

UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

DIPLOMSKA NALOGA  
INVESTIRANJE IN VREDNOTENJE DELNIC

DENIS KOVAČEC

MENTOR  
DOC. DR. ALEŠ AHČAN

KOPER, 2007



## POVZETEK

Posedovanje delnic oziroma investiranje v delnice je lahko donosno in lahko predstavlja posamezniku dodaten vir zaslužka, vendar je to lahko tudi tvegano. Tveganje je odvisno predvsem od vrste in kategorije delnic, ki jih želimo kupiti. Za nakup delnic v smislu »ob pravem času na pravem mestu« je pomembno upoštevati dejavnike, ki so podrobneje obravnavani v pričujočem diplomskem delu. Za lažje doseganje pričakovanih dobičkov iz naslova investiranja denarnih sredstev v delnice je pomembno poznati tudi samo vrednotenje delnic. Delnice lahko vrednotimo s pomočjo kazalcev, ki nam kažejo pomembne podatke o podjetju. Tako nam kazalci med drugim kažejo, kako določeno podjetje posluje, s kakšnim dobičkom oziroma izgubo posluje, kolikšna je knjigovodska vrednost delnic podjetja in podobno. Pri nakupu določene delnice podjetja imajo pomembno vlogo borzni posredniki, ki delnice v našem imenu kupijo ali prodajo ter nam pri nakupu ali prodaji delnic tudi svetujejo. Pri tem je potrebno poudariti, da gre za posameznikov denar in zato je občutek posameznika najpomembnejši. Kot je rekel Peter Lynch: »Ne kupujte delnic podjetij, katerih poslovanja ne razumete!«

*Ključne besede:* delnice, investiranje v delnice, kazalci vrednotenja delnic, vrednotenje delnic; borzni posredniki.

## ABSTRACT

Stocks are great way to make money, but there is certain amount of risk involved. The level of risk depends on the kind and category of stocks we wish to purchase. To purchase stocks by principle of "Being in the right place at the right time" you got to take into consideration the factors that are closely described in the diploma itself. To reach the expected profit detailed evaluation of the stock is important. We judge the value according to the indicators that show us important information about the company. The indicators tell us how certain company is running its business, how much profit they make, what is the accounting value of the stocks and so on and so forth. By purchasing stock of a certain company the stock brokers, who recommend, buy and sell them, have an important role to play... But we got to emphasize that it is your money at stake and therefore your intuition is the most important. As Peter Lynch said: "Do not buy stocks of a company whose business you do not understand !"

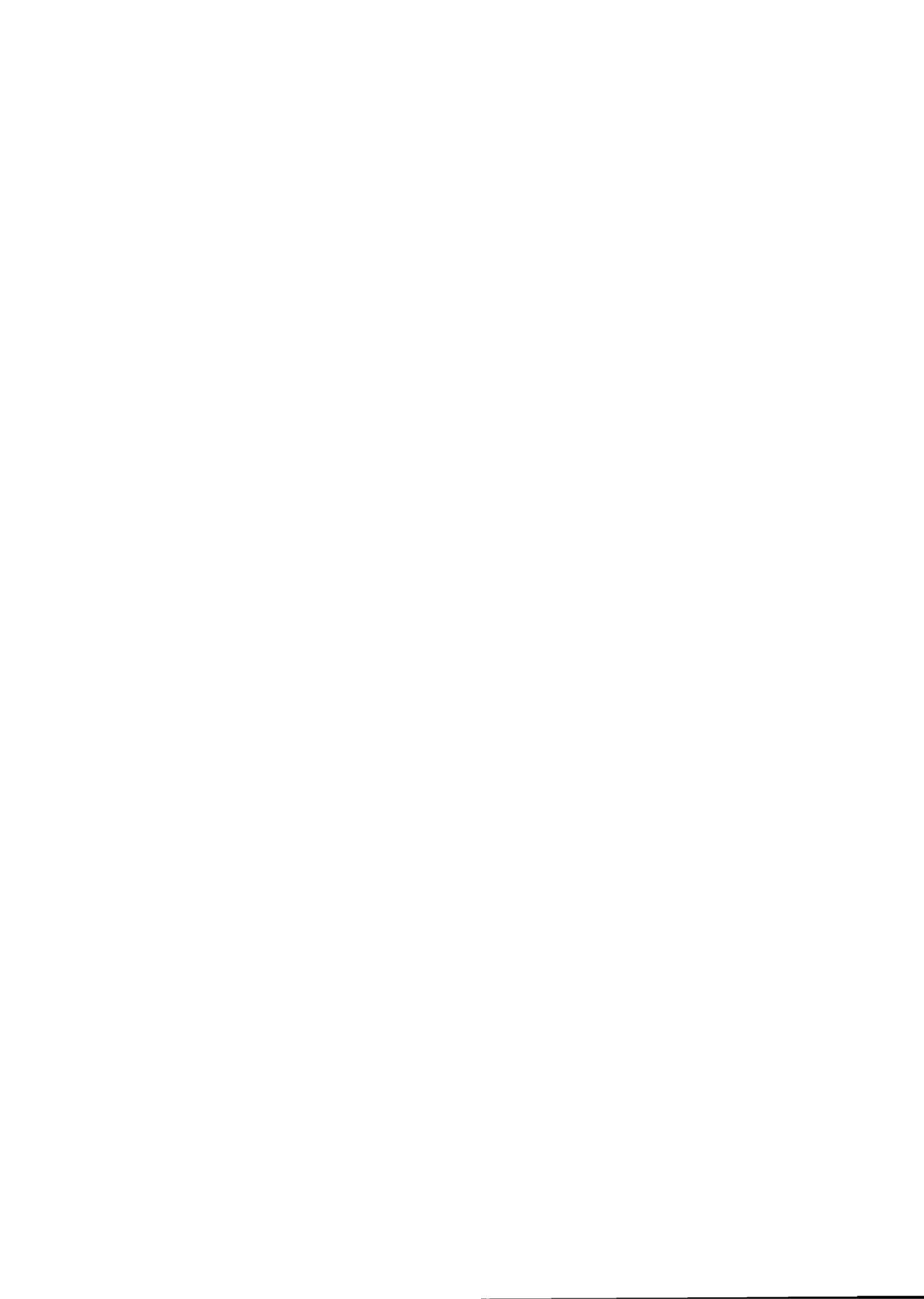
*Key words:* stocks, investment of stocks; indicators evaluation of stocks; evaluation of stocks; stockbroker.

**UDK:** 336.763:339.13.017(043.2)



## VSEBINA

<b>1 UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2 DELNICE</b> .....	<b>3</b>
2.1 Vrste delnic.....	3
2.1.1 Navadne delnice.....	4
2.1.2 Prednostne delnice .....	5
2.2 Investicijske kategorije delnic .....	7
2.3 Dividende .....	9
2.4 Trg vrednostnih papirjev kot del finančnega trga.....	10
2.4.1 Denarni trg .....	10
2.4.2 Trg kapitala .....	11
2.4.3 Vloga borznih posrednikov.....	12
2.4.4 Vrste borznih posrednikov .....	14
<b>3 INVESTIRANJE DELNIC</b> .....	<b>17</b>
3.1 Cilj investiranja .....	17
3.2 Kako investirati sredstva? .....	18
3.2.1 Finančni cilji .....	18
3.2.2 Finančne razmere .....	20
3.2.3 Odnos do tveganja.....	20
3.2.4 Znanje in izkušnje.....	20
3.3 Vrste naročil .....	21
3.4 Razlika med naložbo in špekulacijo.....	23
3.5 Kako lahko izgubimo denar na trgu delnic .....	24
3.6 Razpršitev naložb ali diverzifikacija sredstev.....	24
<b>4 TVEGANJE PRI NAKUPU DELNIC</b> .....	<b>27</b>
4.1 Vrste tveganj.....	27
4.2 Razredi tveganj.....	28
4.2.1 Nizko tveganje ali »temelj« .....	28
4.2.2 Nizko/srednje tveganje ali »varnost« .....	28
4.2.3 Srednje tveganje ali »varnost in rast« .....	28
4.2.4 Srednje/visoko tveganje ali »rast in tveganje« .....	29
4.2.5 Visoko tveganje.....	29
4.3 Sistematično in nesistematično tveganje.....	29
4.4 Tveganje in donosnost posamezne naložbe .....	31
4.5 Tveganje in donosnost premoženja.....	32
4.6 CAPM model (angl.: Capital Asset Pricing Model).....	33
4.6.1 Beta koeficient .....	33
4.6.2 Tržno premoženje .....	34



4.6.3 Tržna premija za tveganje .....	34
<b>5 TEMELJNA ANALIZA DELNIC.....</b>	<b>37</b>
5.1 Ekonomska analiza.....	37
5.1.1 Kratkoročna in dolgoročna ekonomska napoved.....	37
5.1.2 Ekonomska napoved ter analiza delnic – povezava s kratkoročnimi napovedmi.....	38
5.1.3 Ekonomska napoved ter analiza delnic – povezava z dolgoročnimi napovedmi.....	38
5.2 Panožna analiza.....	39
5.2.1 Merila za razvrstitev podjetij v panoge.....	39
5.2.2 Značilnosti ter tehnike analize panog .....	39
5.3 Analiza podjetja .....	40
5.3.1 Elementi analize podjetja.....	40
5.3.2 Izračun finančnih kazalcev poslovanja .....	42
5.3.3 Kazalci likvidnosti .....	42
5.3.4 Kazalci donosnosti.....	43
5.3.5 Kazalci tržne vrednosti .....	46
5.4 Cilj in pomen temeljne analize delnic podjetij.....	54
5.4.1 Pomen temeljne analize delnic .....	54
5.4.2 Proces temeljne analize delnic.....	54
5.4.3 Prednosti in slabosti temeljne analize delnic podjetij .....	56
<b>6 UPORABA TEMELJNE ANALIZE NA PRIMERU PODJETJA A IN B.....</b>	<b>57</b>
<b>7 ZAKLJUČEK .....</b>	<b>61</b>





## **SLIKE**

Slika 4.1 Sistematično in nesistematično tveganje .....	30
Slika 5.1 »Druga, modificirana Du Pontova formula določa donosnost lastniškega kapitala na naslednji način:« .....	46

## **TABELE**

Tabela 6.1 Temeljna analiza za podjetje A.....	57
Tabela 6.2 Temeljna analiza za podjetje B.....	60



## 1 UVOD

Konzervativni miselnosti o varčevanju, ki je v Sloveniji še vedno zelo prisotna, je potekel čas. Večina ljudi, predvsem starejše generacije, na borzo gleda s precejšnjim neodobravanjem, ker menijo, da predstavlja preveliko tveganje. Enačijo jo z igrami na srečo, kjer lahko posameznik samo izgubi. Zmotno je mišljenje, da je borza oziroma organiziran trg vrednostnih papirjev za špekulante, ki so pripravljeni sprejemati precejšnja tveganja, saj je borza primerno mesto za vsakega posameznika, ki je pripravljen oplemenititi svoja sredstva bolje kot npr. z varčevanjem v obliki depozitnih vlog, seveda ob prevzemanju določenega tveganja. Mlajše generacije bi morale imeti drugačen odnos do varčevanja kot starejše ter varčevati tudi v obliki naložb v delnice in ne samo v obliki naložb v bančne vloge ali državne obveznice. V spremembo oblike varčevanja in s tem v spremembo vrste naložb nas med drugim sili tudi nova pokojninska reforma, ki zmanjšuje redne pokojnine in pritiska na posameznika, da sam poskrbi za svojo starost. V Sloveniji in državah bivše Jugoslavije je veliko možnosti za smotrno investiranje v delnice, pa tudi čas za investiranje v delnice je primeren. Borza, ki obeta visoke donose, je odrinjena. Razlogov za to je več. Med najpomembnejšimi je miselnost glede investiranja, ki se hitro še ne bo spremenila, saj ljudje še vedno ne zaupajo naložbam v delnice.

Kljub temu, da je trg kapitala v Sloveniji v začetni fazi razvoja, so vse institucije, ki so potrebne za njegovo delovanje, vzpostavljene, vendar njegov razvoj omejuje proces tranzicije gospodarstva in počasnost lastninskega preoblikovanja. Finančni strokovnjaki v podjetjih se redkeje odločajo, da kot alternativo posojilu kot manj zapleteni obliki financiranja, pridobijo druge dolgoročne vire sredstev z izdajo obveznic ali delnic preko primarnega trga vrednostnih papirjev, kar je značilno za razvite ekonomije.

Odkar obstaja trg kapitala se ljudje sprašujejo, kako vrednotiti vrednostne papirje, kakšne kombinacije tveganih in netveganih naložb izbrati, da bi dosegli čim boljše donose in se hkrati počutili varne. Tako se pojavi vprašanje, kakšno strategijo investiranja izbrati. Skozi čas so se izoblikovale tri glavne metode analiziranja vrednostnih papirjev, in sicer temeljna analiza (angl.: fundamental analysis), tehnična analiza (angl.: technical analysis) in moderna teorija portfelja (angl.: modern portfolio theory).

Temeljna analiza je ugotavljanje notranje vrednosti delnic skozi analizo izkazov poslovanja družb, napovedi prihodnjih ekonomskih in panožnih gibanj. Če se izkaže, da je notranja vrednost delnice večja od tržne cene delnice, je to signal za nakup delnice in obratno, nižja notranja vrednost delnice od tržne cene delnice kaže na njeno precenjenost, kar je signal za njeno prodajo.

Tehnična analiza vključuje ugibanje prihodnjih gibanj tržnih cen delnic s pomočjo iskanja vzorcev na osnovi statistično značilnih podatkov o gibanju preteklih tržnih cen delnic (t.i. cenovni trendi). Najpomembnejša orodja tehnične analize so grafi različnih vrst in matematično – statistični kazalci, ki so lahko zelo preprosti ali pa tudi sofisticirani. Pomembno pri tehnični analizi je, da se vsi dejavniki poslovanja podjetij, ekonomskih gibanj, političnih dogodkov in podobno prenesejo na tržno ceno vrednostnih papirjev.

Moderna teorija portfelja, poskuša odgovoriti na vprašanje, kako priti do optimalnega portfelja vrednostnih papirjev. Temeljna analiza in tehnična analiza temeljita predvsem na ocenjevanju posameznega vrednostnega papirja z vidika pričakovane donosnosti in tveganja, moderna teorija portfelja pa skuša poiskati najboljšo kombinacijo vrednostnih papirjev za določen naložbeni portfelj, prav tako z vidika tveganja in donosnosti. Med različnimi vrednostnimi papirji, od katerih ima vsak določeno tveganje in pričakovano donosnost, poskuša izbrati tiste, ki oblikujejo želen naložbeni portfelj, upoštevajoč vlagateljeve zahteve glede donosnosti in tveganja.

Tematika pričujočega diplomskega dela skuša odgovoriti na vprašanje, kako naj posameznik kupuje delnice različnih podjetij s ciljem doseči čim večji kapitalski dobiček.

V prvem delu diplomskega dela je najprej podana predstavitev lastniških vrednostnih papirjev oziroma delnic, nato je podan opis trga vrednostnih papirjev, načini oblikovanja naložbenega portfelja ter obrazložitev tveganja.

V drugem delu diplomskega dela je obravnavano vrednotenje delnic tudi na osnovi kazalcev, ki kažejo, katere delnice podjetij so primerne za nakup. Upoštevajoč znano teorijo je na konkretnem primeru prikazano vrednotenje dveh podjetij, in sicer na osnovi določenih kazalcev.

## 2 DELNICE

Delnica je lastniški vrednostni papir, ki daje imetniku pravico do deleža v družbi in zagotovi, da bo dobil izplačan delež od dobička podjetja v obliki dividende v primeru, da jih podjetje izplačuje. Naložbe v delnice so v preteklosti prinašale svojim vlagateljem večje zasluge kot ostale naložbe. Na dolgi rok je razumno pričakovati, da bo rast delnic povprečno okoli 10% na leto. Na kratek rok lahko vrednost delnic precej niha in na to mora biti vlagatelj pripravljen. Pomembno je poudariti, da lahko gredo podjetja v stečaj. V tem primeru lahko vlagatelj izgubi vsa svoja vložena sredstva v delnice podjetja, pri čemer pa ni odgovoren za ostale obveznosti podjetja. Iz tega izhaja, da so naložbe v delnice v primerjavi z ostalimi naložbami precej tvegane. Zlato pravilo pravi, da naj vlagatelj kupuje delnice samo za toliko denarja, kot si lahko privošči, da ga izgubi. Pri posameznih vlagateljih je čas največja dobrina, ki vpliva na obseg tveganja, ki ga je posameznik pripravljen sprejeti. Mlajši ljudje so ponavadi pripravljeni več tvegati kot starejši, ki si običajno želijo večjo varnost in likvidnost svojih naložb.

Delnice izdajajo delniške družbe. Z nakupom delnice postanemo sorazmerni lastnik te družbe. Kot lastniški vrednostni papir nam delnica v sorazmernem deležu daje pravico do dobička (dividende), pri navadnih delnicah pa tudi pravico do upravljanja družbe.

Delnica omogoča vlagatelju poleg dividende, ki se običajno izplačuje letno, tudi kapitalski dobiček iz naslova rasti cene delnic – razlika med prodajno ceno in nakupno ceno delnice. Načeloma so izplačila dividend v višini okrog 2-3% letno, cena delnice pa lahko dolgoročno raste tudi za 10-15%. Pomembno je, kdaj se odločimo za nakup posamezne delnice. Če ne izberemo pravega trenutka, je lahko realizirana donosnost naložbe bistveno nižja ali celo negativna zaradi morebitnih negativnih gospodarskih gibanj ali celo prenapihjenosti cene delnice. Seveda velja tudi obratno.

Na splošno ločimo med navadnimi in prednostnimi delnicami. Obe vrsti delnic predstavljata obliko lastniškega kapitala podjetja. Razlike med njimi so v pravicah, ki jih imajo eni in drugi delničarji.

### 2.1 Vrste delnic

»Delnice niso med seboj enakovredne. Nekatere vam zagotavljajo na primer minimalno dividendo, druge vam ne dajejo pravice do glasu na glavnem zboru delničarjev, tretje ne smete prodati, če vam to vodstvo podjetja ne dovoli in tako naprej. Tudi pravila trgovanja se lahko glede na vrsto delnic razlikujejo. Pri naložbah v delnice je zato zelo pomembno, da veste, v kakšen nakup delnic se spuščate« (Jerovšek 1991, 22). V glavnem delimo delnice na navadne in prednostne delnice.

### 2.1.1 Navadne delnice

Posamezen delež navadnih delnic daje lastniku volilno pravico na skupščini delničarjev. Včasih podjetje izda več razredov navadnih delnic, od katerih imajo ene volilno pravico, druge pa ne, zato so slednje cenejše. Lastniki navadnih delnic imajo pravico tudi do udeležbe v stečajni masi ob prenehanju podjetja, vendar šele potem, ko so poplačane vse ostale terjatve. »Obstoječi delničarji imajo predkupno pravico ob povečanju lastniškega kapitala podjetja« (Brigham in Daves 2002, 141). »Lastnikom pripada tudi udeležba v čistem dobičku podjetja. Manager se odloča, koliko čistega dobička bo podjetje reinvestiralo, ostalo pa namenijo za izplačilo dividend. Ponovno investiranje za delničarja pomeni, da vrednost njegove naložbe naraste, prejete dividende pa za vlagatelja pomenijo prejeti denarni tok« (Bodie, Kane in Marcus 1999, 46-47). Delničarji niso osebno odgovorni za poslovanje podjetja in lahko s propadom podjetja izgubijo le v višini vloženega deleža.

Od posameznega podjetja je odvisno, koliko bodo znašale dividende, vendar visoke dividendne donosnosti ne pomenijo nujno boljše naložbe, saj je celotna donosnost naložbe v delnice sestavljena iz dividend in kapitalskega dobička. Delnice z nizko dividendno donosnostjo običajno obetajo višji kapitalski donos, saj v nasprotnem primeru vlagatelji ne bi imeli interesa investirati v takšno naložbo.

