

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA RAZLIKE MED POSLOVNIM IN DENARNIM IZIDOM
KOT IZHODIŠČE ZA ODLOČITVE O NAKUPU DELNIC**

Ljubljana, junij 2024

MIHA MARČUN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Miha Marčun, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza razlike med poslovnim in denarnim izidom kot izhodišče za odločitve o nakupu delnic, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem viš. pred. mag. Aleksandrom Igličarjem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi;
11. da sem preveril verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne 20. 06. 2024

Podpis študenta: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	TEORETIČNA PODLAGA PRIMERJAVE POSLOVNOIZIDNEGA TOKA IZ POSLOVANJA IN DENARNEGA TOKA IZ POSLOVANJA	2
2.1	Aktivne in pasivne časovne razmejitve	2
2.2	Odložene obveznosti in terjatve za davek od dobička	3
2.3	Obračun amortizacije	6
2.4	Terjatve do kupcev in obveznosti do dobaviteljev	8
2.5	Vrednotenje zalog	9
3	OPREDELITEV PRILAGOJENEGA SLOANOVEGA KOLIČNIKA.....	12
3.1	Oblikovanje prilagojenega Sloanovega količnika	12
3.2	Izhodišča pri analiziranju prilagojenega Sloanovega količnika	13
3.3	Strategija investiranja	14
4	ANALIZA IZBRANIH PODJETIJ	15
4.1	Analiza podjetja Apple	16
4.2	Analiza podjetja General Motors	18
4.3	Analiza podjetja Costco.....	19
4.4	Analiza podjetja Pfizer	21
4.5	Analiza podjetja Lumen Technologies.....	23
5	SKLEP.....	25
	LITERATURA IN VIRI	26
	PRILOGE.....	29

KAZALO TABEL

Tabela 1: Primerjava davčnega in računovodskega dobička.....	4
Tabela 2: Poslovni dogodki, ki vplivajo na nastanek odloženih davkov.....	5
Tabela 3: Primerjava uporabe različnih metod amortiziranja v milijonih evrov.....	7
Tabela 4: Analiza podjetja Apple v 1. obdobju	16
Tabela 5: Analiza podjetja Apple v 2. obdobju	17
Tabela 6: Analiza podjetja Apple v 3. obdobju	17
Tabela 7: Analiza podjetja General Motors v 1. obdobju	18

Tabela 8: Analiza podjetja General Motors v 2. obdobju	18
Tabela 9: Analiza podjetja General Motors v 3. obdobju	19
Tabela 10: Analiza podjetja Costco v 1. obdobju	19
Tabela 11: Analiza podjetja Costco v 2. obdobju	20
Tabela 12: Analiza podjetja Costco v 3. obdobju	20
Tabela 13: Analiza podjetja Costco v 4. obdobju	20
Tabela 14: Analiza podjetja Costco v 5. obdobju	20
Tabela 15: Analiza podjetja Pfizer v 1. obdobju	21
Tabela 16: Analiza podjetja Pfizer v 2. obdobju	21
Tabela 17: Analiza podjetja Pfizer v 3. obdobju	22
Tabela 18: Analiza podjetja Pfizer v 4. obdobju	22
Tabela 19: Analiza podjetja Pfizer v 5. obdobju	22
Tabela 20: Analiza podjetja Pfizer v 6. obdobju	22
Tabela 21: Analiza podjetja Lumen Technologies v 1. obdobju.....	23
Tabela 22: Analiza podjetja Lumen Technologies v 2. obdobju.....	23
Tabela 23: Analiza podjetja Lumen Technologies v 3. obdobju.....	24
Tabela 24: Analiza podjetja Lumen Technologies v 4. obdobju.....	24
Tabela 25: Analiza podjetja Lumen Technologies v 5. obdobju.....	24

