kupona. Najvišji izstopni stroški podskladov NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi - Evropa delniški, NLB Skladi - Slovenija delniški, NLB Skladi - Dinamični delniški, NLB Skladi - Kombinirani globalni, NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi, NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški, NLB Skladi - Naravni viri delniški, NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo delniški, NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški, NLB Skladi - Azija delniški in NLB Skladi - Globalni delniški znašajo 1,00 % vrednosti investicijskega kupona, najvišji izstopni stroški podsklada NLB Skladi - Obvezniški EUR pa znašajo 0,50 % vrednosti investicijskega kupona. Navedeni vstopni in izstopni stroški zmanjšujejo prikazani donos. Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Naše ocene so izdelane na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere menimo, da so verodostojni, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Družbi NLB Skladi in NLB ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta bilten. Omenjeni podatki v tem biltenu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerikoli 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. NLB in družba NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem biltenu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi posamezni podskladi krovnega sklada NLB Skladi. Osebe, ki v tej publikaciji podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podajajo mnenja. Nadzorna organa družbe NLB Skladi oziroma NLB sta Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana, oziroma Banka Slovenije, Slovenska 35, Ljubljana. Priporočila izdajateljem niso bilo razkrita. Z izdajatelji, ki so predmet priporočil in analiz, ni pomembnejših kapitalskih povezav in ni drugih pomembnih finančnih interesov.

Letnik 3, številka 4, november 2010

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: NLB Skladi, d.o.o.

Odgovorni urednik: mag. Kruno Abramovič, CFA

Urednik: Blaž Hribar, CFA

Grafična priprava in lektoriranje: NLB Skladi, d.o.o.

Brezplačni izvod, november 2010

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d., Ljubljana in Banka Celje d.d.

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | www.nlbskladi.si

Tiskovina je informativne narave. Pridružujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo.
Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave preverite veljavne pogoje in lastnosti storitve.

NLB  **Skladi**

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si