V skupino navadnih delnic uvrščamo tudi tako imenovane »*noload*« delnice. Njihova značilnost je, da jih lahko kupimo brez posrednikov in njihovih provizij. Obstajata dve vrsti teh delnic, in sicer tiste, ki so na voljo vsem vlagateljem in tiste, ki so na razpolago samo pravnim osebam ali prebivalcem države, v kateri je podjetje, ki takšne delnice izdaja, registrirano. Postopek pridobitve takšnih delnic je preprost. Izpolniti je potrebno vlogo in nakazati denar na ustrezen račun. Število podjetij, ki izdajajo tovrstne delnice, se povečuje. Nenazadnje je to v korist tako izdajateljem kot vlagateljem (Jesenek 2003, 47).

»Posebno vrsto delnic predstavljajo zakladne delnice. Gre za transakcijo, s katero podjetje odkupi svoje lastne delnice na borzi in s tem zmanjša celotno število delnic na trgu. Posledica je, da se zaradi manjšega števila delnic na trgu in ob enakem celotnem dobičku podjetja poveča dobiček na delnico« (Jesenek 2003, 47). Obstaja več razlogov, da se podjetje odloči za odkup lastnih delnic:

- da bi povečali dobiček na delnico,
- da bi jih lahko razdelili zaposlenim v obliki delniških opcij kot stimulacijo za boljše poslovanje,
- da bi jih lahko uporabili za predvidene prevzeme,

- ker ima na razpolago dovolj gotovinskih sredstev, ki pa jih ne želi razdeliti v obliki dividend, temveč se odloči za odkup lastnih delnic.

Prednosti odkupa navadnih delnic so naslednje:

- Napoved odkupa je pozitiven signal za vlagatelje, saj vodstvo podjetje najboljše pozna in tudi najlažje ocenjuje, kako bo z njim v prihodnosti, hkrati pa s tem izraža svoje prepričanje, da je trenutna tržna cena delnice prenizka.
- Ko se podjetje odloči za odkup, imajo delničarji možnost, da delnice obdržijo ali jih prodajo. Dividendo, izplačano v gotovini, morajo delničarji sprejeti in plačati davek.
- Odkup lahko zmanjša vpliv velikih ključnih lastnikov delnic, zaradi katerih je cena delnic pod pritiskom.
- Vodstva podjetij se nerada odločijo za zmanjšanje gotovinskih dividend, ker ima to negativen vpliv na tečaj njihovih delnic. Če je presežek tekoče gotovine le začasen, se raje odločijo za odkup delnic kot za povečanje gotovinskih dividend, za katere vedo, da jih dolgoročno ne morejo ohraniti na takšnem nivoju.
- Odkup se lahko uporabi za velike spremembe v kapitalski strukturi.

Slabosti odkupa navadnih delnic so naslednje:

- Podjetje lahko plača delnice na borzi po previsokem tečaju in tako izvede odkup v škodo preostalih delničarjev.
- Delničarji, ki delnice prodajo, se ne zavedajo zmeraj vseh posledic odkupa, obstaja pa tudi možnost, da nimajo primernih informacij o sedanjih in prihodnjih aktivnostih podjetja. Načeloma podjetja objavijo program odkupa pred pričetkom le-tega, da se s tem izognejo morebitnim sodnim sporom.
- Gotovinsko izplačane dividende so v večini zanesljive, odkupi niso. Če podjetje objavi redni, zanesljivi odkupni program, se lahko pojavi problem nepravilne akumulacije dajatev.

### **2.1.2 Prednostne delnice**

»Prednostne delnice imajo značilnost dolžniških in lastniških vrednostni papirjev. Z obveznicami imajo skupno, da lastniku zagotavljajo vsako leto fiksen donos« (Bodie, Kane in Marcus 1999, 48). Prednostne delnice imajo določeno dividendo, ta pa mora biti izplačana vsako leto, zato ponavadi ne nosijo pravice do glasovanja na skupščini.

Običajno so kumulativne, kar pomeni, da če podjetje posamezno leto prednostnim delničarjem dividend ne izplača, jih morajo izplačati v naslednjih letih v celoti za nazaj, preden so izplačane lastnikom navadnih delnic. Prednostne delnice so v različnih oblikah, na primer z odpoklicano klavzulo, zamenljive v navadne delnice, nekatere pa imajo dividende vezane na obrestno mero.

Prednostna delnica prinaša manjši donos kot navadna, saj je tudi tveganje naložbe manjše, daje pa večji donos kot obveznica, ki nosi še manjše tveganje in kjer donos ni odvisen od dohodka izdajatelja.

Najbolj običajne so prednostne delnice z naslednjimi lastnostmi:

- *Prednost pri izplačilu dividend (navadne prednostne delnice)*

»V primeru, da ima prednostna delnica prednost pri izplačilu dividend, morajo biti v tekočem letu vse dividende prednostnim delničarjem izplačane pred izplačilom dividend navadnim delničarjem. Da podjetje lahko izvrši plačilo dividend, jih mora večina delničarjev na letni skupščini odobriti. V kolikor dividende v tekočem letu niso odobrene, jih tudi prednostni delničarji ne morejo dobiti. Kljub temu pa podjetje zaradi tega ne utrpí nobenih sankcij« (Jesenek 2003, 48).

- *Akumulacija dividend (akumulacijske prednostne delnice)*

»Če na skupščini podjetja v tekočem letu dividende niso potrjene, imajo lastniki akumulacijskih prednostnih delnic pravico iz naslova neizplačanih dividend iz preteklih let. Dividende navadnim delničarjem ne morejo biti izplačane, dokler niso poplačane vse terjatve akumulacijskih prednostnih delničarjev. Lastniki, ki nimajo te vrste prednostnih delnic, nimajo pravice terjati dividend iz preteklih let, v kolikor niso bile izplačane v tekočem letu« (Jesenek 2003, 48).

- *Udeležba pri izplačilu presežka od določene dividendne stopnje (participativne delnice)*

»V primeru, da gre za prednostno delnico, ki omogoča udeležbo pri izplačilu presežka dividende nad določeno dividendno stopnjo, lahko delničar dobi dodatno dividendo, ko le-ta preseže v naprej določeno dividendno stopnjo. Pogoji soudeležbe so navedeni na potrdilu o lastništvu. Na primer: v pogojih je lahko določeno, da morajo prejeti prednostni delničarji razliko dividende, v kolikor objavljena dividenda navadnim delničarjem presega 10\$« (Jesenek 2003, 48).

- *Zamenljivost v navadne delnice (konvertibilne prednostne delnice)*

»Zamenljive prednostne delnice lahko lastniki po svoji izbiri zamenjajo po določenem menjalnem tečaju v druge vrednostne papirje podjetja. Skoraj vedno gre za navadne delnice. Ta možnost je za vlagatelje zelo zanimiva. Zamenljive prednostne delnice so po lastnostih zelo podobne zamenljivim obveznicam. Glavni razlog za



njihovo izdajo je mnenje vodstva podjetja, da je trenutna cena njihovih delnic prenizka, podjetje pa potrebuje dodatna finančna sredstva» (Jesenek 2003, 49).

- *Pravica podjetja do odkupa prednostnih delnic (prednostne delnice na odpoklic)*

»Podjetje lahko po odločitvi vodstva odkupi prednostne delnice na odpoklic. Odkupna cena je predmet originalne delniške pogodbe. V primeru, da so prednostne delnice na odpoklic tudi akumulacijske, morajo najprej poplačati zaostale dividende, preden lahko delnice odkupijo. Ker nad odkupi delnic vlagatelji niso navdušeni in bi bilo zato z njimi težko trgovati, se v praksi uporablja možnost, da delnic določeno število let ni možno odpoklicati« (Jesenek 2003, 49).

- *Prednost pri poplačilu v primeru stečaja (navadne prednostne delnice)*

»V primeru stečaja podjetja imajo prednostni delničarji prednost pri poplačilu pred navadnimi delničarji. Ker sredstev običajno ni dovolj, lastniki prednostnih delnic in lastniki navadnih delnic iz stečajne mase ne dobijo nič. Pred poplačilom terjatev prednostnih delničarjev se iz stečajne mase najprej poplačajo terjatve lastnikov obveznic, upnikov, bank, delavcev, pokojninskih skladov in države iz naslova neplačanih davkov« (Jesenek 2003, 49).

- *Drseče prednostne delnice*

»Pri drsečih prednostnih delnicah znesek dividende ni fiksen, temveč je vezan na tečaj državnih vrednostnih papirjev. Izdajajo jih pretežno komunalna podjetja in velike komercialne banke« (Jesenek 2003, 49).

- *Prednostne delnice denarnega sklada*

»Tržne licitacijske prednostne delnice so investicijske banke prvič predstavile vlagateljem leta 1984. Vsakih sedem tednov podpisnik izvede licitacijo. Lastniki, ki želijo delnice prodati, jih lahko ponudijo na licitaciji po nominalni vrednosti. Kupci plačajo prodajalcu nominalno vrednost delnice, izdajatelj pa mora plačati dividendno stopnjo, kot je bila določena na licitaciji« (Jesenek 2003, 49).

## **2.2 Investicijske kategorije delnic**

V Sloveniji, kjer nimamo na razpolago nekaj tisoč različnih delnic, težko razvrščamo delnice po investicijskih kategorijah, če bi že poskusili, bi rekli, da imamo tri vrste delnic: »blue chip« delnice, kamor bi uvrstili delnice kot so Petrol, Krka, Gorenje in Mercator; delnice PID-ov in manj likvidne delnice, kot so Tosama, Etol in Helios. Na mednarodnih trgih PID-ov ne poznajo, obstajajo pa manj likvidne delnice in tudi »blue chip« delnice. Poleg njih pa je še kar nekaj kategorij, ki jih je dobro poznati že zaradi razumevanja investicijske strategije vzajemnih skladov (Jesenek 2003, 52).

Ločimo torej med:

- »Blue Chip« delnicami,

## *Delnice*

- delnicami hitre rasti,
- cikličnimi delnicami,
- špekulativnimi delnicami,
- delnicami s stalnim donosom,
- defenzivnimi delnicami,
- delnicami, ki so občutljive na gibanje obrestne mere.

»*Blue Chip*« delnice so delnice najbolj prestižnih podjetij. Zaupanje vlagateljev v njihovo poslovanje je veliko. Naložba v delnice teh podjetij sicer ni brez tveganja, saj so v preteklosti že tudi takšna podjetja propadla, vendar ni večje od povprečnega. Podjetja, ki sodijo v to skupino, so npr. Petrol, Krka, Mercator in podobno. To so dobra podjetja s stabilnimi prihodki, dobički in visokimi bonitetnimi ocenami. Ta podjetja praviloma izplačujejo dividende.

*Delnice hitre rasti* so delnice tistih podjetij, ki imajo tehnologijo in znanje, ki naj bi jim v prihodnosti omogočila hitro rast dobičkov. Takšna podjetja zelo veliko investirajo v raziskovanje in razvoj ter zaslužene dobičke vračajo nazaj v podjetje za prihodnje širitve. Če že izplačajo dividende, so te minimalne, praviloma pa jih ne izplačujejo. Gibanje tečajev njihovih delnic je živahno. V obdobju splošne rasti tečajev delnic v zadnji petih letih prejšnjega tisočletja so prinašale naložbe v to kategorijo delnic najvišje donose. Ko so se po letu 2000 tečaji na borzah obrnili navzdol, so se njihovi tečaji zelo znižali (tudi za več kot 50%). Takšna podjetja so npr. Nokia, Amgen, Qualcomm, Cisco (Jesenek 2003, 52).

*Ciklične delnice* so delnice tistih podjetij, katerih prodaja in dobički močno nihajo, skladno s spremembami v poslovnih ciklih. Ko so razmere v gospodarstvu dobre, dobički rastejo in posledično tudi cene delnic ter obratno, ko se razmere poslabšajo. Nekatere industrijske panoge so bolj občutljive na gospodarske cikle kot druge. Podjetjem, ki se ukvarjajo s stanovanjskim in nezgodnim zavarovanjem, profitabilnost niha skladno z gospodarskim gibanjem. V času prosperitete sklenejo veliko zavarovanj, v času zniževanja stroškov pa se zaslužki iz tega naslova zmanjšajo. Tudi letalska in avtomobilska industrija se gibljeta v ciklih. V to skupino lahko uvrstimo delnice naslednjih podjetij: Ford, Boeing, Lufthansa, Generali (Jesenek 2003, 53).

*Špekulativne delnice* hitro prepoznamo. Njihov kazalec tečajev v primerjavi z dobičkom (P/E) se giblje med 50 in 100, medtem ko se v povprečju pri ostalih delnicah ta kazalec giblje med 10 in 20. Vlagatelji jih kupujejo predvsem iz špekulativnih razlogov. Posebno vrsto špekulativnih delnic predstavljajo nove izdaje. Ker vlagatelji teh podjetij ne

poznajo dobro, ne vedo, če bodo poslovni rezultati v prihodnosti upravičili njihova pričakovanja, ki so vgrajena v začetni ceni delnice (Jesenek 2003, 53).

*Donosne delnice* kupujejo nekateri ljudje zaradi visokih dividend, čeprav na splošno obveznice prinašajo boljši tekoči učinkovit donos na vložen kapital. Seveda je nekaj delnic, ki se lahko primerjajo s temi donosi. Mednje sodijo razna komunalna podjetja. Vlagatelji, ki jih kupujejo, vedo, da ne morejo pričakovati večje rasti tečajev delnic, so pa zadovoljni z rednimi polletnimi izplačili dokaj visokih dividend (Jesenek 2003, 53).

Defenzivne delnice so stabilne in relativno varne tudi v času padajočega trga. Podjetja, katerih delnice sodijo v to skupino, izdelujejo hrano, farmacevtske proizvode, opravljajo komunalne storitve ali proizvajajo brezalkoholne pijače. Na splošno bi lahko rekli, da gre za podjetja, ki opravljajo storitve ali proizvajajo takšne proizvode, ki so nujno potrebni vsak dan, v kakršnikoli ekonomski klimi, zato se tudi njihova potrošnja bistveno ne zmanjša v času recesije. Primeri: Gillette, Coca Cola, Pfizer, Henkel (Jesenek 2003, 53).

*Delnice, občutljive na gibanje obrestnih mer*, so delnice tistih podjetij, katerih poslovni rezultati so močno odvisni od gibanja obrestnih mer. Sem lahko uvrstimo nekatere od cikličnih industrij, kot sta avtomobilska industrija in gradbeništvo. Tudi rezultati bančnih in finančnih organizacij so povezani z gibanjem obrestnih mer (Jesenek 2003, 54).

### **2.3 Dividende**

Uspešna podjetja ustvarjajo dobiček. Dobiček potem bodisi uporabijo za nadaljnji razvoj, nakup vrednostnih papirjev, poplačilo dolga ali pa ga razdelijo delničarjem. Obstaja več vrst teorij o izplačilu dividend, vendar je v praksi težko doseči dokončni sklep o tem, katera teorija je najbolj pravilna. Pri nas podjetja izplačujejo dividende enkrat letno, v tujini jih izplačujejo večinoma četrtletno. Ponavadi so izplačane v:

- gotovini,
- delnicah,
- drugih sredstvih.

Dividende so zelo redko izplačane drugače kot v denarju ali delnicah, pa vendar so na primer v neki veliki tuji destilarni pred leti izplačali dividende v obliki steklenice viskija za vsako delnico.

Precej bolj običajno je, da delničarjem izplačajo dividende v obliki dodatnih delnic. Po naravi izpeljave posla je ta transakcija zelo podobna razdelitvi delnic (stock split). V obeh primerih gre za razdelitev na manjše deleže, brez bistvenih sprememb za delničarje. Pri 5% delniški dividendi bo dobil delničar za obstoječih 100 delnic 5 novih. Celotno število delnic se poveča, s tem pa se zmanjšajo dividende, dobički in cena na delnico.

»Vodstva podjetij imajo rada to obliko, ker jih, razen administrativnih stroškov, ne stane nič. Delničarji jih imajo radi zaradi tega, ker dobijo več delnic in dividenda ni predmet obdavčitve. Vpliv tega dejanja ima naslednje vplive na ceno delnic« (Jesenek 2003, 54).

Po Jesenku 2003 ima vpliv tega dejanja naslednje vplive:

- v povprečju cena delnice poraste kmalu po objavi razdelitve ali izplačila delniških dividend;
- porast cene izraža prepričanja delničarjev, da izplačilo dividend v delnicah pomeni večje dobičke in dividende v prihodnje;
- čeprav tečaj delnic takoj po objavi zraste, pa ponovno pade na prejšnjo raven, če v nekaj mesecih podjetje ne objavi povečanja dobičkov.

#### **2.4 Trg vrednostnih papirjev kot del finančnega trga**

Na finančnem trgu se trguje s finančnimi presežki oziroma finančnimi premoženjskimi oblikami. Je tudi stičišče, kjer se zbirajo različne informacije (cena, tveganje, boniteta), ki so enakopravno dostopne vsem udeležencem določenega trga in so podlaga za sprejemanje posameznih finančnih odločitev. Finančni trg se deli na denarni trg in trg kapitala. Razlika med njima je v času, potrebnem za prenos finančnih sredstev od suficitnih na deficitne gospodarske celice. Na denarnem trgu se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta, medtem ko se na trgu kapitala trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo preko enega leta ali brez dospelosti. V praksi meje med posameznimi oblikami trgov denarja in kapitala niso jasno določene. Omenjeni trgi se pogosto medsebojno prepletajo.

##### **2.4.1 Denarni trg**

»Med denarni trg, poleg kratkoročnih posojil uvrščamo tudi kratkoročne dolžniške vrednostne papirje države, poslovnih bank, prvovrstnih podjetij in drugih finančnih institucij z dospelostjo do enega leta ali manj od dneva izdaje. Nekateri vrednostni papirji so dosegljivi le posameznim finančnim institucijam, veliko pa jih je dosegljivih vsem vrstam vlagateljev« (Kolb in Rodriguez 1996, 28). Te vrednostne papirje srečujemo na sekundarnem trgu, kjer so njihove cene in donosnost tesno povezane s tistimi, ki jih dosegajo novo izdani instrumenti. Skupne značilnosti instrumentov denarnega trga so običajno kratkoročnost, majhno tveganje in visoka likvidnost. Po

svetu so se razvili in obstajajo danes različni instrumenti trga kratkoročnih vrednostnih papirjev, prevladujejo pa:

- zakladne menice (kratkoročni dolžniški vrednostni papirji za financiranje primanjkljajev državnega proračuna ),
- komercialni zapisi (kratkoročni dolžniški vrednostni papirji velikih bank in podjetij z dobro boniteto),
- sporazumi o reokupu (REPO posli), (kjer gre za prodajo vrednostnih papirjev z obvezo povratnega nakupa teh vrednostnih papirjev po vnaprej dogovorjeni ceni).

#### **2.4.2 Trg kapitala**

»Trg kapitala je drugi segment finančnega trga in se od denarnega trga razlikuje po tem, da na njem vlagatelji investirajo sredstva v dolgoročne naložbe oziroma finančne oblike z zapadlostjo, ki je daljša od enega leta. Obravnavamo ga lahko kot alternativo naložbi v nepremičnine ali zlato« (Mishkin in Eakins 1998, 244). »Poleg trga dolgoročnih posojil, zajema tudi trg dolgoročnih vrednostnih papirjev, kjer se trguje z dolgoročnimi dolžniškimi<sup>1</sup> in lastniškimi<sup>2</sup> vrednostnimi papirji, ki jih izdajajo podjetja, banke in druge poslovne institucije, država, občine in posamezniki« (Ribnikar 1999, 172).

Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev se deli na primarni in sekundarni<sup>3</sup>. Slednji je pomemben za obstoj prvega, saj obstoječi finančni instrumenti imetnikom vrednostnih papirjev omogočajo doseganje visoke stopnje likvidnosti z možnostjo njihove prodaje na borzi. Zraven teh dveh oblik se danes pojavljata še dve specializirani obliki sekundarnega trga. To sta terciarni in kvartarni trg.

- Na primarnem trgu se trguje z novimi izdajami vrednostnih papirjev. Izdajatelj novega vrednostnega papirja, se lahko odloči za neposredno primarno izdajo vrednostnih papirjev, ki jo opravi izdajatelj sam ali pa posredno primarno izdajo, ki jo izpelje specializirana finančna služba izdajatelja vrednostnih papirjev ob pomoči zunanjih pravnih sodelavcev, lahko pa izdajatelj celotni postopek prepusti borzno posredniškim hišam ali investicijskim bankam. Tako izdane vrednostne papirje in njihovo plasiranje na trg imenujemo primarna izdaja vrednostnih papirjev. Ker jih njihov izdajatelj ponudi v odkup prvič, imenujemo ta trg primarni trg vrednostnih papirjev.
- Sekundarni trg omogoča kupcem primarnih izdaj nadaljnjo prodajo in nakup vrednostnih papirjev. Za ta trg pa je značilna relativno visoka likvidnost, saj

---

<sup>1</sup> Obveznice podjetij, bank, države, občine itd.