KAZALO SLIK

Slika 1: Ameriška podjetja z najvišjimi LIFO-rezervami v milijonih dolarjev	10
Slika 2: Agregatne zaloge po metodah FIFO (zelena) in LIFO (rdeča) v milijonih dolarjev za vsa podjetja iz Združenih držav Amerike, ki so leta 2008 poročala po metodi FIFO.....	11
Slika 3: Zaloge Exxon Mobila v milijonih enot po metodah FIFO (zelena) in LIFO (rdeča).....	11

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Podatki za analizo delnice Apple.....	1
Priloga 2: Podatki za analizo delnice General Motors	2
Priloga 3: Podatki za analizo delnice Costco	3
Priloga 4: Podatki za analizo delnice Pfizer	4
Priloga 5: Podatki za analizo delnice Lumen Technologies	5

SEZNAM KRATIC

AČR – aktivne časovne razmejitve

angl. – angleško

BS – bilanca stanja

EUR – evro

FAS – (angl. financial accounting standard); računovodski standard

FIFO – (angl. first in, first out); prvi noter, prvi ven

IFRS – (angl. International Financial Reporting Standards); Mednarodni standardi računovodskega poročanja

IPI – izkaz poslovnega izida

LIFO – (angl. last in, first out); zadnji noter, prvi ven

PČR – pasivne časovne razmejitve

S&P 500 – Standard and Poor's 500

SRS – Slovenski računovodski standardi

US GAAP – (angl. Generally Accepted Accounting Principles); splošno sprejeta računovodska načela

USD – ameriški dolar

ZDA – Združene države Amerike

1 UVOD

Z razliko med poslovnim izidom iz poslovanja in denarnim izidom iz poslovanja ter učinkom, ki ga ima ta razlika na sprejemanje investicijskih odločitev, sem bil prvič soočen na investicijskih delavnicah Modri investitor, ki jih v Sloveniji vodi borznik in prevajalec mnogih tujih investicijskih knjig Zlatko Turkovič. V sklopu teh delavnic sem se začel zavedati, kako velik pomen ima razumevanje razlik med denarnim in poslovnim izidom za investicijske odločitve o nakupu delnic družb. Čeprav se na delavnicah te razlike obravnava predvsem kot povprečje denarnega in poslovnega izida v obdobju več let, sem bil sam vedno mnenja, da se za to primerjavo skriva več informacij. To je bilo tudi glavno vodilo za pisanje tega diplomskega dela.

Kot je poudarjal nobelovec Richard Feynman, da je za razumevanje kompleksnejših teorij potrebno razumevanje temeljev, na katerih te teorije stojijo, sem se sprva lotil razumevanja osnov. Prvi del naloge je zato usmerjen v razumevanje razlik med poslovnoizidnimi in denarniki tokovi. Ker me zanima, kako se razlike oblikujejo, so v drugem poglavju opredeljene najbolj pogoste situacije, ki vodijo do razlike med denarnimi in poslovnoizidnimi tokovi.

V drugem delu, ki ga predstavljata tretje in četrto poglavje, iščem odgovor na raziskovalno vprašanje, kaj razlike med denarnim in poslovnim izidom pomenijo za gibanje borzne cene delnic. Gibanje borznih cen napovem s količnikom, ki sem ga oblikoval sam ter ga poimenoval prilagojeni Sloanov količnik po Richardu Sloanu, od katerega sem pridobil znanje za oblikovanje lastnega količnika. Teza diplomskega dela je, da je z gibanjem prilagojenega Sloanovega količnika možno vnaprej napovedovati smer gibanja cene delnice na kratek rok ter s tem realizirati pozitiven donos na borznem trgu.

Veljavnost teze in uporabnost prilagojenega Sloanovega količnika pri odločanju o nakupu delnic preverim na vzorcu petih ameriških podjetij, ki z delnicami kotirajo v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA). Gre za podjetja Apple, General Motors, Costco, Pfizer in Lumen Technologies. Na podlagi pridobljenih podatkov analiziram uporabo svoje investicijske strategije, ki predpostavlja nakup delnice, če sta izpolnjena pogoja o gibanju prilagojenega Sloanovega količnika. Ta dva pogoja sta velika negativna sprememba in stabilnost prilagojenega Sloanovega količnika v predhodnem obdobju. Pri izbiri vzorca podjetij se namenoma omejim na podjetja, ki kotirajo v ZDA zaradi lažje dosegljivosti potrebnih podatkov za analizo. Posledično so tudi določeni teoretični primeri v prvem delu naloge usmerjeni v ameriško poslovno in računovodsko regulativo ter prakso.

