

### Slovenske delnice: za tiste, ki si upajo

Sloveniji se je v letošnjem letu že dvakrat uspelo prebiti na naslovnice mednarodnih časopisov: bolj kot osvojeni kristalni globusi na belih strminah je pozornost pritegnil strah, ali bo Slovenija naslednja, ki bo (v kratkem) zaprosila za pomoč<sup>1</sup>. Kaj to pomeni za slovenske delnice? V prispevku bomo poskušali pojasniti, kako trenutno politično-gospodarsko dogajanje v Sloveniji vpliva na cene slovenskih delnic ter kakšni so obeti in vzvodi za prihodnjo donosnost slovenskih delnic.

Živimo v negotovih časih, trenutno situacijo v Sloveniji lahko opišemo v treh točkah:

- **Politična negotovost in neenotnost.** Osrednje nujne teme, predvsem sanacija bančnega sistema, umik države iz gospodarstva s prodajo deležev družb v državni lasti in konsolidacija javnih financ, ostajajo odprte. Politiki so dali besedo, da bodo prioriteto pričeli z njihovim reševanjem, a precejšnja neenotnost stališč znotraj vlade zbuja močan dvom, ali se bodo (in kako hitro) potrebni ukrepi dejansko izvedli.
- **Recesija.** V letu 2012 se je po dveh letih blage rasti gospodarstvo ponovno skrčilo (-2,3 %)<sup>2</sup>. Tudi v letošnjem letu lahko pričakujemo negativno gospodarsko rast in krčenje potrošnje zaradi padca razpoložljivega dohodka (napoved Urada RS za makroekonomske analize in razvoj za gospodarsko rast v letu 2013 je -1,9 %). Svetla točka pri gospodarski aktivnosti ostaja relativno stabilen izvoz, za katerega se v naslednjih letih pričakuje blaga rast<sup>3</sup>.
- **Šibke banke.** Slabe terjatve v slovenskem finančnem sistemu predstavljajo kar petino bruto domačega proizvoda<sup>4</sup>. Očiščenje bančnega sistema bo za slovensko gospodarstvo velik zalogaj (do 5 milijard evrov<sup>5</sup>), ki pa bi v očeh tujih vlagateljev v veliki meri zmanjšalo negotovost poslovanja bank in posledično znižalo percepcijo tveganja države. Tudi v primeru državne sanacije bančnega sistema bi zadolženost Slovenije ostala pod povprečjem držav evroobmočja.

### Kako perspektivne so delnice v trenutnih razmerah?

Politična nestabilnost, skromna izvedba zastavljenih reform in neugodna gospodarska situacija so v veliki meri že vključene v cene slovenskih delnic, ki imajo v danih razmerah dokaj **ugodna vrednotenja** (tabela 1).

Kljub recesiji posamezne slovenske delniške družbe poslujejo presenetljivo dobro na račun **izvozne usmerjenosti**, ki omogoča stabilno poslovanje kljub upadu naročil doma. Kot primer, Slovenija skoraj tretjino izvoza blaga izvozi v gospodarsko stabilni Nemčiji in Avstriji<sup>6</sup>.

Posamezne manjše družbe s stabilnim poslovanjem a nestabilno lastniško strukturo so danes zanimive **prevzemne tarče**.

Tabela 1: Vrednotenje slovenskih delnic\*.

	Pričakovan P/E kazalnik	Dividendna donosnost
Gorenje	16,10	3,53%
Krka	10,31	3,46%
Mercator	140,07	5,38%
Nova KBM	neg.	/
Petrol	7,89	4,55%
Telekom	10,46	9,00%
Zavarovalnica Triglav	6,82	4,23%

Vir: napovedi in poročil družb, Bloomberg.

\*Pričakovan P/E kazalnik kaže razmerje med trenutno ceno za delnico in pričakovanim dobičkom za leto 2013. Pri dividendni donosnosti so upoštevani zadnji znani podatki o izplačilu dividend.

<sup>1</sup> O tem smo pisali v prispevku Strategiji v zadregi z dne 29. 3. 2013 »Slovenija = Ciper? NE«.

<sup>2</sup> Vir: Statistični urad RS, [http://pxweb.stat.si/pxweb/Database/Ekonomsko/03\\_nacionalni\\_racun/05\\_03019\\_BDP\\_letni/05\\_03019\\_BDP\\_letni.asp](http://pxweb.stat.si/pxweb/Database/Ekonomsko/03_nacionalni_racun/05_03019_BDP_letni/05_03019_BDP_letni.asp).

<sup>3</sup> Vir: UMAR, Spomladanska napoved 2013.

<sup>4</sup> Vir: Banka Slovenije, Poslovanje bank v tekočem letu, gibanja na kapitalnem trgu in obrestne mere, marec 2013, str. 7, Tabela 7, Zamude vseh razvrščenih terjatev pri bankah po skupinah komitentov. 6,973 mrd EUR oz. 14,6 % vseh terjatev bank s plačilom zamuja več kot 90 dni.

<sup>5</sup> Vir: Zakon o ukrepih Republike Slovenije za krepitev stabilnosti bank.

<sup>6</sup> Vir: Blagovna menjava Slovenije, SURS, oktober 2011, str. 20.