<sup>2</sup> Delnice podjetij in finančnih institucij.

<sup>3</sup> Enako delitev uporabljamo tudi za trg kratkoročnih vrednostnih papirjev.

lahko v vsakem trenutku vrednostne papirje prodamo in zamenjamo za denar. Na sekundarnem trgu se finančne oblike prodajajo na dva načina:

- a) na organiziranem trgu (borzi). Borza vrednostnih papirjev je edino mesto, kjer trgovanje z vrednostnimi papirji poteka na organiziran način preko borznih posrednikov.
  - b) na neorganiziranem trgu (OTC). Trg OTC je pomemben predvsem za manjša podjetja, ki ne izpolnjujejo kriterijev za uvrstitev na borzni trg. Na ta način pridobijo možnost sodelovanja na trgih in posledično pridobivanja dodatnega kapitala.
- Na terciarnem trgu se z vrednostnimi papirji, ki sicer kotirajo na borzi, trguje zunaj borze. Vzdržujejo ga za to specializirani borzni posredniki in borzni trgovci, ki želijo doseči novo, višjo ceno vrednostnih papirjev, ki bi jim prinesla pri trgovanju višji dobiček. Transakcije na tem trgu so hitrejše od tistih na borzi.
  - Kwartarni trg je trg brez borznih posrednikov, tu sodelujejo institucionalni vlagatelji in premožni posamezniki. Prednost tega trga je v nižjih stroških in v tajnosti posla za širšo javnost.

#### **2.4.3 Vloga borznih posrednikov**

Borzni posredniki imajo pomembno vlogo na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Tam jih srečamo v vlogi borznih trgovcev, ki pri opravljanju dela uporabljajo tudi lasten kapital<sup>4</sup>. Naloge borznih posrednikov so oblikovanje cen, zagotavljanje likvidnosti in kontinuirane dvostranske kotacije v vnaprej določenih mejah ter stabiliziranje cene. Borzni posrednik posreduje ob tržnem neravnovesju in tako blaži nihanja cen vrednostnih papirjev. V vlogi kupca vrednostnih papirjev pa se pojavi, kadar obstaja splošna težnja k prodaji in tako ublaži pritisk na spremembo cene. Obratno velja ob splošni težnji k nakupu. Ukrepa pa tudi, kadar se trg pretirano odzove na določeno informacijo. V primeru manjših nihanj, iz ene stopnje na drugo, ohranjajo večjo stabilnost cen, vlagatelji pa so izpostavljeni manjšim tveganjem kot pri hitrih, velikih spremembah cen. S takšnim ravnanjem tako zagotavljajo dolgoročno rast trga.

Borzni posrednik je lahko kateri koli borzni član, ki sklene pogodbo z borzo ali z izdajateljem. Njegova naloga je dnevno zagotavljanje ponudb in povpraševanj za določen vrednostni papir pri določenih tečajih. Na trgu določa dve ceni: ceno, ki jo je pripravljen plačati za nakup vrednostnega papirja, in ceno, pri kateri je pripravljen vrednostni papir prodati. Večjo razliko med tema cenama ustvari, večji je dobiček.

---

<sup>4</sup> Veliko borz in mrež trgovcev zahteva od trgovcev, da le-ti zadostijo minimalnim zahtevam po kapitalu in s tem zagotavljajo določeno stopnjo likvidnosti trga.

Storitve borznih posrednikov so nujno potrebne, ker naročila s strani javnosti na večini trgov ne zagotavljajo stabilizacije cen. Na mnogih borzah imajo borzni posredniki pomembno vlogo tudi pri določanju začetne cene in cene po končanem trgovanju. S svojim poznavanjem toka naročil, lahko borzni posredniki izboljšajo kvaliteto cen. Zaradi uporabe lastnega kapitala so pri svojem delu izpostavljeni določeni stopnji tveganja.

Pri trgovanju z vrednostnimi papirji vedno obstaja verjetnost, da bodo cene v prihodnosti padle, kar bi borznim posrednikom, ki posedajo večjo količino zalog vrednostnih papirjev, prineslo izgubo. Velikim količinam zalog vrednostnih papirjev se izogibajo tudi zaradi nepoznavanja natančne prave vrednosti instrumentov, s katerimi trgujejo. Kadar informirani vlagatelj odda naročilo za nakup oziroma prodajo borznemu posredniku, ki še ni seznanjen z novimi informacijami, obstaja velika verjetnost, da bo borzni posrednik utrpel izgubo. Likvidnost ponujajo le, kadar so prepričani, da bodo izgubo zaradi trgovanja z informiranimi udeleženci trga lahko nadomestili z donosom trgovanja z neinformiranimi udeleženci trga. Zavarujejo se z večanjem cenovnega razmika, kar izgube ne prepreči, ampak jo zmanjša.

Ena izmed nalog borznega posrednika v vlogi borznega trgovca je tudi ta, da na podlagi naročil organizira in nadzoruje trgovanje. Včasih mora sodelovati tudi pri transakcijah, ki niso dobičkonosne. Njegove aktivnosti naj bi preprečevale oziroma blažile kratkoročna cenovna nihanja, medtem ko na dolgoročno prilagoditev cen ne vplivajo. Da bi dobro opravljali svoje delo, morajo le-ti imeti na voljo čim več informacij o podjetju, za katerega vzdržujejo trg. Za borzne trgovce so vrednostni papirji velikih podjetij, s katerimi je ponavadi veliko prometa, dosti bolj zanimivi, kot vrednostni papirji manjših podjetij.

Nasveti borznih posrednikov so nadvse dobrodošli, vendar se morate za nakup odločiti sami. Zelo nelogično se je oklepiti samo nasveta borznega posrednika, ne da bi prisluhnili svojemu občutku. Če bi borzni posrednik resnično znal predvideti trg, bi tržil zase in postal zelo bogat. Borzni posredniki dobijo provizijo od vas, kadar kupujete delnice, ki so vam jih priporočili, pa tudi takrat, ko jih prodate.

Individualni vlagatelji nimajo možnosti, da bi direktno trgovali z delnicami. Za trgovanje morajo uporabiti storitve borznih posrednikov, ki v njihovem imenu izvršijo zelene transakcije. Do nedavnega ni bilo pretirane konkurence med borznimi posredniki, ker so bile provizije fiksne in dogovorjene. Konec fiksno določenih provizij in kasneje pojav interneta je pomenil nov način trgovanja, ki je veliko bližji individualnim vlagateljem.

Delnice je moč kupiti na več načinov:

- direktno od podjetja, ko delnice ponudi v prodajo (večinoma je to praksa pri državnih privatizacijah);

- direktno od investicijskih skladov;
- preko borznih posrednikov v bankah ali borznih hišah;
- preko »discount« borznih posrednikov, ki delujejo bodisi v sklopu bank ali so samostojna podjetja.

#### **2.4.4 Vrste borznih posrednikov**

V tujini obstajajo v splošnem tri vrste borznih posrednikov, ki se med seboj razlikujejo po nivoju storitev, ki jih ponujajo svojim strankam, in sicer:

- borzni posredniki z direktnim dostopom do borze;
- online »discount« borzni posredniki;
- borzni posredniki, ki strankam poleg izvršitve transakcije ponujajo še nasvet (full service).

Zadnji so seveda najdražji, kar pa ne pomeni, da so tudi najboljši. Za svojo storitev stranki zaračunajo provizijo v višini do 2% vrednosti transakcije. Če imamo opravka s to vrsto borznega posrednika, nikoli ne oddajte »odprtega ali tržnega« naročila v izvršitev, temveč vnaprej določite zeleno ceno vrednostnega papirja (limit order) ter po možnosti še izstopno ceno (limit stop loss order) v primeru, da ne bi šlo vse po načrtih (Jesenek 2003, 31).

Druga vrsta borznih posrednikov, tako imenovani »discount« borzni posredniki, so zrasli »kot gobe po dežju« v zadnjih 5-ih letih. Višina provizije, ki jo zaračunavajo strankam, je odvisna od vrste naročila (pribitek za limitirano naročilo), načina oddaje naročila (višji strošek pri telefonskem naročilu), števila vrednostnih papirjev (npr. pri nakupu / prodaji več kot 1000 delnic se strošek po enoti zniža), vrst delnic ter se giblje v razponu med 7,75\$ do 29,95\$. Za ta denar so na razpolago tudi nekatera analitična orodja, sprotni tečaji in analitična poročila. V primerjavi s prejšnjo skupino se zdi, da je ta možnost s finančnega vidika bistveno ugodnejša. Kar bi sicer tudi držalo, če ne bi bilo res tudi to, da se veliko vlagateljev ne zaveda, da je višina provizije le del vseh stroškov, ki jih plačajo pri nakupu oziroma prodaji vrednostnih papirjev (Jesenek 2003, 31).

Institucionalni vlagatelji, kot so pokojninski skladi, vzajemni skladi, »hedge« skladi, banke in drugi, pri trgovanju z delnicami, opcijami in nekaterimi izvedenimi finančnimi instrumenti, že dolgo izkoriščajo prednosti, ki jih ponujajo borzni posredniki z direktnim dostopom. Že nekaj časa pa so ti sistemi na voljo tudi posameznim vlagateljem. Nalog, ki ga vlagatelj posreduje preko trgovalnega programa oziroma ga ima na razpolago pri teh borznih posrednikih, potuje neposredno na borzo, brez vsakršnega posrednika. Če gre za delnice z manjšim dnevnim prometom, je nalog viden v knjigi naročil (v primeru limitiranega naročila). Za pot potrebuje le nekaj sekund, odvisno od internetnih povezav.



Če je na razpolago dovolj delnic izbranega podjetja, bo nalog avtomatično in nemudoma izvršen. Drugače pa imajo prednost nalogi, ki predstavljajo najbolj ugodno ponudbo oziroma povpraševanje in so vloženi prej kot ostali. Še pred oddajo naloga lahko stranka izbira, komu bo nalog poslala v izvedbo, izbranemu »market markerju« ali izbranemu ECN-u (Electronic Communications Networks), kar pri prejšnjih vrstah borznih posrednikov ni možno (Jesenek 2003, 32).

Vse to je omogočila naprednejša tehnologija, ki so jo najprej uvedli v ZDA. Zato tudi ne preseneča, da je v Evropi teh borznih posrednikov zelo malo. Za razliko od ameriških pa evropski omogočajo direkten dostop tudi do 70 svetovnih trgov in ne samo do Nasdaq in NYSE. V tem primeru je stranki omogočeno, da z enega računa pošilja svoja naročila na izbrano borzo – po najnižji možni ceni in brez izgube dragocenega časa (Jesenek 2003, 33).

Ne glede na to, koliko storitev nam lahko borzni posrednik nudi in kako cenovno ugoden je, pa bodite pozorni na morda ne preveč opazno informacijo, ki se običajno skriva v drobnem tisku; kako in v kakšni višini je borzni posrednik poskrbel za zavarovanje sredstev na vašem računu v primeru, da se sam znajde v likvidnostnih težavah. V nekaterih državah obstajajo posebne zavarovalne institucije, ki zavarujejo sredstva na računih komitentov borznoposredniških hiš, ki so njihove članice. V večini članstvo ni obvezno. V Ameriki je to organizacija imenovana Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Drugod mora borzna hiša skleniti zavarovalno polico, ki strankam v takšnih primerih krije škodo. Resne borznoposredniške hiše bodo imele te vrste nevarnosti ustrezno zavarovane in bodo stranke opozorili, do katere višine in katere oblike papirjev so zavarovane. Pri SIPC-u je vlagateljovo dobroimetje na računu pri borzni hiši zavarovano do višine 500.000\$, od tega gotovina največ do 100.000\$ (Jesenek 2003, 33).

Zavarovanje ne pokriva blagovno terminskih pogodb, valut, investicijskih pogodb, oziroma vseh tistih vrednostnih papirjev, ki niso registrirani pri ameriški agenciji za trg vrednostnih papirjev (SEC) po zakonu iz leta 1933. Zavarovanje tudi ne krije izgube, ki je nastala zaradi padca tržne vrednosti vrednostnega papirja. SIPC izplača protivrednost do predvidene maksimalne višine sredstev na trgovalnem računu samo v primeru, če celotna sredstva borzne hiše v stečajnem ali likvidacijskem postopku ne zadoščajo za poplačilo vseh zahtevkov. Večje borzne hiše imajo poleg pogodbe s SIPC sklenjene še dodatne zavarovalne pogodbe za kritje te vrste tveganja (Jesenek 2003, 33).



### 3 INVESTIRANJE DELNIC

Peter Lynch, manager ene od ameriških investicijskih družb, je dosegel odlično kariero z upravljanjem ogromnega sklada Magellan Fund, sedaj pa je v pokoju. Leta 1992 je izjavil: »Ne zanašajte se na investicijske sklade. Mislim, da najboljše investirati v posamezne delnice. Manjši vlagatelj lahko tudi sam zelo dobro izbere, katere delnice se splača kupiti. Vse kar potrebujete, sta dva ali tri dobra podjetja na desetletje«. Rekel je tudi, da ljudje nikoli ne bi smeli kupovati delnic podjetij, katerih poslovanja ne razumejo. Sam je naložil ogromno denarja v delnice Dunkin Donuts in Toys R'Us, ker se na krofe in igračke spozna (Richardson 1996, 15).

»Vlagatelj amater je nekdo, ki se poleg svojega rednega dela, ukvarja z investiranjem denarja v različne vrednostne papirje. Ne glede na svojo plačo, si vsak želi investirati denar tja, kjer bo varen in bo prinašal dobiček. Večina ljudi je zelo presenečena, ko ugotovi, da je težje zadržati vrednost denarja kot ga zaslužiti« (Richardson 1996, 11).

Pri trgovanju z delnicami na večjih mednarodnih borzah se lahko vlagatelj odloči za dve vrsti transakcij:

- »long« transakcijo,
- »short« transakcijo.

Običajno vlagatelj delnico najprej kupi in jo proda, ko cena delnice poraste. Tej vrsti transakcije pravimo »long« transakcija.

Pri »short« načinu trgovanja pa kupec delnico najprej proda in jo kasneje kupi. V tem primeru bo vlagatelju dobiček prinesel padec cene delnice. Večji kot je padec cene delnice, večji je dobiček. Vlagatelju delnice posodi borzna hiša. Kasneje mora delnice kupiti, da vrne izposojene delnice. Poleg vračila delnic mora borznemu posredniku plačati tudi morebitne dividende, ki so bile izplačane v času izposoje. Zaslужki pri takšnem trgovanju so omejeni, ker lahko vrednost delnice pade samo do vrednosti nič (hipotetično). Za razliko od zaslužkov so lahko izgube pri tem poslovanju neomejene. Vrednost delnice lahko poraste navzgor neomejeno. Ta način investiranja je zelo tvegan.

#### 3.1 Cilj investiranja

Končni cilj vsakega vlagatelja je doživljenjska sigurnost, ki jo doseže kot rezultat planiranega investiranja. To je pravo bogastvo. Takšnega bogastva ne moremo enačiti z bogastvom, ki je rezultat nepredvidljivih okoliščin ali sreče (dedovanja, dobiček na lotu). Ne pravijo zastonj: »Hitro pridobljeno, hitro izgubljeno!« Ob dobro preišljenem strukturiranem planu, lahko vlagatelj ustvari optimalno vračilo dobička od vloženega

kapitala, brez nepredvidenega povečanja tveganja. Vendar pa se portfelj, ki prinaša dobiček, ne more ustvariti sam. Ustvariti ga morate vi (Richardson 1996, 12).

Vsak posameznik, ki želi uspeti kot vlagatelj v delnice, mora zavreči iluzijo, da se lahko veliko bogastvo ustvari v kratkem času z malo začetnega kapitala. Zelo redko se ponudi priložnost, da se doseže velik dobiček v kratkem času. Večinoma so rezultat nenavadnih pogojev in sreče.

Uspešno investiranje temelji na pravilni presoji naložbe, na kupovanju delnic v trenutku, ko je cena delnice manjša od njene prave vrednosti in na potrpežljivem čakanju, da cena ponovno zraste ali preseže pravo vrednost.

### **3.2 Kako investirati sredstva?**

Najpogostejše vprašanje, ki se nam pojavi je, katera je najboljša dolgoročna naložba? Odgovor: je ni. Skozi dolgo obdobje, ima vsaka naložba rizično prilagojeno, pričakovano vrednost. V krajšem obdobju se njihovi rezultati zelo razlikujejo. To pomeni, da mora dober vlagatelj prepoznati določen cikel in vedeti kako menjati svoje naložbe v skladu s trenutnimi pogoji na tržišču.

»Nihče ne more predvideti prihodnosti. Za dobro investiranje tega na srečo ne potrebujemo. Dovolj je prepoznati, kaj v določenem trenutku prevladuje in na tej osnovi investirati. Odločitev za investiranje je potrebno sprejeti zdaj, ne v preteklosti ali v prihodnosti. Če je čas za nakup delnic ugoden, jih kupite. Ni tako pomembno katero delnico kupite. Vsekakor je boljše kupiti slabo delnico ob pravem času, kot dobro delnico ob nepravem času« (Richardson 1996, 21).

»Kako naj vlagatelj nalaga prihranke, da bo čim lažje in s sprejemljivim tveganjem dosegel svoje finančne cilje, je odvisno od več dejavnikov in je za vsakega vlagatelja drugačno. Optimalna naložba prihrankov je odvisna od posameznikovega osebnega finančnega profila, ki ga opredeljujejo naslednji ključni dejavniki« (Kleindienst in Jakhel 2001, 22):

- finančni cilji,
- posameznikove finančne razmere,
- posameznikov odnos do tveganja,
- znanje in izkušnje.

#### **3.2.1 Finančni cilji**

Vlagatelj mora pravilno zastaviti svoj cilj, predvsem pa mora opredeliti, kaj natančno želi z naložbo doseči. To lahko stori tako, da opredeli časovni rok, v katerem želi svoj cilj ustvariti, dobrino ali potrebo, ki jo želi zadovoljiti ter višino dodatnega

potrebnega zneska, s katerim lahko doseže zastavljen cilj (Oblikovanje ustreznega finančnega portfelja B.1.).

Finančne cilje delimo po Kleindienstu 2001 v štiri skupine:

- *Cilji, s katerimi dosežemo osnovno finančno varnost.* Posameznik se mora zavarovati pred nepričakovanimi izdatki ali nepričakovano izgubo dohodka. Sredstva, naložena za doseganje osnovne finančne varnosti, naj bi bila naložena v zelo varne naložbe, kot so: bančne vloge ali državne obveznice.
- *Varčevanje, s katerim dosežemo kratkoročne in srednjeročne cilje.* V to skupino spadajo finančni cilji, kot so: nakup avtomobila, manjša obnova stanovanja, počitnice in podobno. Njihova značilnost je ta, da so navadno dokaj nujni, obdobje varčevanja traja od enega do treh let in ne predstavljajo izdatkov največjih vrednosti. Tudi za doseg teh ciljev je priporočljivo varčevati v bančnih vlogah in državnih obveznicah.
- *Varčevanje, s katerim dosežemo dolgoročne finančne cilje.* V to skupino spada varčevanje za dodatno pokojnino, nakup stanovanja ali hiše, varčevanje za šolanje otrok in podobno. Ti cilji so pomembnejši od kratkoročnih, od njihove uresničitve je odvisna blaginja posameznika v prihodnosti. Uspešnost njihovega uresničevanja je zelo odvisna od vrst naložb, v katerih posameznik varčuje. Za tako varčevanje so zelo primerni nekoliko bolj tvegani finančni instrumenti, kot so delnice.
- *Varčevanje za ustvarjanje rednih tekočih dohodkov.* Cilj te vrste varčevanj je, da na podlagi prihrankov ustvarijo dodatne redne dohodke. Za takšen cilj se bodo odločali predvsem posamezniki, ki so zbrali dovolj finančnega premoženja za dostojno pokojnino. Za te posameznike je priporočljivo varčevanje v razmeroma varnih obveznicah in delnicah varnih podjetij, ki izplačujejo visoke dividende.