Kljub temu da veljavnost teze preverjam na zgodovinskih podatkih petih ameriških podjetij, lahko odločitve, o nakupu delnic v prihodnosti, sprejemamo tudi na podlagi tekočih stanj prilagojenih Sloanovih količnikov. Če teza, da s prilagojenim Sloanovim količnikom lahko vnaprej napovedujemo smer gibanja cene delnice, velja na zgodovinskih podatkih, bo teza veljala tudi na prihodnjih podatkih.

2 TEORETIČNA PODLAGA PRIMERJAVE POSLOVNOIZIDNEGA TOKA IZ POSLOVANJA IN DENARNEGA TOKA IZ POSLOVANJA

Za razumevanje, zakaj obstajajo razlike med poslovnoizidnim in denarnim tokom, moramo razumeti, od kod te razlike izvirajo. V tem poglavju zato prikažem primere, ki povzročajo razlike med poslovnoizidnim in denarnim tokom proučevanega obdobja.

2.1 Aktivne in pasivne časovne razmejitve

Ker v računovodstvu velja temeljno načelo, da se poslovni dogodek izkazuje v tistem obdobju, na katero se vsebinsko nanaša, poznamo koncept časovnega razmejevanja stroškov in prihodkov. Kot ločimo sredstva na kratkoročna (do enega leta) in dolgoročna (več kot eno leto), poznamo tudi kratkoročne in dolgoročne časovne razmejitve, pri čemer ni nujno, da razmejevanje sovпада s poslovnim letom. Kot že naslov podpoglavja pove, ločimo razmejitve še na aktivne (v nadaljevanju AČR) in pasivne časovne razmejitve (v nadaljevanju PČR), pri čemer se aktivne pojavljajo med sredstvi v bilanci stanja, pasivne pa med obveznostmi do virov sredstev v bilanci stanja. Med AČR izkazujemo odložene stroške in nezaračunane prihodke, med PČR pa vnaprej obračunane stroške in odložene prihodke (Igličar in drugi, 2017). Pri vseh postavkah je pri njihovem proučevanju treba spoznati okoliščine za njihovo oblikovanje in ali te okoliščine upravičujejo nastanek AČR in PČR. Poznamo:

- Odloženi stroški (angl. deferred costs) so aktivne časovne razmejitve, kjer je praviloma že prišlo do prejema računa za stroške in njihovega plačila, a podjetje stroške izkazuje (odloži) v kasnejšem obdobju. Mednarodni standardi računovodskega poročanja (angl. International Financial Reporting Standards, v nadaljevanju IFRS) in Slovenski računovodski standardi (v nadaljevanju SRS) sicer dolgoročne odložene stroške dopuščajo le za razmejevanje stroškov razvijanja. Po ameriških splošno sprejetih računovodskih načelih (angl. Generally Accepted Accounting Principles, v nadaljevanju US GAAP) se dolgoročni odloženi stroški uporabljajo predvsem za odlaganje drugih stroškov, na primer stroškov izdaje obveznice, saj se stroški razvijanja po US GAAP knjižijo med stroške v trenutku nastanka in se ne morejo razmejevati, kot je to mogoče po IFRS (Bogle in drugi, brez datuma), in tudi SRS. Podjetje, ki pripravlja izkaze na podlagi IFRS ali SRS, ima možnost, da stroške razvijanja zbira na posebnem stroškovnem nosilcu. Če obravnavano podjetje razvija nov izdelek, ki se bo odražal v poslovnih učinkih v prihodnosti, se bodo stroški razvijanja aktivirali kot dolgoročno odloženi stroški razvoja znotraj kategorije neopredmetenih sredstev. Prek amortizacije se nato ti odloženi stroški prenašajo med tekoče, pri čemer se razporedijo v ocenjeni dobi koristnosti izdelka, ob razvoju katerega so nastali (Lozej, 2018). Enak mehanizem velja, če podjetje, ki pripravlja izkaze po US GAAP, odloži stroške izdaje obveznic. Pri tem se

odloženi stroški znotraj kategorije neopredmetenih sredstev običajno amortizirajo do dospetja obveznice (Baker Newman, 2019).