## Kako bo na cene slovenskih delnic vplival nadaljnji razplet dogodkov v slovenskih političnih in gospodarskih sferah?

Pričakovanja glede prihodnjih dogodkov in vpliv na cene delnic lahko strnemo v **tri scenarije**:

- **Srednji scenarij:** Nadaljevanje politične neenotnosti, pri čemer se postopoma sanira bančni sistem, zmanjša pa se tudi nenaklonjenost politikov do privatizacije vsaj manjših družb v pretežno državni lasti. Vzporedno poteka varčevanje z namenom uravnoteženja proračuna, zelo pa je verjeten tudi dvig davkov (predvsem DDV). Izvedba ukrepov pomiri vlagatelje, zahtevana donosnost na dolg slovenske države se zniža (trenutno znaša 5,97 %<sup>6</sup>, kar je primerljivo s ceno zadolževanja Portugalske in precej višje od cene zadolževanja Italije in Španije). Takemu scenariju pripisujemo več kot polovično verjetnost.  
**Kaj to pomeni za delnice?** Slovenske delnice ob zmernem pozitivnem presenečenju dosežejo rahlo nadpovprečne pozitivne donosnosti.
- **Pesimistični scenarij:** Politična nesoglasja povzročijo zavrnitve in ne-izvedbo reform. Posledica je dodaten padec kredibilnosti države ter izredno drago zadolževanje države, ki pa ni vzdržno. Mednarodna pomoč postane sčasoma neizogibna. Sodeč po ceni zavarovanja slovenskega državnega dolga ima tak scenarij približno tretjinsko verjetnost<sup>7</sup>. Podrobno so bili dejavniki, ki lahko sprožijo pesimistični scenarij, in verjetnost, da se ta uresniči, predstavljeni v prispevku »[Slovenija = Ciper? NE](#)«.  
**Kaj to pomeni za delnice?** Tečaj slovenskih delnic se znižajo. Implementacija zahtev (podanih s strani Trojke) je lahko za kapitalske trge kmalu pozitivno presenečenje, ob katerem delniški trg relativno hitro nadoknadi izgube.
- **Optimistični scenarij:** Učinkovita izvedba reform (uravnotežen proračun, reforma zdravstva, dodatne reforme s področja trga dela, pokojnin,...) zniža negotovost in s tem tudi ceno zadolževanja ter vzpostavi pogoje za gospodarsko rast. Izvajanje ukrepov pritegne tuje vlagatelje, povrne se kredibilnost države. Temu scenariju lahko damo približno 20 %-no verjetnost.  
**Kaj to pomeni za delnice?** Zelo ugoden scenarij za slovenske delnice! Ob takim razvoju dogodkov lahko na slovenskem delniškem trgu pričakujemo nadpovprečno visoke donosnosti.

### Strategi v zadregi: kupiti ali ne kupiti?

Da...

- **Ugodna vrednotenja** (posledica trenutno nadpovprečnega tveganja), **izvozna usmerjenost večjih družb** in **relativno visoka verjetnost prevzemov** govorijo v prid slovenskim delnicam.
- **Močno prisoten pesimizem** glede Slovenije **povečuje verjetnost pozitivnega presenečenja**, kar lahko vlagateljem v primeru ne tako slabega razpleta dogodkov kot se trenutno pričakuje v kombinaciji z ugodnimi vrednotenji prinese nadpovprečne donosnosti.
- Nakup slovenskih delnic z delom privarčevanih sredstev je lahko dobrodošla **dodatna razpršitev** premoženja. Koreliranost donosnosti slovenskih delnic in drugih delniških naložb v svetu je namreč zelo nizka<sup>8</sup>, še nižja pa je med donosnostjo slovenskih delnic z drugimi naložbenimi kategorijami.

Ne...

- **Tveganje je visoko**, a uresničitev **pesimističnega scenarija ni zelo verjetna**.
- Vlagateljem odsvetujemo, da se naložbam v slovenske delnice izpostavljajo **s pretežnim oziroma celotnim delom privarčevanih sredstev**. Gre namreč za **naložbo v ozko geografsko področje**, kateremu smo večinoma Slovenci prek svoje zaposlitve, naložbe v nepremičnine in prek drugih naložb (depoziti, pokojninski skladi) že izpostavljeni.

Odločitev za dolgoročno naložbo (na primer za 5 let) v slovenske delnice z delom privarčevanih sredstev (od 3 do 5 %) pa je glede na predstavljena dejstva danes lahko **modra odločitev**, ki jo lahko v enem stavku podkrepimo tudi z znamenitim citatom Warrena Buffetta: »Boj se, ko so drugi pohlepní, in bodi pohlepen, ko so drugi prestrašeni.«

Saša Dragonja, upraviteljica premoženja

<sup>6</sup> Obveznica Republike Slovenije (SLOREP 4 % 01/18/21 na dan 5. 4. 2013). Vir: Bloomberg.

<sup>7</sup> Ocena je podana na podlagi cene zavarovanj obveznice SLOREP 4 % 01/18/21 v primeru, da 50 % dolga ne bo pravočasno in v celoti poplačanega.

<sup>8</sup> Korelacijski koeficient med indeksom SBITOP in indeksom ameriških delnic S&P500 je na osnovi dvoletne serije tedenskih podatkov le 18,79.