Ko se odločamo za investiranje, je zelo pomemben podatek, kdaj bomo sredstva reinvestirali oziroma začeli črpati. Zato pri planiranju vseh svojih finančnih ciljev ugotovite, kdaj in koliko sredstev boste potrebovali za doseg ciljev.

Časovni okvir je zelo pomembna komponenta pri izvedbi diverzifikacije sredstev, kajti daljše kot je obdobje namenjeno za investiranje, večji delež delnic lahko kupite. S tem dosežemo v povprečju bistveno višji donos celotnega portfelja naložb. Povečajo se tudi možnosti za doseg ciljev.

Bolj dolgoročno kot je varčevanje, bolj tvegana je lahko sestava prihrankov. Priporočeno varčevanje v vrednostne papirje je najmanj za dobo 5-ih let, v primeru varčevanja izključno v delnicah pa celo najmanj za dobo 10-ih let!

Časovni horizont je zelo pomemben faktor, saj je od časa, v katerem želi vlagatelj doseči nek cilj, pomembna sama struktura naložbe. Splošna pravila, upoštevajoč dejavnik časa so sledeča:

- daljše kot je varčevanje, bolj tvegana je lahko struktura naložbe,
- daljše kot je obdobje vlaganja v delnice, manjša je verjetnost izgube.

Tako lahko pri različnih investicijskih ciljeh rečemo, da je ob začetku varčevanja delež delnic lahko precej visok, čim bolj pa se vlagatelj približuje doseganju zastavljenega cilja, manj tveganja si lahko privoščijo. Delež delnic se tako postopoma znižuje, povečuje pa se delež varnejših vrednostnih papirjev (obveznice, obvezniški skladi, zakladne menice, denarne rezerve) (Oblikovanje ustreznega finančnega portfelja B.1.).

### **3.2.2 Finančne razmere**

Poleg finančnih ciljev, ki jih vlagatelj želi doseči, so pri oblikovanju posameznikove najugodnejše razporeditve prihrankov pomembne tudi njegove finančne razmere. Ugodnejše kot so, večje tveganje lahko prevzame pri naložbi prihrankov. Osebne finančne razmere so odvisne od:

- velikosti premoženja gospodinjstva,
- števila vzdrževanih članov,
- stabilnosti zaposlitve,
- odstotka, ki ga gospodinjstvo porabi za pokrivanje nujnih življenjskih izdatkov,
- kratkoročnih finančnih ciljev,
- verjetnosti nepričakovanih izdatkov.

### **3.2.3 Odnos do tveganja**

Glede na stopnjo tveganja, ki so jo pripravljeno sprejeti, lahko vlagatelje v delnice v grobem razdelimo na tiste, ki so bolj nagnjeni k tveganju in tiste, ki do tveganja čutijo odpor. Posameznikov odnos do tveganja naj ne bi imel prevladujočega vpliva na njegovo strateško razporeditev premoženja.

### **3.2.4 Znanje in izkušnje**

Od vlagateljev, ki so si sicer podobni v vseh drugih elementih, ki vplivajo na priporočljivo razporeditev finančnega premoženja, naj bi tisti, ki imajo z investiranjem v bolj tvegane finančne instrumente manj izkušenj, oblikovali manj tvegano sestavo premoženja kot tisti, ki imajo bogate izkušnje in dobro znanje. Vendar naj posameznikove izkušnje z naložbo prihrankov v različne finančne oblike in poznavanje naložb ne bi imele večjega vpliva na vlagateljevo razporeditev prihrankov. Nenazadnje

lahko tudi vlagatelji, ki imajo le osnovno znanje o naložbah, poiščejo pomoč pri finančnih svetovalcih.

### 3.3 Vrste naročil

Izbiramo lahko med:

- tržnim ali odprtim naročilom (market-open order),
- limitiranim naročilom (limit order),
- stop naročilom (stop order),
- stop limitiranim naročilom (stop limit order – tudi stop loss order),
- tečajem ob otvoritvi (at the opening order),
- tečajem ob zaključku (at the close order),
- zbirnim nalogom (basket order),
- premikajočim stop naročilom (trailing stop order),
- zakritim naročilom (iceberg order).

Glede časovne veljavnosti naloga pa poznamo še:

- dnevna naročila (day order),
- naročilo, ki velja do preklica (GTC – good till canceled order),
- naročilo, ki velja do dne, ki ga sami določimo.

To seveda niso vse možnosti, ki so nam na razpolago, vendar se najpogosteje uporabljajo in tudi zadoščajo večini vlagateljev.

*Tržno ali odprto naročilo* je naročilo za nakup ali prodajo vrednostnega papirja po tečaju, po katerem je v tistem trenutku možno izvršiti transakcijo, vendar pod pogojem, da obstaja dovolj velika ponudba oziroma povpraševanje. Na ceno v tem primeru nikakor ne moremo vplivati in tudi naloga, ko je posredovan v trgovalni sistem, ne moremo preklicati. Naš nalog bo izvršen v trenutku, ko bo prišel na vrsto. Odprti nalogi imajo namreč prednost pred limitiranimi naročili, saj vedno predstavljajo najboljšo ponudbo oziroma povpraševanje. Prednost te vrste borznih naročil je zanesljiva izvedba. Nalog bo izvršen v vsakem primeru, samo ne vemo še po kakšni ceni. Največja pomanjkljivost je nezmožnost vplivanja na ceno vrednostnega papirja.

*Limitirano naročilo* je naročilo za nakup ali prodajo vrednostnega papirja po vnaprej določeni ceni. Zagotavlja, da transakcija ne bo izvršena po ceni, ki bi bila manj ugodna, kot je limitirana cena, lahko pa je bolj ugodna. Za določanje cenovnih omejitev uporabljamo besede minimalno pri prodaji in maksimalno pri nakupu delnice. Za razliko od tržnih naročil uporaba limitiranih naročil ne zagotavlja izvršitve naloga.

*Stop naročilo* postane tržno naročilo za nakup ali prodajo vrednostnega papirja, ko tržna cena doseže ali preseže določeno stop ceno. Glavna namena uporabe te vrste nalogov sta: zavarovanje obstoječih dobičkov in zmanjševanje morebitnih izgub. Pri nakupnih stop naročilih poskušamo zavarovati obstoječe pozicije, ko smo vrednostni papir prodali brez kritja (short sale), zato tudi določimo ceno višje od trenutne tržne cene. Naloga prodajnih stop naročil je zavarovanje obstoječih nakupov vrednostnih papirjev v našem portfelju pred morebitnim padcem vrednosti, zato postavimo stop ceno pod trenutno borzno ceno. Prednost stop naročil je, da nam omogočajo zavarovanje naših pozicij pred nepredvidenim gibanjem cen na borzi, ker pa se stop naročilo ob izpolnjenih pogojih spremeni v tržno naročilo, nam je zagotovljena tudi izvedba. Velika pomanjkljivost je, da nam ni znana izvedbena cena, ki se lahko občutno razlikuje od postavljene stop cene.

*Stop limitirano naročilo* je enako prej opisani vrsti naročil v tem, da stop ceno aktivira naročilo. Vendar po aktiviranju to ne postane tržno naročilo, temveč limitirano naročilo. To pomeni, da se transakcija izvede samo po vnaprej določenem minimalnem tečaju ali celo boljšem. S to vrsto naročila se zavarujemo pred tveganji, ki ga prinašajo stop naročila, ko nam ni znan tečaj, po katerem se bo transakcija izvršila. Izpostavljeni pa smo tveganju, da se naročilo nikoli ne bo izvršilo, čeprav je tečaj dosegel našo stop ceno.

Če damo borznemu posredniku nalog »tečaj ob otvoritvi«, bo dal nalog v izvedbo pred začetkom borznega poslovanja in tečaj, ki ga bomo dobili, je odvisen od tega, kdaj bo naš nalog prišel na vrsto. Borzne aktivnosti potekajo tudi pred in po uradnem delu trgovanja, vendar se naš nalog aktivira šele takrat, ko se začne uradni del. Profesionalni borzni trgovci imenujejo naloge, ki pridejo v izvršitev v prvih 20-30 minutah uradnega poslovanja, »neumen denar«, za razliko od denarja profesionalnih vlagateljev, ki ga imenujejo »pameten denar«, ki pa se pojavi, ko so vse pomembne novice znane in smer gibanja tečajev nakazana. Tem vrstam nalogov se raje izogibajte.

*Tečaj ob zaključku* je vrsta naročila, za katerega velja vse, kar smo povedali pri prejšnji vrsti nalogov, s to razliko, da dobimo tečaj, ki se oblikuje v zadnjih minutah rednega dela trgovanja. Uporabljajo jih špekulanti, ki računajo, da se bodo tečaji v pobornem trgovanju gibal v smeri, ki so jo predvideli.

*Zbirna naročila* uporabljajo pretežno finančno močnejši vlagatelji ter institucionalni vlagatelji, kot so na primer »hedge« skladi, in sicer kot pomoč pri izvajanju posebnih strategij (arbitraža, trgovanje parov delnic), ki jih uporabljajo. Vlagatelj izbere košarico posameznih vrednostnih papirjev, za katero želi, da bi bili nalogi istočasno izvršeni.

*Premikajoče stop naročilo* je vrsta prodajnega ali nakupnega naročila, kjer določimo stop ceno za fiksni znesek pod ali nad trenutno tržno ceno. Če tržna cena zraste, zraste za isti znesek tudi naša stop ceno, če pa tržna cena pade, se stop ceno ne spremeni. Na ta način ima vlagatelj možnost, da nadzoruje maksimalno možno izgubo, ne da bi omejil



možni dobiček. Ravno obratno deluje nakupna vrsta tega naročila. Slaba stran teh nalogov je, da ni nobene garancije, da se bo naročilo izvršilo, ko bo stop cena dosežena. Še posebej je to nevarno v primerih, ko tečaji hitro padajo oziroma vlada na trgih velika volatilitnost. Programi, ki omogočajo izvedbo takšnih nalogov, v takšnih situacijah zelo radi zatajijo.

Pri *zakritih naročilih* je javno viden le del večje količine naročila za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev, ostalo je skrito. Tako ni možno ugotoviti, kolikšna je dejanska velikost naloga v resnici. Takšnih trikov se poslužujejo upravitelji skladov in tudi večji posamezni vlagatelji, ki ne želijo razkriti svojih strategij ali si zaradi velike količine vrednostnih papirjev, ki jih želijo prodati ali kupiti, poslabšati svojih izhodišč.

*Dnevno naročilo*, kot pove že samo ime, velja samo do zaključka trgovalnega dne. Če v tem času ni bilo izvršeno ali ga nismo sami preklicali, se nalog iz sistema izbriše. Velja za vse vrste limitiranih naročil, ki jim nismo kako drugače določili roka veljavnosti.

*GTC naročilo* velja do izvršitve naloga ali do našega preklica za vse vrste limitiranih naročil. Nekatere borznoposredniške hiše imajo vseeno postavljene varovalne mehanizme, da nalogi, starejši od šestih mesecev, avtomatično potečejo, če v tem času seveda niso bili izvršeni. Pogosto vlagatelji na svoje dane naloge pozabijo in so presenečeni, ko se le-ti izvršijo v najbolj neprimernem času.

Če ne uporabljamo dnevnega naročila, je najboljša možnost, da sami določimo veljavnost naloga. V nalog zapišemo, kako dolgo velja (npr. en mesec, tri mesece ali dva dni). Katere časovne razpore lahko uporabimo, je odvisno od našega borznega posrednika, zato to prej preverimo (Jesenek 2003, 39-45).

### **3.4 Razlika med naložbo in špekulacijo**

Špekulant je vlagatelj, ki se ni pravočasno umaknil. Na splošno pa velja, da je investiranje konzervativno razpolaganje s sredstvi z namenom doseganja dolgoročnega dobička, špekulacija pa je kratkoročno kupovanje ali prodajanje z namenom da se zasluži zaradi sprememb na trgu.

V večini primerov, ne pa vedno, je pri investiranju manjše tveganje kot pri špekulaciji. Vlagatelj ne išče hitre spremembe, ampak dohodek. Naložbe ponavadi niso bolj dolgoročne od špekulantskih transakcij, vendar pa vlagatelj tekom sprejemanja odločitve o investiranju stavi na dolgoročno naložbo. Kasneje lahko naložbo spremeni in z njo drugače razpolaga, v kolikor se spremenijo pogoji ali se sredstva lahko bolje uporabijo.

Špekulacija je podobna igram na srečo, ker je odvisna od več neznanih dejavnikov v času transakcije. Tveganje je večje in v kolikor je naložba uspešna, je tudi dobiček večji. Po drugi strani pa je tudi izguba večja, če ne dosežemo zelenih rezultatov. Špekulacija je igra napak, ta ki jih manj naredi, zmaga.

Kadar se nekdo pozanima o delnicah oziroma o podjetju in ugotovi, da se delnice prodajajo pod njihovimi realnimi vrednostmi, da prinašajo dobre dividende in da obstaja perspektiva nadaljnje rasti ter te delnice kupi v upanju, da ustvari dolgoročni dobiček, je to *naložba*. Če pa se delnice kupujejo samo zaradi padca ali porasta cen na trgu, v upanju, da se bodo lahko prodale za visok dobiček, potem je to *špekulacija*.

Obe metodi sta prisotni v trgovanju z delnicami. Nobena od njiju ni pravilna ali nepravilna. Nič ni narobe s špekulacijo, če se zavedate tveganja in si lahko privoščite izgubo vseh sredstev, ki ste jih vložili. Mnogi pametni vlagatelji imajo 95% svojih razpoložljivih sredstev v konzervativnih naložbah, s 5%, ki jih lahko izgubijo, pa špekulirajo, kar jim naredi življenje zanimivejše. Če imajo srečo, lahko ustvarijo lep dobiček.

### **3.5 Kako lahko izgubimo denar na trgu delnic**

Najpogostejši vzrok izgube denarja na trgu delnic, je kupovanje delnic, katerih cena raste. Ta napaka je vezana na psihologijo ljudi. Večina ljudi ne prenese, da drugi ustvarjajo dobiček, oni pa niso zraven. Čas za nakup delnic je, ko so cene nizke. Vsako naraščanje cen na trgu, približuje delnice zgornji meji in s tem zmanjšuje višino dobička.

»Drugi razlog izgube na trgu delnic je uporno zadrževanje delnic, katerih vrednost pada. Če trend ni vaš prijatelj, hitro prekinite z izgubo. Najpomembnejše je ostati likviden« (Richardson 1996, 29-31).

### **3.6 Razpršitev naložb ali diverzifikacija sredstev**

Že v Talmudu, za katerega menijo, da je nastal med leti 1200 p.n.št. in 500 n.št. je podan nasvet, kako naj se pravilno razprši premoženje. Denar naj se enakomerno razdeli na tri dele in naloži tretjino v zemljo, tretjino v posel in tretjino naj se ga hrani v rezervah. Čeprav je ta nasvet iz svetih židovskih knjig star približno 2000 let, je jasno, da so se že takrat zavedali potrebe po zmanjševanju tveganj.

Če bi ga prenesli na današnji imenovalec, bi rekli, da naj se razpoložljivo premoženje sorazmerno porazdeli med naložbe v različne delnice, naložbe v nepremičnine in naložbe v obveznice.

Na ta način bi ustvarili primerno uravnotežen portfelj, ki bi bil sestavljen iz naložb z majhno stopnjo medsebojne koleracije in katerega stopnja volatilnosti bi bila nižja od volatilnosti posameznega vrednostnega papirja v portfelju.

Diverzifikacija sredstev v praksi pomeni, da ne položite in nesete vseh jajc v eni košari. V primeru, da bo šlo na nekem trgu kaj narobe, to še ne pomeni, da to velja za vse enako. S tem so naložbe bistveno bolj razpršene, hkrati pa se tveganje preloži na več različnih naložb.

Pomembno je, da investirate v naložbe, ki so med seboj nekorelirane ali pa je ta medsebojna korelacija majhna. V nasprotnem primeru vas to ne bo obvarovalo pred padanjem tečajev, četudi imate razpršena sredstva v različne delnice.

Diverzifikacija sredstev torej pomeni, da:

- razpršimo sredstva med naložbe;
  - ki so geografsko razpršene,
  - z različno volatilitnostjo, ustrezno za vlagatelja,
  - katerih korelacija naj bi bila čim manjša ali celo negativna,
  - različnih rizičnosti (od obveznic, delnic na domačih in tujih trgih, trgov v razvoju, skladov z garantiranim izplačilom glavnice in drugo).
- predvidimo ustrezen delež posameznih vrst naložb v investicijskem portfelju;
- od posamezne investicijske možnosti predvidimo manj ali bolj tvegane naložbe;
- upoštevamo časovni horizont investiranja;
- upoštevamo stopnjo sprejemanja tveganja vlagatelja.

Diverzifikacija sredstev je uravnotežena sestava mešanice različnih vrst naložb z različnimi stopnjami tveganosti v razmerju, ki je priporočljiva za vlagatelja. Je instrument, s katerim sicer ni zagotovljena popolna varnost, je pa bistveno zmanjšana tveganost naložb, gledano v celoti. Diverzifikacija sredstev mora biti sestavljena po načelu zasledovanja ciljev vlagatelja, z minimiranjem in izpostavljanjem prevelikemu tveganju (Diverzifikacija sredstev B.1.).



## 4 TVEGANJE PRI NAKUPU DELNIC

Naložba v delnice predstavlja seveda tudi tveganje. Definirano je kot verjetnost, da dosežemo nizek ali negativen donos. Čim večja je verjetnost, da dosežemo nizek ali negativen donos, bolj tvegana je naložba. Netvegane naložbe so tiste, pri katerih je pričakovana donosnost enaka dejanski, tvegana sredstva pa ponavadi prinašajo višji ali nižji donos od pričakovanega. Racionalni vlagatelji niso naklonjeni tveganju, zato se rajši odločajo za manj tvegane naložbe. Večjo negotovost so pripravljene sprejeti le, če je pričakovana stopnja donosa dovolj velika, da odtehta večje tveganje.

### 4.1 Vrste tveganj

Investiranje v delnice je tvegano, vendar pri tem upamo, da bomo dosegli zadovoljive dobičke. Nobena naložba ni sprejemljiva, v kolikor ne moremo pričakovati zadostnega poplačila, ki bi nadomestilo ta nivo tveganja. Tveganje je povezano z verjetnostjo, da pričakovanega donosa ne bomo dosegli. Večja kot je ta verjetnost, bolj tvegana je naložba.

V teoriji poznamo naslednje vrste tveganj:

- *tveganje povezano z obrestno mero – obrestno tveganje oziroma tveganje spremembe obrestne mere.* S porastom obrestne mere se poveča verjetnost, da se bo vrednost naše naložbe v delnicah zmanjšala;
- *tveganje poslovnega neuspeha podjetja.* Povezano je z možnostjo, da gre podjetje v stečaj in s tem postane naša naložba brez vrednosti, ali da se poslovni rezultati poslabšajo;
- *tveganje povezano s tržno ceno – tržno tveganje.* Cena delnice lahko zaradi različnih vzrokov pade oziroma poraste. V kolikor je vlagatelj v takšni situaciji prisiljen delnico prodati, lahko utrpeli velike izgube. Če ne gre za fundamentalne vzroke padca cene delnice, se izplača počakati na boljše čase. Po praksi znani kot »stop-loss policy« naj bi vlagatelj prodal delnico, ki je takoj po nakupu padla za več kot 15%. V tem primeru se vlagatelj zaščiti, da nikoli ne izgubi več kot 15% svoje naložbe;
- *tveganje povezano z možnostjo pojava inflacije – tveganje inflacije.* V primeru splošnega dviga cen blaga in storitev se poveča možnost, da bo naložba izgubila svojo kupno moč. Zasluzki morajo preseči vsakoletno stopnjo rasti cen, da ostanejo na istem realnem nivoju;
- *politično tveganje* je povezano z vladnimi ukrepi, ki bi negativno vplivali na dobičke podjetij in donosnost naložb;
- *tveganje, povezano s prevarami.* Zaradi zavajajočih in napačno prikazanih podatkov obstaja tveganje, da bi vlagatelj kupil delnico, za katero bi se izkazalo, da nima prave vrednosti.

V vseh teh primerih je vlagatelj tisti, ki bi izgubil, in prodajalec tisti, ki bi imel korist od tega.

#### **4.2 Razredi tveganj**

Ločimo pet razredov tveganja:

- nizko,
- nizko/srednje,
- srednje,
- srednje/visoko,
- visoko.