- Vnaprej vračunani prihodki (angl. accrued revenues) so AČR, ko podjetje že prikazuje prihodke, a prodajnega računa še ni izstavilo oziroma plačila še ni prejelo. Ti so samo kratkoročni, a to obdobje ne rabi sovpadati s poslovnim letom, kar pomeni, da lahko podjetje na koncu poslovnega leta prikaže več kratkoročnih nezaračunanih prihodkov, kar bo imelo vpliv na izkazan poslovni izid.
- Vnaprej vračunani stroški (angl. accrued costs) so PČR. Gre za izkazovanje stroškov, preden so nastali stroški in njihovo plačilo. Če podjetje prikazuje veliko vnaprej vračunanih stroškov, znižuje poslovni izid in s tem obstaja možnost, da podjetje ustvarja skrite rezerve. Tudi ti so kratkoročni ali dolgoročni (Igličar in drugi, 2017).
- Odloženi prihodki (angl. deferred revenues) so pasivne časovne razmejitve. Nastanejo, ko so bili prihodki že zaračunani kupcem in morda je podjetje že prejelo plačilo, a bo del prihodkov pripoznalo šele v naslednjem obdobju. So kratkoročni ali dolgoročni.

Dolgoročne PČR vključujejo tudi postavko rezervacije. To so dolgoročno vnaprej vračunani stroški, ki jih oblikujemo za namene pokrivanja stroškov v prihodnosti, kot so odpravnine ob upokojitvi, odškodnine zaradi tožb itd. (Igličar in drugi, 2017). Znesek rezervacij znižuje poslovni izid tekočega poslovnega leta, zato večina pravnih sistemov po svetu omejuje višino rezervacij, ki so davčno priznane kot odhodek. Davčna zakonodaja v Sloveniji omejuje priznane odhodke za namene rezervacij na 50 % za dana jamstva ob prodaji proizvodov ali opravljeni storitvi, za reorganizacijo, za pričakovane izgube iz kočljivih pogodb, za pokojnine, za jubilejne nagrade in za odpravnine ob upokojitvi. Preostalih 50 % se prizna ob porabi navedenih rezervacij (Ministrstvo za finance, 2023).

Kako časovne razmejitve vplivajo na poslovni izid? AČR povečujejo poslovni izid, PČR pa ga znižujejo. Ko podjetje oblikuje konto odloženih stroškov, dela stroškov ne pripozna v tekočem letu, zato je poslovni izid višji, oziroma ko oblikuje konto vnaprej vračunanih prihodkov, bodo protiknjižbe tega konta kreditne knjižbe na kontu prihodkov, kar zvišuje poslovni izid. Na drugi strani ima oblikovan konto vnaprej vračunanih stroškov protiknjižbe na debetni strani stroškovnih kontov, kar zvišuje stroške in niža poslovni izid. Ko podjetje oblikuje konto odloženih prihodkov, dela prihodkov ne pripozna v tekočem obdobju, zato je poslovni izid nižji. Podjetje tako lahko, ni pa nujno, ustvarja skrite rezerve ali izgubo.

Kako časovne razmejitve vplivajo na denarni izid? V primeru AČR je izdatek že nastal, medtem ko strošek še ne. Oziroma je že nastal prihodek, prejemek pa še ne. V primeru PČR je že nastal strošek, a ne izdatek, ter že nastal prejemek, a ne prihodek.

2.2 Odložene obveznosti in terjatve za davek od dobička

Odložene obveznosti za davek od dobička (angl. deferred tax liability) in odložene terjatve za davek od dobička (angl. deferred tax assets) skupaj imenujemo tudi odloženi davki.