##### **4.2.1 Nizko tveganje ali »temelj«**

V to kategorijo razvrščamo naložbe, ki predstavljajo visoko stopnjo varnosti, in sicer:

- v bančne produkte, kot so bančni depoziti, hranilne vloge in drugo;
- v klasična mešana življenjska zavarovanja;
- v produkte z garantiranim izplačilom glavnice (ponavadi imajo take produkte zavarovalnice).

##### **4.2.2 Nizko/srednje tveganje ali »varnost«**

Sem spadajo naložbe z investiranjem sredstev v oblike naložb, ki imajo možnost rasti, vsekakor pa je njihov standardni odklon omejen na nizko raven.

To so predvsem naložbe v :

- državne obveznice,
- zakladne menice,
- blagajniški zapisi,
- obvezniški skladi,
- delnice velikih in uspešnih podjetij (le na dolgi rok),
- nepremičnine.

##### **4.2.3 Srednje tveganje ali »varnost in rast«**

Investiranje prek glavnih svetovnih delniških trgov na različne geografsko razpršene trge. Vlagatelju daje možnost, da si izbira delnice ali sklade v posameznih regijah ali celo določenih držav. Nudi možnost velikih donosov naložb, vendar pa take vrste naložb pomenijo tudi bistveno povečano tveganje za volatilnost vrednosti naložbe.

Sem spadajo:

- delnice posameznih držav,

- delniški skladi,
- obveznice na razvijajočih se trgih.

#### **4.2.4 Srednje/visoko tveganje ali »rast in tveganje«**

Investiranje v specializirane oblike naložb, kot so skladi, ki nalagajo v vrednostne papirje izven glavnih trgov. Take vrste naložb nudijo potencialno visoko povprečno donosnost, medtem ko pa se je volatilitnost donosnosti zelo povečala .

V srednje visoko tveganje spadajo predvsem naložbe v delnice in sklade.

#### **4.2.5 Visoko tveganje**

Investiranje v manjša, razvijajoča se podjetja, delnice razvijajočih ali nastajajočih se trgov predstavlja izredno hitre rasti in povečevanja kapitala. V to kategorijo spada tudi medvalutno trgovanje. Taka naložba predstavlja veliko verjetnosti velikih padcev v obdobju predvidenega investiranja. Tveganje za večje izgube vloženega kapitala. V to obliko naložb je primerno vložiti le manjši del sredstev (Investicije-tveganje B.I.).

Med naložbe z visokim tveganjem spadajo:

- »hedge« skladi,
- delnice razvijajočih in nastajajočih trgov,
- »forex«,
- terminske pogodbe, opcije.

### **4.3 Sistematično in nesistematično tveganje**

»V realnosti je težko najti naložbe, katerih donosnosti so v negativni korelaciji. Večina donosov se giblje navzgor, ko je nacionalna ekonomija močna in navzdol, ko gre gospodarstvu slabo, kar pomeni, da je tveganje prisotno tudi v velikih, dobro razpršenih portfeljih« (Brigham in Daves 2002, 36).

»Empirične raziskave so pokazale, da diverzifikacija premoženja v dodatne naložbe zmanjšuje variabilnost donosov premoženja, vendar pa se učinki razpršitve hitro zmanjšujejo s številčnejšimi naložbami« (Mramor 2000, 87).

Na donos vsakega vrednostnega papirja (delnice) vpliva dvoje vrst dejavnikov.

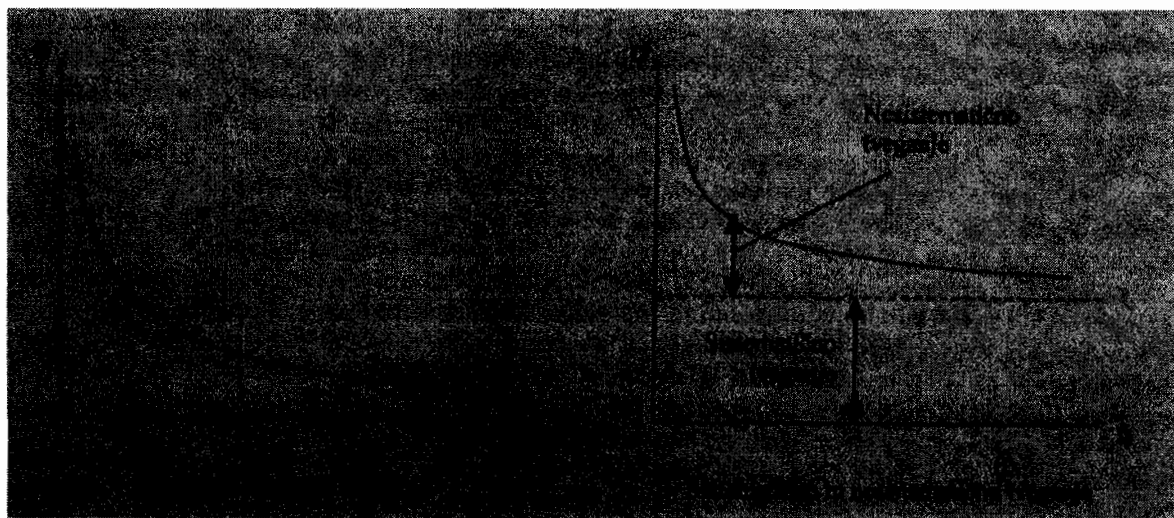
Prvi izhajajo iz splošnega ekonomskega okolja in situacije, v kateri se gospodarstvo nahaja. Sem štejemo inflacijo, obrestne mere, menjalne tečaje, ceno nafte, gospodarski cikel in podobno. Nobenega izmed teh makroekonomskih dejavnikov ni mogoče napovedati z gotovostjo, vendar vsi tako ali drugače vplivajo na donos posamezne delnice. To so dejavniki tveganja, ki jim je izpostavljeno celotno gospodarstvo, kar imenujemo *sistematično tveganje* ali tudi *tržno tveganje* (angleško: market risk, systematic risk,

nondiversifiable risk) in se mu z diverzifikacijo ni mogoče izogniti (Brigham, Gapenski in Daves 1999, 950).

Poleg teh dejavnikov pa na uspešnost podjetja (in s tem na donos delnic) vplivajo dejavniki raziskav in razvoja, stil vodenja in filozofija podjetja, zadolženost in podobno, ki so specifični posameznim podjetjem. Izpostavljenost tem dejavnikom imenujemo *nesistematično tveganje* (angleško: nonsystematic risk, unique risk, firm-specific risk, diversifiable risk), za katerega je značilno, da se z diverzifikacijo močno zmanjša ali celo odpravi. Z diverzifikacijo na naš portfelj vplivajo skupni dejavniki in seštevek specifičnih vplivov posameznih delnic, ki pa so različni. Statistično gledano so ti vplivi neodvisni med seboj in nekatere delnice prispevajo pozitivne vplive, nekatere pa negativne vplive na celoten portfelj (Bodie in Merton 2001, 186).

Rezultat je portfelj, ki je v celoti manj tvegan kot posamezna delnica.

#### **Slika 4.1** Sistematično in nesistematično tveganje



VIR: Bodie 2001,186

»Slika prikazuje tveganje portfelja kot funkcijo števila delnic v portfelju ( $n$ ). Najprej z dodajanjem novih delnic, tveganost (standardni odklon -  $\sigma$ ) portfelja hitro pada, ko pa število preseže 15, 20 delnic, postane prispevek k zmanjšanju tveganosti portfelja minimalen. Nadaljnja diverzifikacija ni več smiselna in ne prispeva bistveno k varnosti portfelja« (Bodie in Merton 2001, 186).

Diverzifikacija nam torej pomaga zmanjšati tveganost celotnega portfelja, katere papirje in v kakšnem obsegu naj jih vključimo v portfelj, pa je vprašanje učinkovite diverzifikacije, na katerega je prvi našel odgovor Harry Markowitz.



#### 4.4 Tveganje in donosnost posamezne naložbe

Tveganje posameznega vrednostnega papirja opredelimo kot tisto tveganje, ki ga sprejme vlagatelj, če vложи vse svoje prihranke samo v eno naložbo, na primer v delnico enega podjetja.

»Negotovost posamezne naložbe lahko kvantificiramo z verjetnostno porazdelitvijo« (Bodie, Kane in Marcus 1999, 132). Verjetnostna porazdelitev prikazuje možne prihodnje dogodke ter verjetnost, da bodo ti dogodki nastali. S pomočjo verjetnostne porazdelitve lahko vlagatelj izračuna pričakovano stopnjo donosa tako, da vsakega od možnih donosov pomnoži z verjetnostjo njegovega dogodka. Pričakovana stopnja donosa je najbolj verjetna donosnost, ki jo lahko vlagatelj pričakuje, predstavlja pa tehtano povprečje možnih stopenj donosa.

»V spodnji enačbi smo označili možno donosnost s  $k_i$ ,  $P_i$  pa predstavlja verjetnost za nastanek te donosnosti« (Brigham in Daves 2002, 23).

$$\text{Pričakovana stopnja donosa } \hat{k} = \sum_{i=1}^n P_i k_i$$

»Mero tveganja verjetnostne porazdelitve prikazujeta varianca in standardni odklon. Standardni odklon je tehtano povprečje odklonov od pričakovane stopnje donosov in meri, koliko lahko pričakujemo, da bo dejanska vrednost odstopala od pričakovane vrednosti. Manjši kot bo standardni odklon naložbe, ožja bo verjetnostna porazdelitev, saj bodo možne donosnosti bližje pričakovani stopnji donosa, zato bo tveganje manjše« (Brigham in Daves 2002, 24-27).

$$\text{Varianca } \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (k_i - \hat{k})^2 P_i$$

$$\text{Standardni odklon } \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (k_i - \hat{k})^2 P_i}$$

»Varianco ali standardni odklon kot mero tveganja je smiselno uporabljati, če se možne stopnje donosov porazdeljujejo približno skladno z normalno porazdelitvijo. Ob tej predpostavki je verjetnost, da se bo dejanska donosnost nahajala v pasu +/-1, 68, 26%, verjetnost v pasu +/-2 je 95,46% in v pasu +/-3, 99,74%« (Berk, Lončarski in Zajc 2001, 61).

»Če imamo na voljo pretekle podatke, lahko standardni odklon naložbe ocenimo s spodnjo enačbo, kjer  $\bar{k}_t$  pomeni pretekle realizirane stopnje donosa v obdobju  $t$ ,  $\bar{k}_{Avg}$  pa označuje povprečno letno stopnjo donosa v zadnjih  $n$  letih« (Brigham in Daves 2002, 27):

$$\text{Pričakovani } \sigma = S = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (\bar{k}_t - \bar{k}_{Avg})^2}{n-1}}$$

Pretekli standardni odklon se pogosto uporablja za ocenjevanje prihodnjega standardnega odklona in je dobra mera za določanje prihodnjega tveganja, saj je velika verjetnost, da se bo pretekla variabilnost ponovila. Na drugi strani pa je manj pogosto in večinoma nepravilno, da pretekle stopnje donosov uporabimo za ocenjevanje prihodnje donosnosti, saj je neprimerno pričakovati, da so pretekle donosnosti najboljša podlaga za napovedovanje prihodnjih donosnosti (Brigham in Daves 2002, 27).

»Če želimo primerjati tveganje med dvema različnima naložbama z različnima pričakovanimi stopnjama donosa, moramo za mero tveganja uporabiti koeficient variacije, ki meri tveganje na enoto donosnosti« (Brigham in Daves 2002, 28):

$$\text{Koeficient variacije } KV = \frac{\sigma}{\bar{k}}$$

#### **4.5 Tveganje in donosnost premoženja**

V realnosti večina finančnih sredstev nastopa kot del celotnega portfelja vlagatelja. Vlagatelja v tem primeru zanima, kakšni so donosi in tveganje celotnega premoženja. Pri posamezni naložbi se osredotoči na vprašanja, kako se bosta spremenila donosnost in tveganje celotnega premoženja, če vanj vključi posamezno delnico.

»Pričakovani donos premoženja, investiranega v različne naložbe  $\hat{k}_p$ , izračunamo po spodnji enačbi, kjer smo z  $w_i$  označili deleže posamezne naložbe v portfelju, s  $k_i$  pa pričakovane stopnje donosov  $i$ -te naložbe« (Brigham in Daves 2002, 31):

$$\hat{k}_p = \sum_{i=1}^n w_i \hat{k}_i$$

»Iz enačbe vidimo, da je pričakovana stopnja donosa celotnega premoženja tehtana aritmetična sredina pričakovanih donosov posameznih naložb, kjer so uteži celotnega premoženja, ki so naloženi v posamezno naložbo« (Mramor 2000, 84).

Tveganje celotnega premoženja pa je manjše od tehtane aritmetične sredine tveganja posameznih naložb, vključenih v portfelj. Če teoretično kombiniramo v portfelj v enakem razmerju dve naložbi, ki sta vsaka zase precej tvegani, lahko kljub temu dosežemo, da bo celotno tveganje nič.

»Tveganje premoženja je namreč odvisno od tega, kako so povezani donosi različnih možnih tveganih naložb« (Brigham in Daves 2002, 32). »Povezanost donosov posameznih naložb merimo s *kovarianco ali korelacijskim koeficientom*« (Mramor 2000, 85-86).

Če imamo v portfelju v enakem razmerju naložbi, ki sta v popolni negativni korelaciji, to pomeni, da se gibljeta nasproti ciklično (ko donosnost ene naložbe pade, se za enak znesek poveča donosnost druge naložbe), je tveganje enako nič. Vzemimo drugi primer, kjer sta naložbi v popolnoma pozitivni korelaciji. Donosnost naložb se giblje popolnoma navzgor in navzdol, kar pomeni, da je celotno tveganje premoženja enako kot pri posamezni naložbi (Brigham in Daves 2002, 32).

#### **4.6 CAPM model (angl.: Capital Asset Pricing Model<sup>5</sup>)**

CAPM model, katerega avtor je William F. Sharpe, predstavlja središče moderne finančne teorije. CAPM model je eno izmed orodij, s pomočjo katerega lahko analiziramo odnos med tveganjem in pričakovano stopnjo donosa tveganih naložb v ravnotežju. Model se je najprej razvil za preučevanje navadnih delnic, zato je teorija napisana v tem kontekstu, vendar pa se je v praksi razširil tudi na druga področja.

##### **4.6.1 Beta koeficient**

Model temelji na sklepu, da je potrebno pri posamezni delnici upoštevati le tisti del tveganja naložbe, ki prispeva k celotnemu tveganju dobro razpršenega portfelja. V teoriji za dobro razpršeni portfelj predpostavimo tržni portfelj. Iz tega sledi, da je pri posamezni delnici pomemben le tisti del tveganja, ki ga prispeva k tržnemu portfelju. Ta del tveganja posamezne delnice merimo z beta koeficientom, ki ga izračunamo po spodnji formuli (Brigham in Daves 2002, 39-40):

---

<sup>5</sup> CAPM – Capital Asset Pricing Model bi lahko prevedli v Model za določanje cen dolgoročnih naložb.

$$b_i = \left( \frac{\sigma_i}{\sigma_M} \right) r_{iM}$$

pri čemer pomenijo:

$b_i$  - koeficient beta

$\sigma_i$  - standardni odklon pričakovanih donosov i-te delnice

$\sigma_M$  - standardni odklon pričakovanih donosov tržnega portfelja

$r_{iM}$  - korelacijski koeficient med i-to delnico in tržnim premoženjem

»Iz enačbe je razvidno, da bodo imele delnice z visokim standardnim odklonom pričakovanih donosov visok koeficient beta, kar je logično, saj delnica, ki je zelo tvegana, prispeva veliko tveganja k celotnem portfelju. Beta je višja tudi, če je korelacijski koeficient med i-to delnico in celotnim premoženjem visok, saj to pomeni, da takšna delnica z diverzifikacijo ne pripomore veliko k manjšemu tveganju« (Brigham in Daves 2002, 40).

Beta meri volatilnost delnic v razmerju do povprečne delnice na trgu, ki ima po definiciji beta 1. Delnicam, ki imajo pozitivno beto, naj bi donosnost narasla takrat, ko celoten trg delnic raste. Kljub temu lahko specifični dejavniki podjetja povzročijo, da se kljub rasti delniškega trga donosnost delnice zniža. Teoretično je mogoče, da imajo delnice tudi negativno beto. V tem primeru naj bi cena delnice rasla, med tem ko bi cene ostalih delnic padale, v praksi pa takšnih delnic ne poznamo (Brigham in Daves 2002, 40-41).

#### **4.6.2 Tržno premoženje**

Tržno premoženje ima po predpostavki koeficient beta enak 1. Če tržnemu premoženju dodamo delnico, ki ima višji koeficient beta od 1, povečujemo tveganje portfelja. Če mu dodamo delnico z nižjim koeficientom, tveganje zmanjšujemo. Portfelj, ki je sestavljen iz delnic z nizkimi betami, bo imel kot celota nizek koeficient beta, saj je beta portfelja enaka tehtnim aritmetični sredini koeficientov posameznih delnic.

#### **4.6.3 Tržna premija za tveganje**

»Tržna premija za tveganje  $RP_M$  predstavlja premijo, ki jo vlagatelji zahtevajo, da sprejmejo tveganje, višje od povprečnega na trgu. Če s  $k_M$  označimo zahtevano stopnjo donosa na portfelj tržnega premoženja in s  $k_{RF}$  netvegano obrestno mero, dobimo spodnji zapis« (Brigham in Daves 2002, 48-49).

$$RP_M = (k_M - k_{RF})$$

»Premijo za tveganje posamezne delnice dobimo tako, da tržno premijo za tveganje pomnožimo z beta koeficientom, ki meri tveganje posamezne delnice« (Brigham in Daves 2002, 49).

Premija za tveganje  $i$ -te delnice je  $RP_i = (RP_M) b_i$

»Zahtevana stopnja donosa za vsako naložbo je kumulativa netvegane stopnje donosa in premije za tveganje« (Brigham in Daves 2002, 49).

S pomočjo opisanih pojmov lahko v nadaljevanju zapišemo CAPM model.

$$k_i = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) b_i$$

$k_i$  - zahtevana stopnja donosa za  $i$ -to delnico

$k_{RF}$  - netvegana stopnja donosa

$(k_M - k_{RF})$  - tržna premija za tveganje

$b_i$  - beta  $i$ -te delnice

Osnovna verzija modela ima sledeče predpostavke:

1. Trg je popolnoma konkurenčen, na njem je veliko vlagateljev, katerih investicijski vložek je relativno majhen v primerjavi s celotnimi naložbami. Posameznik ne more vplivati na tržno ceno.

2. Vsi vlagatelji načrtujejo za eno in enako obdobje.

3. Vlagatelji oblikujejo portfelje iz javno trgovanih finančnih sredstev, kot so delnice in obveznice. Vsi vlagatelji lahko neomejeno vlagajo in si sposojajo sredstva po netvegani obrestni meri.

4. Vlagatelji ne plačujejo davkov na dobiček in nimajo transakcijskih stroškov.

5. Vsi vlagatelji so racionalni, kar pomeni, da oblikujejo optimalne portfelje tveganih sredstev.

6. Vsi vlagatelji analizirajo vrednostne papirje enako, zato imajo enaka mnenja o verjetnostni porazdelitvi bodočih denarnih tokov in pričakovane donosnosti (Bodie, Kane in Marcus 1999, 251-252).



## 5 TEMELJNA ANALIZA DELNIC

Temeljna analiza vrednostnih papirjev poskuša določiti pravo oziroma notranjo vrednost kakega vrednostnega papirja – v našem primeru delnice. V tem poglavju so predstavljeni dejavniki, ki kratko- in dolgoročno vplivajo na finančne rezultate poslovanja podjetij ter pričakovanja vlagateljev, s tem pa na cene njihovih delnic.

»Te dejavnike lahko prepoznamo z ustrezno analizo okolja, v katerem podjetje posluje in z analizo poslovanja podjetja. Analiza okolja zajema gospodarsko, politično ter panožno analizo. V nadaljevanju sta opisani vlogi ekonomske ter panožne analize« (Šimon 1996, 44).

### 5.1 Ekonomska analiza

»Rezultati številnih analiz potrjujejo dejstvo, da je *gibanje cen* močno povezano z ekonomskimi dejavniki. Kot dokaz te trditve navajam rezultate analize B.F.Kinga. Ta na podlagi analitičnih rezultatov trdi, da je mogoče skupaj s tržnimi in panožnimi dejavniki razložiti dve tretjini vseh sprememb cen delnic« (Šimon 1996, 44).

#### 5.1.1 *Kratkoročna in dolgoročna ekonomska napoved*

Ronald J. Jordan in Donald E. Fischer dajeta prednost kratkoročni ekonomski napovedi, pri tem pa sta potegnili ločnico med ekonomisti in analitiki. Po njunem mnenju ekonomisti za kratkoročno imenujejo gospodarsko napoved do treh let, za srednjeročno označujejo napoved do petih let, kar presega obdobje petih let, pa je zanju dolgoročna napoved. Analitiki pa naj bi med kratkoročnim in dolgoročnim obdobjem ločevali na podlagi davčne obravnave posamezne premoženjske oblike (npr. finančna oblika, ki jo nekdo poseduje manj kot šest mesecev, je deležna drugačne davčne obravnave kot finančna oblika, ki jo poseduje dlje časa). Dolgoročno napoved je mogoče razbiti v niz kratkoročnih napovedi in jo na ta način nenehno proučevati in po potrebi tudi spremeniti. Klasika temeljne analize B. Graham in D. Dodd menita, da morajo biti naložbene odločitve utemeljene tako na dolgoročnih kakor tudi kratkoročnih napovedih, vendar hkrati ugotavljata, da je vrednost delnic enaka sedanji vrednosti bodočih donosov. Zavedata se, da so dolgoročne eksplicitne projekcije nepraktične, saj je ne nazadnje sedanja vrednost zelo oddaljenih donosov majhna. Zato poskušata narediti konceptualno razliko med kratkoročno gospodarsko napovedjo in dolgoročno projekcijo. Kratkoročne so napovedi do dveh let. Ekonomisti, ki se ukvarjajo s tovrstnimi napovedmi, natančno ocenijo, kaj se bo zgodilo v določenem časovnem obdobju. Po njunem prepričanju so optimalne dolgoročne gospodarske napovedi za pet do deset let. Obdobja, ki so krajša od petih let, so namreč izpostavljena cikličnim vplivom. Pri obdobju, ki je daljše kot deset let, pa že obstaja negotovost, povezana z družbenimi, političnimi in tehnološkimi spremembami. Vendar pa

je brez dolgoročnih projekcij težko dobiti vpogled v strukturalne spremembe v gospodarstvu (Šimon 1996, 46-47).

### ***5.1.2 Ekonomska napoved ter analiza delnic – povezava s kratkoročnimi napovedmi***

V povezavi s kratkoročnimi napovedmi ekonomska napoved ter analiza po Šimonu 1996 naslednja:

- Zelo pomembno je prepoznati trdne povezave med posameznimi makroekonomskimi agregati ter dejavniki, kot so panoge, prodaja podjetij, stroški in dobiček.
- Napovedi so povezane z določenim tveganjem. Zaradi zmanjšanja tveganja je smiselno oceniti, kakšna je verjetnost napovedi in sicer z izdelavo različnih scenarijev, ali pa poiskati konsenz med napovedmi različnih zunanjih ustanov.
- Raven ekonomske aktivnosti je mogoče izraziti s prihodki ter odhodki v narodnem gospodarstvu. Analitik mora določiti ključne makroekonomske agregate, ki jih bi spremljal.

### ***5.1.3 Ekonomska napoved ter analiza delnic – povezava z dolgoročnimi napovedmi***

Po Šimonu 1996 gre za določitev trendov rasti gospodarskih zmogljivosti ter bruto domačega proizvoda. Potrebna je kritična proučitev:

- trenda stopnje rasti delovne sile (odvisna je od demografskih dejavnikov, kot so starostna sestava prebivalstva, spolna distribucija...),
- trenda stopnje rasti produktivnosti (število proizvodov na delovno uro),
- trenda povprečne stopnje rasti brezposelnih (odvisna je od realne velikosti bruto domačega proizvoda),
- trenda stopnje rasti realnega bruto domačega proizvoda (odvisen je od stopnje rasti delovne sile ter stopnje rasti produktivnosti) ter
- ocene povprečne letne stopnje rasti cen (omogoča nam, da realno velikost bruto domačega proizvoda prevedemo v nominalno – to je v bruto domači proizvod po tržnih cenah).



## 5.2 Panožna analiza

Izsledki minulih analiz so pokazali, da je donosnost posameznih panog zelo različna. Iz tega izhaja, da je panožna analiza lahko koristen pripomoček, saj razkriva možnosti za večje donose. Vendar pa so študije prav tako pokazale, da vsa podjetja znotraj posamezne panoge ne dosegajo enako dobrih poslovnih rezultatov. Iz tega torej sledi, da pri naložbeni odločitvi ni dobro izbrati delnic podjetja samo na podlagi perspektivnosti panoge, v kateri to podjetje posluje. Relativno tveganje med panogami je konstantno, zato je mogoče na podlagi minulih podatkov oceniti prihodnje tveganje (Šimon 1996, 61).

### 5.2.1 Merila za razvrstitev podjetij v panoge

Razvrščanje podjetij v panoge je ena ključnih dilem panožne analize. Obstaja več razlogov, zakaj klasična klasifikacija dejavnosti ni vedno najboljši način za razvrščanje podjetij v skupine. Pri podjetjih, ki so registrirana za določeno poslovno dejavnost in opravljajo zgolj to dejavnost, težav skorajda ni. Merilo uradne razvrstitve podjetij v skupine pa lahko odpove, če podjetje poleg glavne dejavnosti, za katero je registrirano, opravlja še vrsto drugih.

Donald E. Fischer predlaga poleg uradne razvrstitve razvrstitev na podlagi:

- proizvoda ter
- poslovnega cikla (rastoči, ciklični, stabilni).

B. Graham in D. Dodd predlagata razvrstitev podjetij v skupine:

- na podlagi skupnih finančnih značilnosti (kazalec dobička, dividendni donos, velikost, kapitalizacija),
- na podlagi ekonomskih sektorjev (netrajne dobrine za široko porabo, trajne dobrine za široko porabo, kapitalske dobrine, transport, finance ter tehnologija),
- glede na donosnost delnic ter
- na podlagi temeljnih značilnosti podjetij (npr. na podlagi rasti, cikličnosti ter stabilnosti dobička podjetja), (Šimon 1996, 62).

### 5.2.2 Značilnosti ter tehnike analize panog

Postopek za oceno stopnje donosnosti panoge je naslednji:

- naredi se ocena dobička na delnico za panogo,
- izdela se ocena kazalca dobička za panogo,
- iz zmnožka prvih dveh ocen dobimo končno vrednost indeksa panoge,
- ocenjeno stopnjo donosnosti panoge dobimo tako, da končno vrednost indeksa, ki ji prištejemo pričakovane dividende, primerjamo z začetno vrednostjo indeksa panoge,

- naložbena odločitev bo odvisna od primerjave naše zahtevane stopnje donosnosti za panogo z ocenjeno donosnostjo panoge (Šimon 1996, 63).

Pri oceni dobička na delnico za panogo je po Šimonu 1996 potrebno izdelati agregatno oceno prodaje na delnico za panogo. Pri tem si pomagamo z:

- analizo življenjskega cikla panoge,
- vhodno-izhodno analizo ter
- regresijsko analizo agregatnih ekonomskih ter panožnih spremenljivk.

Pri določitvi kazalca dobička panoge je najprej smiselno ugotoviti, kakšna je dolgoročna povezanost med kazalcem dobička trga in kazalcem dobička panoge. Pri tem si lahko pomagamo z analizo tistih dejavnikov, ki določajo vrednost kazalca. Ti dejavniki pa so delež dividend v dobičku, zahtevana stopnja donosnosti ter ocenjena stopnja rasti. S primerjavo teh dejavnikov za panogo in trg lahko pojasnimo razliko v velikosti kazalca (Šimon 1996, 65).

### **5.3 Analiza podjetja**

V zadnji fazi temeljne analize delnic (pred tem smo že opravili ekonomsko ter panožno analizo) izvedemo analizo posameznega podjetja in analizo same delnice. Na podlagi teh analiz je treba oceniti:

- pričakovani donos delnice,
- tveganje, ki je povezano z naložbo v to delnico,
- neto donos na delnico ter
- kazalec dobička.

Da bi lahko ocenili te parametre, je treba narediti podrobno analizo podjetja, ki obsega tako kvantitativne kot kvalitativne dejavnike v poslovanju podjetja (Šimon 1996, 68).

#### **5.3.1 Elementi analize podjetja**

Nekateri najpomembnejši elementi analize podjetja so:

a.) *Tržni splet* – (proizvod, prodaja, nabava, distribucija, tržni položaj, trženje)

Način organiziranosti prodaje in nabave v posameznem podjetju lahko v veliki meri vpliva na pogajalsko moč njegovih kupcev in dobaviteljev. Razviti distribucijski kanali so velika prednost za podjetje, obenem pa pomenijo eno glavnih ovir, ki novim tekmečem otežujejo vstop v panogo. Finančni rezultat

podjetja je precej odvisen od njegovega konkurenčnega položaja v panogi. Razvitost oblik trženja in izbor strategije trženja sta prav tako zelo pomembna dejavnika, ki določata finančno uspešnost podjetja.

- b.) *Proizvodnja in tehnologija* – pri tem je treba analizirati, katere tehnologije mora podjetje obvladati glede na segmente trga, na katerih tekmuje. Pomembno je tudi, da določimo življenjski cikel tehnologije, ki jo podjetje uporablja. Za podjetje je prav tako pomemben njegov tehnološki položaj znotraj panoge, to je njegova sposobnost, da usmerja tehnološki razvoj. Nenazadnje je zelo pomembno ugotoviti, ali so tehnološke strategije podjetja povezane z njegovimi poslovnimi strategijami.
- c.) *Kadri in organizacija* – kadre je treba analizirati z vidika izobrazbene, starostne in spolne sestave, potrebnih funkcionalnih znanj, delovnih navad, identifikacije s podjetjem in drugo. Zelo pomemben dejavnik je zlasti razpoložljivost kadrov v okolju. Z analizo organizacije poslovanja skušamo ugotoviti, kako trenutna organiziranost poslovanja vpliva na poslovno uspešnost podjetja.
- d.) *Management* – vloga managementa se zelo pogosto poudarja pri nakupu delnice podjetja. Nevarnost, ki obstaja pri tem je, da tako rekoč ni na voljo kaj veliko objektivnih testov, s katerimi bi bilo mogoče meriti sposobnosti managementa. Zato tovrstne ocene dostikrat temeljijo na subjektivnih, predvsem na neformalnih ocenah, zlasti glede na ugled, ki ga imajo posamezniki iz vodstva podjetij v ožji oziroma širši javnosti. Sposobnost managementa je namreč nemogoče oceniti, na da bi ocenjevali uspešnost poslovanja podjetja, ki pa je delno tudi rezultat uspešnega vodenja.
- e.) *Raziskave in razvoj* – izdatki za raziskave in razvoj so lahko merilo, ki nam pove, ali imajo v podjetju dolgoročno vizijo razvoja. Od teh izdatkov je v veliki meri odvisno, ali bo podjetje svojo konkurenčnost na trgu lahko ohranilo tudi v prihodnje.
- f.) *Finančno stanje in trendi* – analiza izkazov poslovanja podjetij je temelj za finančno analizo podjetij. Vendar se finančni analitik ne more popolnoma zanesti na uradno objavljene izkaze poslovanja, temveč jih mora prej prilagoditi. Ko poskušamo prilagoditi slovenske izkaze poslovanja izdelane skladno s slovenskimi ali mednarodnimi računovodskim standardi, se srečamo z naslednjimi težavami:
- ustreznost podatkov in informacij,
  - kontinuiteta in primerljivost podatkov in informacij ter
  - vpliv inflacije na izkaze poslovanja (Šimon 1996, 68).

### 5.3.2 Izračun finančnih kazalcev poslovanja

Analiza poslovanja podjetja na podlagi finančnih kazalcev poslovanja je prav gotovo najbolj razširjena oblika analize. Izračunani finančni kazalci poslovanja namreč omogočajo:

- primerjavo med sorodnimi podjetji,
- primerjavo med podjetji znotraj panoge in med samimi panogami,
- mednarodno primerjavo ter
- napoved prihodnjega dobička in dividend podjetja.

Obstaja več različnih možnih klasifikacij finančnih kazalcev poslovanja. Klasifikacija D. Mramorja je naslednja:

- kazalci likvidnosti,
- kazalci upravljanja aktive,
- kazalci upravljanja pasive,
- kazalci donosnosti,
- kazalci tržne vrednosti ter
- kazalci ustreznosti denarnega toka.

H. G. Gibson, na primer, deli finančne kazalce poslovanja na:

- kazalce likvidnosti,
- kazalce dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja,
- kazalce donosnosti ter
- kazalce za vlagatelje.

Če poskušamo različne klasifikacije finančnih kazalcev postaviti na skupni imenovalac, bomo to najlažje storili s pomočjo odgovora na vprašanje, kaj nam posamezne skupine finančnih kazalcev povedo o poslovanju podjetja (Šimon 1996, 75).

### 5.3.3 Kazalci likvidnosti

Kazalci likvidnosti kažejo na zmožnost podjetja, da poravnava svoje kratkoročne obveznosti. Iz tega razloga se med te kazalce ponavadi prištevajo tudi kazalci upravljanja kratkoročnih sredstev podjetja. Najpogostejši kazalci iz te skupine so:

- *kratkoročni koeficient* (tekoči koeficient, količnik obratne likvidnosti, angl. Current Ratio)

kratkoročna sredstva  
kratkoročna obveznost

Kazalnik kratkoročnega koeficienta prikazuje razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. Pri uporabljanju tega kazalnika za potrebe računovodske analize in pri njegovem razlaganju moramo biti zelo previdni, saj ne moremo preprosto trditi, da se je likvidnost oziroma plačilna sposobnost podjetja povečala, če se je povečala tudi vrednost kazalnika (Hočevar, Igljčar in Zaman 2002, 398).

- *hitri koeficient* (angl. Quick Ratio, Acid Test Ratio)

Pri izračunu tega kazalca prihaja do razhajanj. Nekateri ga računajo kot razmerje med likvidnimi sredstvi ter kratkoročnimi dolgovi (slovenski računovodski standardi). Drugi ga enačijo s pospešenim koeficientom, ki ga računajo:

$$\frac{\text{denarna sredstva} + \text{kratkoročne terjatve} + \text{kratkoročne finančne naložbe}}{\text{kratkoročni dolgovi}}$$

Pospešeni koeficient prikazuje tudi razmerje med gibljivimi sredstvi in kratkoročnimi dolgovi, le da so iz gibljivih sredstev izločene zaloge in aktivne časovne razmejitev. V primerjavi s kratkoročnim koeficientom je pospešeni koeficient boljše merilo likvidnosti, saj v števcu vsebuje kategorije, ki so ali denarna ali gibljiva sredstva »blizu« denarja. Vrednost pospešenega koeficienta se spreminja po posameznih panogah. V večini analiz se kot ugoden pospešeni koeficient razume tisti, ki je večji od 1 (Hočevar, Igljčar in Zaman 2002, 399).

- *na denarnem toku zasnovan likvidnostni kazalec* (angl. Cash Flow Liquidity Ratio)

$$\frac{\text{denar} + \text{tržni vrednostni papirji} + \text{denarni tok iz poslovne dejavnosti}}{\text{kratkoročni dolgovi}}$$

#### 5.3.4 Kazalci donosnosti

Kazalce donosnosti poslovanja v splošnem lahko delimo na kazalce donosnosti, ki so povezani s prodajo, in kazalce donosnosti, ki so povezani z naložbami.

- *dobičkonosnost prodaje* (angl. Net Profit Margin oziroma Return on Sales – ROS)

$$\frac{\text{čisti dobiček}}{\text{prihodki od prodaje}}$$

Ta kazalec meri čisti dobiček na enoto prihodkov od prodaje.

- *razmerje med kosmatim dobičkom in prihodki iz prodaje* (angl. Gross Profit Margin)

$$\frac{\text{kosmati dobiček}}{\text{prihodki od prodaje}}$$

»Kosmati dobiček je razlika med prihodki od prodaje in stroški prodanih proizvodov. Ker so stroški prodanih proizvodov precej velika postavka za podjetje, lahko spremembe pri tej postavki zelo močno vplivajo na velikost dobička v podjetju« (Šimon 1996, 81).

- *razmerje med dobičkom iz redne dejavnosti in prihodki iz prodaje* (angl. Operating Margin)

$$\frac{\text{dobiček iz rednega poslovanja}}{\text{prihodki od prodaje}}$$

»Dobiček iz redne dejavnosti izključuje vse prihodke iz neredne dejavnosti, kot so: razne izjemne postavke, prihodki iz obresti in odhodki iz obresti. Koeficient meri odstotek enote prihodka od prodaje, ki postane dobiček iz rednega poslovanja« (Šimon 1996, 81).

- *donosnost sredstev* (angl. Return on Assets – ROA)

$$\frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečna vrednost sredstev}}$$

Ta kazalec meri zmožnost podjetja, da z danimi sredstvi ustvarja dobiček. Du Pontov koeficient donosnosti sredstev prikazuje donosnost sredstev kot zmnožek naslednjega:

$$\frac{\text{dobičkonostnost prodaje} * \text{obračanje vseh sredstev}}{\frac{\text{čisti dobiček}}{\text{prihodki od prodaje}} * \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{povprečna vrednost sredstev}}}$$

- *donosnost aktive* (angl. Return on Investment – ROI)

$$\frac{\text{čisti dobiček} + \text{plačane obresti}}{\text{povprečje (dolgoročni dolg + lastniški kapital)}}$$

Bistvo tega kazalca je, da v tem primeru donosnost aktive tako rekoč pomeni donosnost kapitala. Meri, kako je podjetje zmožno ustvarjati dobiček, neodvisno od načina financiranja.

Izvirna Du Pontova formula za donosnost aktive je naslednja:

$$\begin{aligned} \text{ROI} &= \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{vsa sredstva}} = \\ &= \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{prihodki od prodaje}} * \frac{\text{prihodki od prodaje}}{\text{vsa sredstva}} = \\ &= \text{dobičkonostnost} * \text{obračanje vseh sredstev} \end{aligned}$$

»Z Du Pontovo formulo lahko dobimo boljši vpogled v medsebojno prepletenost kategorij, ki v končni fazi vplivajo na donosnost aktive« (Šimon 1996, 82).

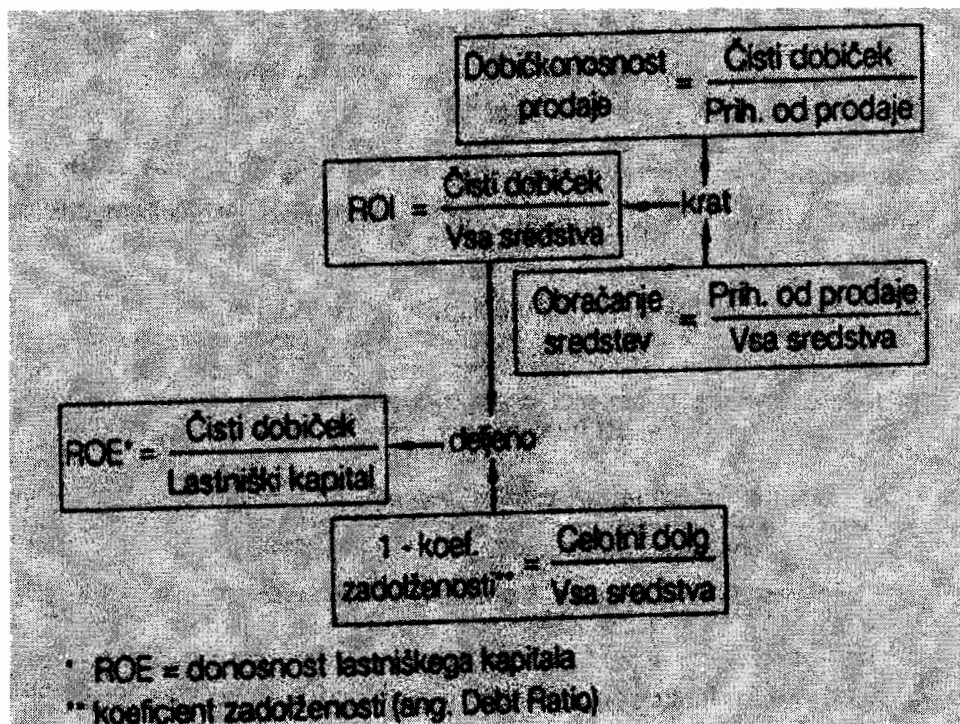
- *donosnost lastniškega kapitala* (angl. Return on Equity – ROE)

Dobičkonostnost kapitala je še eden izmed najpomembnejših finančnih kazalcev. Izhaja iz cilja ustvarjanja čim večjega dobička na enoto vloženega kapitala ob prevzemanju sprejemljivih tveganj. Izračuna se tako, da delimo vrednost čistega dobička z vrednostjo povprečnega lastniškega kapitala. Dobljena vrednost nam pokaže, kako dobro je podjetje porabilo investirani kapital. ROE pa ni nujno vedno zanesljiv kazalnik uspešnosti podjetja.