»Odložene terjatve za davek od dohodkov pravnih oseb so zneski davka, ki bodo povrnjeni v prihodnjih davčnih obdobjih glede na odbitnečasne razlike, ki se pojavijo predvsem zaradi razlik med obdavčljivim in računovodskim dobičkom v primeručasno davčno nepriznanih odhodkov, kot so na primer oslabitve terjatev, oblikovanih rezervacij. Odložene obveznosti za davek od dohodkov pravnih oseb so zneski davka, ki jih bo treba poravnati v prihodnjih obdobjih glede na obdavčljivečasne razlike« (Vuković in drugi, 2020).

Odloženi davki so posledica situacije, ko se pravila za ugotavljanje obdavčljivega dobička razlikujejo od računovodskih usmeritev računovodskih standardov, ki določajo računovodski dobiček. Računovodski dobiček je razlika med prihodki in odhodki. Osnova za ugotavljanje davčnega dobička je računovodski dobiček, a sta ta praviloma različna zaradi pribitnih in odbitnih postavk, ki ločujejo, kateri prihodki in odhodki so davčno priznani in kateri ne. Hkrati pa se pri davčnem dobičku upoštevajo še olajšave. To je razlog za razliko med obdavčljivim in računovodskim dobičkom. Če pride do razlike, mora podjetje voditi odložene davke, da se ta razlika pokrije. Primer tega je podjetje, ki leta 2020 kupi opremo za 1.000 EUR. Za namen poročanja davčnemu uradu to opremo amortizira v dveh letih, za potrebe računovodskega vodenja pa v štirih letih. Amortizacijska stopnja za davčno poročanje je 50 %, za računovodsko vodenje pa 25 %. Predpostavimo še, da znaša dobiček pred davki in amortizacijo v vseh letih 100.000 EUR, davčna stopnja na dobiček pravnih oseb pa je 22 % (Kotnik, 2004).

Tabela 1: Primerjava davčnega in računovodskega dobička

	Davčni dobiček				Računovodski dobiček			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Dobiček pred amortizacijo	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Strošek:								
Za davčne namene	500	500	0	0				
Za računovodske namene					250	250	250	250
Dobiček pred obdavčitvijo	99.500	99.500	100.000	100.000	99.750	99.750	99.750	99.750
Davek od dobička (22 %)	21.890	21.890	22.000	22.000	21.945	21.945	21.945	21.945
Čisti dobiček	77.610	77.610	78.000	78.000	77.805	77.805	77.805	77.805
Skupaj dobiček za 4 leta	311.220				311.220			

Vir: prirejeno po Kotnik (2004).

Tabela 1 prikazuje, zakaj pride do odloženih davkov. V letih 2020 in 2021 podjetje plača 21.890 EUR davka, a računovodsko poročilo pripozna obveznost v višini 21.945 EUR. Razlika se zato zabeleži kot odložene obveznosti za davek, saj to razliko 110 EUR iz let 2020 in 2021 plača v letih 2022 in 2023, ko plačilo davka znaša 22.000 EUR, a računovodsko poročilo pripozna le 21.945 EUR davka. Odložene obveznosti za davek od dobička v

računovodskih poročilih zato povečujejo odhodke za davek, saj so ti prvotno manjši, ker je odmerjeni davek davčnega urada nižji. Obratno odložene terjatve za davek zmanjšujejo odhodke za davek, saj je podjetje davčnemu uradu plačalo več davka, kot ga je pripoznalo računovodsko poročilo.

Povzetek dogodkov, ki povzročajo odložene davke, je predstavljen v tabeli 2, kjer je razviden vpliv posameznih dogodkov na izkaz poslovnega izida (ko knjižimo odhodek, je bil dobiček manjši in posledično tudi davek od dobička, obratno velja, ko knjižimo prihodek) in bilanco stanja (odložene obveznosti in terjatve za davek od dobička).