Svetovalna podjetja, ki ne potrebujejo veliko sredstev, imajo tako lahko zelo visoko vrednost ROE, medtem ko velike tovarne (npr. železarna) potrebujejo ogromno sredstev, preden ustvarijo sploh kaj dobička. ROE je najbolj smiselno uporabljati pri primerjavi različnih podjetij znotraj iste panoge. Kazalec ROE je nesmiseln, če je bila ustvarjena izguba.

$$\frac{\text{čisti dobiček}}{\text{letno povprečje lastniškega kapitala}}$$

Slika 5.1 »Druga, modificirana Du Pontova formula določa donosnost lastniškega kapitala na naslednji način:«



Vir: Šimon 1996, 84

### 5.3.5 Kazalci tržne vrednosti

Kazalci tržne vrednosti oziroma kazalci investitorja so tisti, ki kažejo na relativno privlačnost delnice kakega podjetja. Glede na prej navedene klasifikacije, bi jih lahko imenovali kazalci cene. V skupino kazalcev lahko uvrstimo tudi nekatere kazalce ustreznosti denarnega toka.

- **Kazalec P/E**

Kazalec P/E (angl. Price-to-earnings ratio) se izračuna kot: cena delnice na izbran dan / čisti dobiček na delnico v zadnjem letu. Zaradi enostavnosti izračuna je najbolj razširjen kazalec za vrednotenje delnic oziroma celotnega kapitalnega trga z vidika precenjenosti ali podcenjenosti. Glavne težave, ki se pojavljajo pri njegovi uporabi so izgube podjetij iz poslovanja, ki nam dajejo negativne vrednosti kazalca, spremenljivost dobičkov v različnih letih, ki povzročajo tudi preveliko spremenljivost kazalca P/E glede na temeljne dejavnike,



zloraba računovodskega poročanja in neuporabnost metode za podjetja z značilnim vplivom na poslovanje (Zupančič 2006).

Obstaja mnogo različic kazalca, ki se med seboj razlikujejo po definiciji cene delnice in čistega dobička na delnico.

#### *Cena delnice*

Večinoma se uporablja trenutno ceno delnice na trgu (včasih pa se vzame povprečno ceno delnice v zadnjih 12-ih oziroma 6-ih mesecih).

Čisti dobiček na delnico:

- časovne variante:
  - čisti dobiček na delnico zadnjega poslovnega leta (EPS),
  - čisti dobiček na delnico za zadnjih 12 mesecev (Trailing P/E),
  - čisti dobiček na delnico naslednjega poslovnega leta (Forward P/E),
- čisti dobiček na delnico brez upoštevanja izvedenih vrednostnih papirjev podjetja (undiluted) ali z upoštevanjem izvedenih vrednostnih papirjev podjetja (diluted),
- čisti dobiček pred ali po izrednih prihodkih (npr. iz prodaje premoženja),
- upoštevajoč različne računovodske standarde.

Enostaven izračun:

$$P/E = \frac{P}{EPS}$$

P - cena delnice na izbrani dan

EPS - dobiček na delnico v zadnjem letu

Natančen izračun:

$$P/E = \frac{P}{EPS}$$

$$EPS = \frac{E - Dp}{\text{povp.št. delnic}}$$

E - konsolidirani dobiček večinskega lastnika

Dp - izplačane prednostne dividende iz dobička v tekočem letu

Povpr. št. Delnic - (število delnic na začetku leta – lastne delnice + število delnic na koncu leta – lastne delnice) / 2

Z izračunom EPS želimo ugotoviti, koliko dobička na delnico ostane za navadne delničarje. Od dobička moramo odšteti prednostne dividende, ki jih lastniki navadnih delnic ne prejmejo. Prednostne dividende namreč zmanjšajo dobiček, ki je na razpolago za navadne delničarje.

Pri formuli uporabimo povprečno število delnic. Dobiček je parameter spremembe, število delnic pa je parameter stanja. Če ju hočemo uporabiti v isti formuli, moramo izračunati povprečno število delnic. Lastne delnice družbe ne sodelujejo v delitvi dobička, prav tako tudi ne pri delitvi premoženja v morebitnem stečaju. Iz števila delnic jih je tako treba odšteti.

To pomeni (ob predpostavki, da vse ostalo ostane isto):

- da bodo imela podjetja z višjo pričakovano rastjo višji P/E kazalec od podjetij z nižjo pričakovano rastjo;
- da bodo imela bolj tvegana podjetja nižji P/E kazalec od manj tveganih podjetij ( $k_e$ );
- da bodo imela podjetja z nižjo stopnjo reinvestiranja (večji delež dobičkov izplačajo v dividendah) višji P/E kazalec od podjetij z višjo stopnjo reinvestiranja.
- da velja delnica z nižjim kazalcem P/E primernejšo delnico za nakup.

Ponavadi je visoka rast podjetij povezana z visoko stopnjo reinvestiranja in visoko stopnjo tveganja.

#### • **Kazalec P/B**

Kazalec P/B (angl. Price-to-book ratio) se izračuna kot: cena / knjigovodska vrednost na delnico<sup>6</sup> in se največkrat uporablja pri primerjavi podobnih podjetij iz iste panoge in v kombinaciji s kazalcem dobičkonosnosti kapitala. Na eni strani nam pokaže delnice podjetij, ki imajo v primerjavi z drugimi podjetji nižje razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo, so podcenjene in predstavljajo potencialno dobro investicijo, na drugi strani pa delnice, ki imajo višje razmerje med tržno in knjigovodsko ceno, ki so z vidika tega kazalca precenjene. Slaba stran tega kazalca je, da smo prisiljeni uporabljati računovodske podatke, ki so lahko slab odraz resničnega stanja v podjetju. Dobre strani tega kazalca so, da nam omogoča izračun vrednosti delnic tudi v primeru, če podjetje posluje z izgubo, da nam omogoča boljše medsebojne primerjave med podjetji in da so računovodska načela, ki predstavljajo osnovo za izračun zelo stabilna, saj morajo podjetja dlje časa uporabljati

---

<sup>6</sup> Knjigovodsko vrednost delnice izračunamo tako, da od knjigovodske vrednosti sredstev odštejemo knjigovodsko vrednost obveznosti.

nespremenjeno metodologijo, v primeru sprememb pa morajo o le-teh poročati (Zupančič 2006).

Enostaven izračun:

$$P/B = \frac{P}{BV}$$

P - cena delnice na izbrani dan

BV (book value) - knjigovodska vrednost delnice

Natančen izračun:

$$P/B = \frac{P}{BV}$$

$$P/B = \frac{BV - BV_p - L_d}{\text{št. delnic (t)} - L_d (\text{št.})}$$

BV - knjigovodska vrednost lastniškega kapitala večinskega lastnika (konsolidirana bilanca stanja)

BV<sub>p</sub> - knjigovodska vrednost prednostnega lastniškega kapitala večinskega lastnika (konsolidirana bilanca stanja)

L<sub>d</sub> - rezerve za lastne deleže (knjigovodska vrednost lastnih delnic)

Št. delnic (t) - število delnic na dan t

L<sub>d</sub> (št) - število lastnih delnic na dan t

Pri izračunu knjigovodske vrednosti so odšteti prednostni kapital in knjigovodska vrednost lastnih delnic (v števcu) in število lastnih delnic (v imenovalcu). Tako se iz izračuna odstrani vpliv prednostnega kapitala in vpliv lastnih delnic družbe.

Kazalec je uporaben pri holdingih in investicijskih skladih, pri katerih je aktiva družbe sestavljena predvsem iz vrednostnih papirjev in drugih naložb v lastniške in dolžniške deleže v drugih podjetjih. Tem sredstvom lahko preprosto določimo tržno vrednost. Pri preostalih družbah (ki niso holding ali sklad) je kazalec P/B zelo težko uporabljati za ocenjevanje precenjenosti ali podcenjenosti družbe. Poznati je potrebno vse postavke v bilanci družbe in jim določiti »realno« tržno ceno. To je zlasti pri večjih podjetjih, ki imajo raznovrstno proizvodnjo, pravzaprav nemogoče oziroma zelo zamudno. Ponavadi je visoka rast podjetij povezana z visoko stopnjo tveganja.

*Povezava med kazalci*

Kazalce vrednotenja in dobičkonosnosti moramo vedno uporabljati skupaj, saj lahko le tako dobimo kolikor toliko celovito sliko o poslovanju podjetja. Pomembne so predvsem različne kombinacije kazalcev:

- *nizek P/E, nizek P/B in visok dividendni donos*

če družba ni opozorila vlagateljev, da se je njeno poslovanje bistveno poslabšalo, je takšna delnica lahko poceni. Takšne podatke imajo ponavadi družbe iz panog, za katere vlagatelji menijo, da bodo v prihodnje poslovale slabše, ali pa manjše družbe.

- *nizek P/E in visok P/B*

pomeni, da je družba zelo dobičkonosna. Posledica te kombinacije je zelo visok ROE. Če takšno stanje ni posledica izrednih prihodkov, takšna družba zelo dobro posluje. Priporočljivo je, da izplača čim manjši del dobička v dividendah, saj sama ustvarja zelo visoko dodano vrednost za vlagatelje.

- *visok P/E in nizek P/B*

takšna družba ustvarja zelo malo donosa na svoj kapital. Če se to stanje nadaljuje, se tečaj takih delnic lahko izoblikuje na zelo nizki ravni oziroma ustreza približno likvidacijski vrednosti podjetja.

- *visok P/E in visok P/B*

ponavadi pomeni precenjenost delnic. Mogoče pa je, da takšna družba izplačuje visoke dividende oziroma gre za hitro rastočo družbo, predvsem iz kapitalsko neintenzivnih panog, pri katerih je mogoče z razmeroma malo kapitala ustvariti veliko dobička.

- **Kazalec P/S**

Kazalec P/S (ang. Price-to-sales-ratio) se izračuna kot: cena delnice / prihodki od prodaje na delnico. Ta kazalec vedno bolj pridobiva na priljubljenosti, saj so podatki o prodaji podjetja vedno na voljo, v primerjavi z zgoraj omenjenimi kazalci so v najmanjši meri pod vplivom računovodskih manipulacij in so veliko bolj stabilni. Največkrat se uporablja v kombinaciji z neto maržo (kvocient čistega dobička in prihodkov iz prodaje). Opozoriti pa velja, da ta kazalec zanemara vidik stroškov, ki lahko pomembno vplivajo na uspešnost podjetja (Zupančič 2006).

Kazalec P/S je nekonsistenten, ker se tržna vrednost lastniškega kapitala deli z prihodki od prodaje, ki pripadajo celotnemu kapitalu.

Uporaba kazalca P/S lahko zaradi različne stopnje zadolženosti podjetij (različnega finančnega vzvoda) pripelje do napačnih sklepov; precenjuje bolj zadolžena podjetja.

P/S = f (rasti, tveganja, profitna marža, delež izplačanega dobička)

$$P/S = \frac{\text{Net Profit Margin} \cdot \text{Payout Ratio} \cdot (1 + g_n)}{k_e - g_n}$$

Net profit margin - čisti dobiček / prihodki od prodaje...profitna marža;

$k_e$  - strošek lastniškega kapitala;

$g_n$  - dolgoročna stopnja rasti;

Payout ratio - dividenda na delnico / čisti dobiček na delnico...delež izplačanega čistega dobička.

To pomeni (ob predpostavki, da vse ostalo ostane isto):

- da bodo imela podjetja z višjo pričakovano rastjo višji P/S kazalec od podjetij z nižjo pričakovano rastjo;
- da bodo imela bolj tvegana podjetja nižji P/S kazalec od manj tveganih podjetij ( $k_e$ );
- da bodo imela podjetja z višjo pričakovano profitno maržo višji P/S kazalec od podjetij z nižjo pričakovano maržo;
- da bodo imela podjetja z nižjo stopnjo reinvestiranja (večji del dobičkov izplačajo v dividendah) višji P/S kazalec od podjetij z višjo stopnjo reinvestiranja.

Visoka rast podjetij je ponavadi povezana z visoko stopnjo reinvestiranja, nižjo profitno maržo in visoko stopnjo tveganja.

- **Kazalec E/V Sales**

Medtem ko kazalec P/S primerja tržno vrednost lastniškega kapitala s prihodki od prodaje, kazalec EV/Sales (tržna kapitalizacija + tržna vrednost neto dolga) primerja vrednost *celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega)* s prihodki od prodaje.

Prihodki od prodaje pripadajo tako vlagateljem v lastniški kapital (za plačilo dividend) kot vlagateljem v dolžniški kapital (za plačilo obresti).

Ker v števcu od finančnega dolga odštevamo denar in finančne investicije (tržni vrednostni papirji), moramo paziti, da v imenovalcu – Sales ne vključimo prihodkov od denarja iz finančnih naložb.

EV/Sales = f (rasti, tveganja, davčne stopnje, EBITDA marže, amortizacija, potreb po reinvestiranju)

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\frac{EITDA}{Sales}(1-t)}{WACC-g} - \frac{\frac{DA}{Sales}(1-t)}{WACC-g} - \frac{\frac{Cex}{Sales}}{WACC-g} - \frac{\frac{\Delta WorkingCapital}{Sales}}{WACC-g}$$

WACC - tehtni strošek kapitala;

DA - amortizacija;

Cex - naložbe v osnovna sredstva;

Working Capital - obratna sredstva;

t - davčna stopnja.

To pomeni (ob predpostavki, da vse ostalo ostane isto):

- da bodo imela podjetja z višjo pričakovano rastjo višji EV/Sales kazalec od podjetij z nižjo pričakovano rastjo;
- da bodo imela bolj tvegana podjetja nižji EV/Sales kazalec od manj tveganih podjetij (WACC);
- da bodo imela podjetja z nižjo davčno stopnjo višji EV/Sales kazalec od podjetij z nižjo davčno stopnjo;
- da bodo imela podjetja z višjo EBITDA maržo višji EV/Sales kazalec od podjetij z nižjo EBITDA maržo;
- da bodo imela podjetja z višjim deležem amortizacije v prihodkih od prodaje nižji EV/Sales kazalec od podjetij z nižjim deležem amortizacije v prihodkih od prodaj;
- da bodo imela podjetja z manjšimi potrebami po reinvestiranju, za doseganje pričakovane stopnje rasti, višji EV/Sales kazalec od podjetij z večjimi potrebami po reinvestiranju.

- **Kazalec denarnega toka iz poslovanja pred davki**

Kazalec denarnega toka iz poslovanja pred davki (angl. Value-to-EBITDA) je zelo uporaben, saj daje natančnejše ocene za podjetja v tistih panogah, ki zahtevajo velike začetne naložbe v infrastrukturo, omogoča primerjavo podjetij, ki imajo različno strukturo financiranja, lahko se izračuna tudi za podjetja, ki poslujejo s čisto izgubo (vendar le, če je EBITDA pozitiven) in je povezan z metodo diskontiranja denarnih tokov.

EV/EBITDA: (tržna kapitalizacija + tržna vrednost dolga) / dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo.

EBITDA je približek za denarni tok iz poslovanja.

Medtem, ko kazalec P/E primerja tržno vrednost lastniškega kapitala s čistim dobičkom (ta pripada vlagateljem v lastniški kapital), kazalec EV/EBITDA primerja vrednost celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega) z denarnim tokom iz poslovanja (ta pripada tako lastnikom lastniškega kot dolžniškega kapitala).

Vsi dobički pred dobičkom po plačanih davkih pripadajo tako vlagateljem v lastniški kapital (za plačilo dividend), kot vlagateljem v dolžniški kapital (za plačilo obresti).

Ker v števcu od finančnega dolga odštevamo denar in finančne naložbe (tržni vrednostni papirji), moramo paziti, da v imenovalcu – EBITDA ne vključimo prihodkov od denarja iz finančnih naložb.

EV/EBITDA = f (rasti, tveganja, davčne stopnje, amortizacija, potreb po reinvestiranju)

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(1-t)}{WACC-g} - \frac{\frac{DA}{EBITDA}(1-t)}{WACC-g} - \frac{\frac{Cex}{EBITDA}}{WACC-g} - \frac{\frac{\Delta Working\_Capital}{EBITDA}}{WACC-g}$$

WACC - tehtani strošek kapitala;

DA - amortizacija;

Cex - naložbe v osnovna sredstva;

Working Capital - obratna sredstva;

t - davčna stopnja.

To pomeni (ob predpostavki, da vse ostalo ostane isto):

- da bodo imela podjetja z višjo pričakovano rastjo višji EV/EBITDA kazalec od podjetij z nižjo pričakovano rastjo;
- da bodo imela bolj tvegana podjetja nižji EV/EBITDA kazalec od manj tveganih podjetij (WACC);
- da bodo imela podjetja z nižjo davčno stopnjo višji EV/EBITDA kazalec odd podjetij z nižjo davčno stopnjo;
- da bodo imela podjetja z višjim deležem amortizacije v EBITDA nižji EV/EBITDA kazalec od podjetij z nižjim deležem amortizacije v EBITDA;
- da bodo imela podjetja z manjšimi potrebami po reinvestiranju za doseganje pričakovane stopnje rasti višji EV/EBITDA kazalec od podjetij z večjimi potrebami po reinvestiranju.

#### **5.4 Cilj in pomen temeljne analize delnic podjetij**

Cilj temeljne analize delnic, je dobiti oceno vrednosti (delnic) podjetja na podlagi primerjave s ceno (delnic) podobnih podjetij na trgu.

Temeljna analiza sloni na tržnih podatkih in je namenjeno določanju vrednosti podjetja na osnovi primerjave podjetja s:

- primerljivimi podjetji, ki kotirajo na organiziranem trgu kapitala (metoda tržnih kazalcev);
- primerljivimi podjetji, ki so bila kupljena/prodana (prevzeta) v zadnjem obdobju (metoda primerljivih transakcij).

##### **5.4.1 Pomen temeljne analize delnic**

*Relativno vrednotenje je podlaga za večino vrednotenj na »Wall Streetu«:*

- Skoraj 85% analiz vrednotenja delnic temelji na metodah relativnega vrednotenja.
- Več kot 50% vseh vrednotenj pri prevzemih temelji na metodah relativnega vrednotenja.
- Cilj mnogih vrednotenj na podlagi metode diskontiranega denarnega toka (DCF) je podpreti vrednost, dobljeno na podlagi relativnega vrednotenja.
- Preostala vrednost (terminal value), ki predstavlja pomemben delež pri vrednotenju na podlagi DCF, je pogosto izračunana na podlagi relativnega vrednotenja.

##### **5.4.2 Proces temeljne analize delnic**

*Cene delnice je potrebno standardizirati* (to storimo tako, da jih delimo z dobički na delnico, knjigovodsko vrednostjo delnice ali prodajo na delnico in izračunamo vrednosti kazalnikov).

Standardiziramo lahko tako vrednosti lastniškega kapitala, kot tudi celotnega kapitala, in sicer tako, da njuni vrednosti delimo z:

*Dobički, ki jih ustvari lastniški oziroma celotni kapital:*

- P/E: cena delnice/čisti dobiček na delnico (PEG, Relative P/E),
- EV/EBITDA: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / dobiček iz poslovanja pred amortizacijo,
- EV/EBIT: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / dobiček iz poslovanja,
- P/CF: cena delnice / (čisti dobiček na delnico + amortizacija na delnico).

*Knjigovodsko vrednostjo kapitala oziroma sredstev:*



- P/B: cena delnice / knjigovodska vrednost delnice,
- EV/Assets: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / sredstva,
- EV/Replacement cost (Tobin Q): (tržna kapitalizacija + neto dolg) / Stroški nadomestitve.

*Prihodki od prodaje*, ki jih ustvari celotni kapital:

- Price/Sales (P/S): cena delnice / prihodki od prodaje na delnico,
- EV/Sales: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / prihodki od prodaje.

*Številom naročnikov oziroma obiskovalcev spletne strani:*

- EV/Number of subscribes: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / število naročnikov,
- EV/Number of visitor per site: (tržna kapitalizacija + neto dolg) / število obiskovalcev spletne strani.

*Za razumevanje kazalcev uporabljamo štiri faze.*

*1. faza: definiranje kazalca:*

- enoličnost izračuna kazalcev (posamezni kazalec je lahko definiran na različne načine):
  - ~ uporaba konsolidiranih računovodskih izkazov,
  - ~ uporaba računovodskih izkazov narejenih po mednarodnih računovodskih standardih;
- konsistentnost kazalca (imenovalac in števec morata biti konsistentna: P/S in EV/Sales).

*2. faza: opis kazalca:*

- treba je poznati kazalce v celotnem sektorju.

*3. faza: analiza kazalca:*

- zelo pomembno je razumeti osnovne dejavnike, ki vplivajo na posamezen kazalec in razmerja med njimi.

*4. faza: uporaba kazalca:*

- določiti primerljiva podjetja je v praksi zelo zahtevno opravilo.

Primerljivo podjetje je podjetje, ki ima podobno pričakovano stopnjo rasti, podobno tveganje in podobne denarne tokove, kot vrednoteno podjetje.

V praksi pa se pogosto kot primerljivo podjetje definira tisto podjetje, ki deluje v enakem sektorju ali/in ima podobno geografsko strukturo prodaje kot vrednoteno podjetje.

#### **5.4.3 Prednosti in slabosti temeljne analize delnic podjetij**

Temeljna analiza je posebej primerna za ocenjevanje manjšinskega deleža podjetja, kajti cena na borzi odraža koliko so vlagatelji na trgu pripravljeni plačati za podobno portfeljsko naložbo.

Prednosti temeljne analize so:

- trg je najboljši arbiter,
- relativno vrednotenje je možno izvesti dosti hitreje in z mnogo manj predpostavkami v primerjavi z metodo DCF,
- v primerjavi z metodo DCF je relativno vrednotenje lažje razumljivo,
- relativno vrednotenje odraža trenutno »razpoloženje« na trgu.

Relativna preprostost metode lahko pripelje do nekonsistentnosti ključnih predpostavk vrednotenja (tveganjem, rastjo in denarnimi tokovi).

Slabosti relativnega vrednotenja so:

- relativno vrednotenje je zaradi nepreglednosti v model vgrajenih predpostavk lahko še posebej podvrženo manipuliranju,
- težko je najti resnično primerljiva podjetja,
- glede na to, da relativno vrednotenje odraža trenutno »razpoloženje« trga je možno, da precenjuje vrednost podjetja, ko so primerljiva podjetja na trgu precenjena in podcenjuje vrednost podjetja, ko so primerljiva podjetja na trgu podcenjena,
- različni računovodski standardi in različna davčna zakonodaja med posameznimi državami otežujejo primerljivost.

## 6 UPORABA TEMELJNE ANALIZE NA PRIMERU PODJETJA A IN B

Tabela 6.1 Temeljna analiza za podjetje A

	2003	2004	2005
<b>Osnovni finančni kazalci</b>			
<b>P/B</b>	0,58	0,63	0,86
<b>P/E</b>	2,63	2,11	3,29
<b>P/S</b>	0,23	0,28	0,76
<b>Kazalci dobičkonostnosti</b>			
<b>ROE</b>	21,95%	34,30%	31,23%
<b>ROA</b>	11,81%	19,89%	28,67%
<b>Bruto marža</b>	12,33%	19,10%	23,87%
<b>Operativna marža</b>	12,33%	19,10%	18,62%
<b>Neto marža</b>	8,86%	13,04%	23,22%
<b>Du Pont analiza</b>			
<b>Neto marža</b>	8,86%	13,04%	23,22%
<b>Prihodek na sredstva</b>	133,30%	141,22%	123,46%
<b>Kazalec kapitala</b>	185,94%	162,39%	108,91%
<b>Operativni podatki</b>			
<b>Število delnic</b>	93.631	93.631	93.631
<b>Cena delnice</b>	4.417	6.501	20.000
<b>Dobiček na delnico – EPS</b>	1.682	3.081	6.076
<b>Knjigovodska vrednost</b>	7.665	10.301	23.131
<b>EBIT</b>	219.238.00	422.407.00	456.262.00
	0	0	0
<b>EBITDA</b>	219.238.00	422.407.00	529.121.00
	0	0	0
<b>Zadolženost podjetja</b>			
<b>Kapital/Sredstva</b>	53,78%	61,58%	90,26%
<b>Obveznosti/Sredstva</b>	15,21%	10,46%	9,74%
<b>Obveznosti/Kapital</b>	28,28%	16,99%	10,79%

V tabeli predstavljena temeljna analiza za podjetje A nam odgovori na prenekatero vprašanje o vrednotenju in pravi vrednosti delnice podjetja A. Ob pregledu bilance stanja in izkaza uspeha sicer lahko opazovalec ugotovi veliko o stanju in poslovanju v podjetju, pravih odgovorov o relativni vrednosti delnice pa žal ne dobi. Tako sicer ob pregledu prihodkov, dobička in drugih računovodskih postavk lahko za posamezno podjetje ugotovimo, da na primer vsakoletno povečuje prihodke in ustvarja soliden

dobiček ob dobrih profitnih maržah, ker pa moramo ob vrednotenju upoštevati tudi ceno delnice podjetja, pravega vrednotenja ne moremo narediti brez temeljne analize s primernimi kazalci in izračuni.

Takšen primer izračuna podajam v pričujoči tabeli, kjer sem na osnovi računovodskih izkazov podjetja A prikazal vrednotenje delnice in podjetja samega. Šele na osnovi teh izračunov lahko torej z veliko verjetnostjo trdimo, da je nakup delnice nekega podjetja ugoden (ali ne?). Oziroma, če se postavimo v vlogo prevzemnika trdimo, da bi bil prevzem takšnega podjetja finančno ugoden, saj kazalci kažejo na to, da je takšen prevzem smiseln in bo kmalu obrodil sadove. Za takšen zaključek pa je seveda potreben skrben pregled poslovanja (angl.: due dilligence) z vidika finančnega, pravnega in davčnega tveganja, ki vsebuje tudi izračune v pričujoči tabeli in je splošna praksa, ko se prevzemnik odloča za nakup nekega podjetja.

Na osnovi predstavljenih podatkov lahko torej ugotovimo, da se podjetje A, katerega izračuni so podani v tabeli 1, lahko pohvali z zelo ugodnimi finančnimi kazalci. Pogosto se namreč dogaja, da se podjetja ponašajo z ugodnim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice na eni strani, na drugi strani pa z zelo slabo dobičkonostjo ali celo negativnim poslovnim izidom. Delnice takšnega podjetja so sicer lahko zelo zanimive za vlagatelje, saj ponujajo velik diskont na knjigovodsko vrednost, vendar po drugi strani iz svoje dejavnosti ne ustvarjajo dodatnega povečanja vrednosti lastne imovine (lastniškega kapitala), kar, gledano dolgoročno, ne prinaša »prihodnosti«. Po drugi strani pa se lahko srečujemo s podjetjem, ki ima relativno neugodno razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice, pa zato vsako leto ustvarja dobre poslovne rezultate (npr. pozitiven neto denarni tok ali pozitiven prosti denarni tok) in ima tako pred sabo svetlo prihodnost, saj je prav pričakovano poslovanje tisto, ki je poglobitnega pomena pri naši odločitvi o smotnosti nakupa delnice. Podjetje, ki bo vsakoletno ustvarjalo izgubo iz poslovanja, bo namreč na dolgi rok izničilo preostali lastniški kapital (rezerve in ostale postavke kapitala), ravno nasprotno pa bo dobičkonosno podjetje oziroma podjetje, ki ustvarja na dolgi rok, pozitivni neto denarni tok vsako leto povečevalo knjigovodsko vrednost svojega kapitala in posredno vplivalo na bolj ugodno razmerje med tržno in knjigovodsko vrednost njegove delnice.

Podjetje z visoko knjigovodsko vrednostjo delnice in slabo dobičkonostjo poslovanja je tako še najbolj zanimivo za nakup v primeru likvidacije ali pa v primeru, da se obeta prestrukturiranje dejavnosti, saj trenutno poslovanje očitno ne omogoča »teka na dolge proge«. Še posebej pa moramo biti pri vrednotenjih pozorni na manjša podjetja, ki imajo ob svoji ustanovitvi majhen kapital in nizko knjigovodsko vrednost. Če gre za podjetja, ki nastopajo v hitro rastočih panogah, lahko le-ta nadpovprečno povečujejo prihodke in dobiček ter posledično tudi vrednost lastnega kapitala in rezerv.

Pri analizi kazalca P/E (tržna cena delnice glede na dobiček na delnico) moramo opozoriti tudi na nekatere posebnosti. Podjetja v hitro rastočih panogah so namreč pogosto ovrednotena z visoko vrednostjo omenjenega kazalca, kar pomeni, da imajo vlagatelji visoka pričakovanja. Takšen primer so predvsem podjetja, ki se ukvarjajo s sodobnimi tehnologijami, kjer se v prihodnje pričakuje povečan obseg poslovanja (hitra rast – g....). Skoraj klasičen primer takšnega podjetja je Google, svetovno znano podjetje s področja uporabe interneta in sodobnih tehnologij, katerega delnice so glede na kazalec P/E ovrednotene (ne)smiselno visoko, kar je posledica še neizkoriščenega potenciala panoge, v kateri Google nastopa. Ravno ta potencial vlagatelji kupujejo preko delnice Googla, ki so glede na trenutno poslovanje visoko ovrednotene, če pa upoštevamo, kakšni bodo predvidoma poslovni rezultati čez na primer 5 let, pa so njihovi nakupi precej bolj smiselni. To je logična posledica lastnosti panoge, saj lahko uspešna podjetja nadpovprečno povečujejo prihodke in dobiček, kar pomeni, da kazalec P/E hitro pade na nižjo vrednost in bolj ugodno vrednost za nakup delnice. Še posebej pozorni pa moramo biti pri pregledu kazalca P/E pri podjetjih, ki imajo zelo visoko vrednost tega kazalca, kar pomeni, da so komaj ustvarile nekaj dobička. Že nekoliko boljši poslovni rezultat lahko vrednost kazalca bistveno izboljša.

Pri kazalcih, podanih v tabeli 1, moramo opozoriti, da gre za absolutne vrednosti kazalcev. Le-ti nam predstavijo, kako uspešno je pri poslovanju in dobičkonosti podjetje glede na celoten in kapital in sredstva ter kakšne marže dosega na posameznih nivojih (bruto, operativna in neto marža). Še nekoliko bolj zanimiva pa je Du Pont analiza, ki razčleni kazalec ROE na zmnožek treh kategorij, in sicer neto marže, prihodkov na celotna sredstva in kazalca kapitala. Po pregledu omenjenih treh kategorij lahko ugotovljamo, zakaj kazalec ROE dosega izračunano vrednost.

Od ostalih podatkov sta ključnega pomena še EBIT (Earnings before Interests and Taxes), ki nam pove, kakšen poslovni rezultat ustvarja podjetje samo iz poslovanja. Pogosto se namreč izkaže, da je čisti poslovni izid podjetja pozitiven, vendar ni posledica rednega delovanja, temveč finančnih in izrednih postavk. Še nekoliko večjo utež pa ima pri vrednotenju EBITDA (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), ki nam pove, kakšen je bil dobičkom pred davki, obrestmi in amortizacijo. EBITDA je tako široko uporabljen pri izračunu morebitne prevzemne cene, saj potencialnemu prevzemniku pove, koliko dobička ustvarja poslovanje podjetja, preden odštujemo še stroške amortizacije in deprecijacije.

Za konec omenimo še kazalce zadolženosti podjetja. Ti nam povedo, kakšne vire financiranja pri svojem poslovanju uporablja podjetje. Vzorci so seveda različni po panogah in odvisni tudi od velikosti podjetja, pogosto pa lahko ugotovimo, da majhna zadolženost podjetja kaže na pomanjkanje podjetniških idej in ambicioznosti uprave, da

bi z novimi sredstvi razvijal nove projekte in poslovne ideje. V nadaljevanju so predstavljeni še izračuni za podjetje B, ki je glede na izračune, manj privlačno za nakup.

Tabela 6.2 Temeljna analiza za podjetje B.

	2003	2004	2005
<b>Osnovni finančni kazalci</b>			
P/B	1,36	1,19	0,94
P/E	10,85	8,39	15,61
P/S	0,78	0,75	1,11
<b>Kazalci dobičkonostnosti</b>			
ROE	12,50%	15,45%	7,38%
ROA	8,33%	9,95%	5,73%
Bruto marža	14,80%	15,36%	28,95%
Operativna marža	14,80%	15,36%	13,16%
Neto marža	7,22%	8,92%	7,09%
<b>Du Pont analiza</b>			
Neto marža	7,22%	8,92%	7,09%
Prihodek na sredstva	115,36%	100,09%	80,81%
Kazalec kapitala	150,12%	159,55%	128,84%
<b>Operativni podatki</b>			
Število delnic	337.000	337.000	337.000
Cena delnice	4.800	5.006	7.900
Dobiček na delnico – EPS	442	597	506
Knjigovodska vrednost	3.538	4.191	8.440
EBIT	305.566.000	346.360.000	316.697.000
	0	0	0
EBITDA	305.566.000	346.360.000	415.314.000
	0	0	0
<b>Zadolženost podjetja</b>			
Kapital/Sredstva	66,61%	62,68%	84,71%
Obveznosti/Sredstva	30,18%	36,36%	15,29%
Obveznosti/Kapital	45,31%	58,02%	18,05%

## 7 ZAKLJUČEK

Po vsem napisanem bi lahko z gotovostjo trdil, da investiranje v delnice ni nič bolj tvegano kot so tvegani dogodki v vsakdanjem življenju. Ali ne tvegamo, ko sedemo za volan, ko se z letalom odpravimo na počitnice, ko prečkamo cesto? Enako je z delnicami. Naložba v delnice se nam lahko povrne v 30%, 50%, 100%, lahko zaslužimo tudi manj kot 5% ali ne zaslužimo nič, pri zlomu borze (kar naj bi se zgodilo vsakih 40 let) pa lahko tudi izgubimo vse. Ob upoštevanju vsega kar sem napisal o delnicah, investiranju, tveganju, diverzifikaciji sredstev in vrednotenju delnic v tem diplomskem delu, je zelo malo možnosti za neuspeh. Res pa je, da je treba za uspeh tudi nekaj storiti. Treba si je upati in imeti malo sreče. Večina ljudi tarna da nima denarja, niso zadovoljni s svojim življenjem, ko pa slišijo o naložbah v delnice, izjavijo vsi v en glas, da si kaj takega ne upajo.

Ključ uspeha je v postavitvi ciljev, pravilnem izboru delnic, pravem času nakupa in prodaje ter seveda malo sreče. Pomembno je imeti tako naložbe v več različnih delnicah, kot tudi na več različnih trgih. Ko dosežemo cilj, ki smo si ga postavili na začetku, je treba vedeti, kdaj zmanjšati delež sredstev v bolj tveganih naložbah (delnicah) in ga povečati v manj tveganih naložbah (obveznice).

Če pogledamo, kaj se je pred desetimi leti dogajalo na slovenski borzi in primerjamo s trenutnim stanjem na hrvaški borzi ter na borzi v Bosni in Hercegovini, se lahko marsikaj naučimo. Za to nam ni treba biti strokovnjak, le delnice nas morajo zanimati, pa bomo tudi podatke takoj našli. Vsem dobrim podjetjem v Sloveniji so v zadnjih desetih letih delnice poskočile. Katero koli delnico dobrega podjetja bi pred desetimi leti kupili, bi danes imeli lep zaslužek. Ista zgodba se ponavlja na trgih bivše Jugoslavije. Vse je še v razvoju, delnice imajo najnižje cene, kar je idealno za naložbe. Čez deset let bo isto kot je zdaj v Sloveniji. Samo pomislite, koliko bi zaslužili, če bi vložili v delnice samo 10.000,00 EUR in bi zaslužili recimo 20% letno, deset let. Sedaj pa pomislite, koliko bi zaslužili v desetih letih, če bi ta denar položili na banko. Mislim, da ni več kaj dodati.

V diplomskem delu sem v zadnjem delu analiziral dve podjetji. Poleg osnovnih finančnih kazalcev nam pomemben podatek o uspešnosti podjetja pove tudi Du Pont analiza ter kazalci zadolženosti podjetja. Na podlagi teh kazalcev sem prišel do zaključka, da je podjetje A primerno za prevzem oziroma nakup njihovih delnic. Izračuni za podjetje B nam nakup delnic oziroma prevzem odsvetujejo.





## LITERATURA

- Berk, Aleš, Igor Lončarski in Peter Zajc. 2001. *Gradivo za poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Bodie, Zvi in Robert C. Merton. 2001. *Finance*. London: Prentice-Hall International.
- Bodie, Zvi, Alex Kane in Alan J. Marcus. 1999. *Investments*. Boston: Irwin/McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene F., Louis C. Gapenski in Phillip R. Daves. 1999. *Intermediate financial management*. Fort Worth: The Dryden Press.
- Brigham, Eugene F. in Phillip R. Daves. 2002. *Intermediate financial management*. Fort Worth: South-Western/Thomson Learning.
- Hočevar, Marko, Sandi Igličar in Maja, Zaman. 2002. *Osnove računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta
- Jerovšek, Aljoša. 1991. *Delnice: Analize, strategije, špekulacije, davki*. Ljubljana: FIRST d.d.
- Jesenek, Mateja. 2003. *Vodnik za preračunljivo investiranje: vse o investiranju v vrednostne papirje*. Velenje: Pozoj.
- Kleindienst, Robert in Črt, Jakhel. 2001. *Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev*. Ilustrator Aljana Primožič. Ljubljana: GV založba.
- Kolb, Robert W. in Ricardo J. Rodriguez. 1996. *Financial markets*. Massachusetts, Oxford: Blackwell Business.
- Mishkin, Frederic S. in Stanley G. Eakins. 1998. *Financial markets and institutions*. Reading (Mass): Addison – Wesley: Addison Wesley Longman, cop.
- Mramor, Dušan. 2000. *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

Ribnikar, Ivan. 1999. *Monetarna ekonomija I: Denar, finančne institucije in denarna politika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

Richardson, Leon. 1996. *Investiranje. Dio 1, Zlatna pravila uspešnog ulaganja*. Prevedel Jerina Malešević in Đurđica Ercegovac. Zagreb: LMN.

Šimon, Aleksander. 1996. *Metode za analizo vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Samozaložba.

## VIRI

Zupančič, Aleš. 2006. *S pomočjo relativnega vrednotenja do pravih naložb*.

[http://www.publikum.si/uploads/docs/s\\_pomocjo\\_relativnega\\_vrednotenja\\_do\\_pravih\\_nalozb.pdf](http://www.publikum.si/uploads/docs/s_pomocjo_relativnega_vrednotenja_do_pravih_nalozb.pdf)

Oblikovanje ustreznega finančnega portfelja. B.l.

<http://www.skb.si/data/doc/pdf/oblikovanje-ustreznega-financnega-portfelja.pdf>

Diverzifikacija sredstev. B.l.

[http://www.nasvet.info/index.cgi?uporabnik=SawxOOkLqRkiM&kategorija=5&podkategorija=1&ime\\_f=razprsitev\\_nalozb](http://www.nasvet.info/index.cgi?uporabnik=SawxOOkLqRkiM&kategorija=5&podkategorija=1&ime_f=razprsitev_nalozb)

Investicije – tveganje. B.l.

[http://www.nasvet.info/index.cgi?uporabnik=SawxOOkLqRkiM&kategorija=5&podkategorija=1&ime\\_f=investicije\\_tveganje](http://www.nasvet.info/index.cgi?uporabnik=SawxOOkLqRkiM&kategorija=5&podkategorija=1&ime_f=investicije_tveganje)