Tabela 2: Poslovni dogodki, ki vplivajo na nastanek odloženih davkov

Dogodek	IPI	BS
Davčna amortizacija je hitrejša od računovodske	Odhodek	Obveznost
Računovodska amortizacija je hitrejša od davčne	Prihodek	Terjatev
Prihodek v računovodskih izkazih bo obdavčen v prihodnjem obdobju	Odhodek	Obveznost
Strošek v računovodskih izkazih bo davčno priznan v prihodnjem obdobju	Prihodek	Terjatev
Davčno nepriznано povečanje popravkov vrednosti	Prihodek	Terjatev
Davčno nepriznано zmanjšanje popravkov vrednosti	Odhodek	Obveznost

Vir: prirejeno po Kotnik (2004).

Opisane so le začasne razlike, saj stalne razlike med računovodskim in davčnim dobičkom ne povzročajo odloženih davkov. Stalne razlike nastanejo, ko Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2), Ur. l. RS, št. 117/06, ne pripoznava določenih odhodkov kot odhodke za davčne namene, nekatere prihodke pa pripoznava kot trajno neobdavčljive (Lipeč, 2016).

Kako odloženi davki vplivajo na poslovni izid? Če imamo v letu 1 visoke odložene davčne obveznosti, bodo te zniževale poslovni izid, a hkrati bo ostalo več denarja na transakcijskem računu podjetja. V letu 2 mora podjetje te obveznosti plačati, kar pomeni, da ima večje denarne izdatke v prihodnosti, a hkrati se zapiranje odloženih davčnih obveznosti knjiži v dobro prihodkov, kar vodi v višji poslovni izid. Pod črto bo poslovni izid enak, kot če ne bi imeli odloženih davčnih obveznosti, in prav tako bo enak denarni tok. Gre za začasne razlike. Enako obratno velja za odložene davčne terjatve.

Kako odloženi davki vplivajo na denarni izid? Če obveznosti za davek od dobička skočijo, je podjetje plačalo manj davka, kot ga je pripoznalo, to se odraža v večjih denarnih sredstvih na transakcijskem računu. Če skočijo terjatve, je podjetje plačalo več davka in bo imelo zato v prihodnosti manj denarnih izdatkov za davčne obveznosti.

2.3 Obračun amortizacije

Gre deloma za nadaljevanje prejšnjega poglavja o odloženih davčnih obveznostih in terjatvah, a je tukaj to opredeljeno z vidika amortizacije. Za namene amortizacije mora podjetje ugotoviti amortizljiv znesek, ki je razlika med nabavno vrednostjo in preostalo vrednostjo sredstva, in določiti dobo koristnosti oziroma amortizacijsko stopnjo (Igličar in drugi, 2017). Amortizacija nima le poslovnega vidika, ampak ima tako kot dobiček tudi davčni vidik. Različni pravni sistemi po svetu različno urejajo področje amortiziranja za davčne namene. Nekateri dovoljujejo le eno metodo, drugi več metod. A večina jih določa maksimalne letne amortizacijske stopnje za namen davčnega poročanja. Podjetje je zato omejeno, koliko amortizacije mu je priznано kot davčni odhodek, kar je pomembno, saj podjetje za namene računovodskega poročanja samo določa dobe koristnosti posameznih osnovnih sredstev in s tem amortizacijske stopnje (James, 2023).

Amortizacija ima zato računovodski in hkrati davčni vidik. Računovodsko je urejena z računovodskimi standardi, kot so US GAAP, SRS, IFRS itd. Po drugi strani so najvišje amortizacijske stopnje določene s strani vsake posamezne davčne zakonodaje (Zobavnik in Koprivšek, 2010). V Sloveniji to ureja 33. člen ZDDPO-2, ki določa naslednje najvišje letne amortizacijske stopnje:

- gradbeni objekti, vključno z naložbenimi nepremičninami, 3 %,
- deli gradbenih objektov, vključno z deli naložbenih nepremičnin, 6 %,
- oprema, vozila in mehanizacija 20 %,
- deli opreme in oprema za raziskovalne dejavnosti 33,3 %,
- računalniška, strojna in programska oprema 50 %,
- večletne nasade 10 %,
- osnovna čreda 20 %,
- druga vlaganja 10 %.

Če podjetje za zunanje računovodsko poročanje uporablja višje stopnje amortizacije, bo izkazovalo nižji poslovni izid, če uporablja nižje stopnje amortizacije, pa višji poslovni izid. Poznamo tudi metode amortiziranja, namenjene prav hitrejši amortizaciji sredstev. Temu pravimo pospešena amortizacija, ki deluje prek skrajševanja dobe koristnosti ali prek izdatnejših začetnih odpisov. Namen takih metod je spodbuda za podjetja, da ta prej investirajo v nova osnovna sredstva (Zobavnik in Koprivšek, 2010). Hkrati imajo podjetja interes hitreje amortizirati svoja osnovna sredstva, ne le zaradi zniževanja davčnih obveznosti, ampak tudi z vidika časovne vrednosti denarja. Pri tem so podjetja omejena, saj zakonodaje dopuščajo le posamezne metode amortiziranja in, kot že omenjeno, določajo maksimalne amortizacijske stopnje. Slovenska zakonodaja dopušča le metodo enakomerne časovne amortizacije, torej linearno metodo.

Če podjetje danes pripozna več stroškov iz naslova amortizacije, zmanjša svojo davčno osnovo, kar vodi v več razpoložljivih denarnih sredstev danes. Ta večja denarna sredstva so

danes več vredna kot čez eno ali dve leti (James, 2023). Pospešena amortizacija se je uporabljala tudi v nekaterih članicah Evropske unije po veliki finančni krizi z namenom spodbujanja gospodarstva. Te države so bile Avstrija, Nemčija in Finska (Zobavnik in Koprivšek, 2010).

Ker vsaka država posebej ureja področje maksimalnih amortizacijskih stopenj, je na prvi pogled težje ugotoviti, ali podjetje amortizira svoja sredstva hitreje ali počasneje. A pri tem nam pomaga ravno razkol na področju amortizacije med računovodskim poročanjem in davčnim poročanjem. Ko podjetje računovodsko poroča, se pri tem ravna po standardih, kot sta US GAAP in IFRS. Ko podjetje poroča o amortizaciji za davčne namene, se ravna v skladu z veljavno davčno zakonodajo, zato se, predvsem pri velikih družbah, računovodsko in davčno poročanje razlikujeta. Do tega pride kot posledica, da davčni organi dovoljujejo hitrejšo amortizacijo oziroma dovoljujejo pospešeno amortizacijo. To v praksi pomeni, da podjetja davčnemu organu poročajo o nižjem poslovnem izidu, kot ga poročajo v svojih računovodskih izkazih, zato mora podjetje primerno uskladiti stanja (Thomas Reuters & Accounting, 2023). Gre zgolj za uskladitev stanj na kratek rok, ker gre za začasne razlike, saj bosta pod črto obe poročanji, tako davčno kot računovodsko, dosegli, da se amortizira celotna amortizacijska osnova. Do razlike zato prihaja le zaradi različne časovne razporeditve amortizacije tekom obdobja, kar se odraža v različni razporeditvi davčnih obveznosti in ne tudi v skupni višini plačanih davkov. Ko pride do situacije, da je dobiček za davčno poročanje zaradi pospešene amortizacije nižji od dobička v računovodskih izkazih, mora podjetje to uskladiti z odloženimi obveznostmi za davek. V obratni situaciji pa uporabi odložene terjatve za davek (Butner, brez datuma).

Tabela 3: Primerjava uporabe različnih metod amortiziranja v milijonih evrov

Leto	Strošek amortizacije po linearni metodi	Strošek pospešene amortizacije	Razlika v stroških	Davčni prihranki/odložene obveznosti oz. terjatve za davek	Gibanje denarnih sredstev
1	20	33,3	13,3	2,93	2,93
2	20	26,7	6,7	1,47	4,4
3	20	20	0	0	4,4
4	20	13,3	– 6,7	– 1,47	2,93
5	20	6,7	– 13,3	– 2,93	0

Vir: lastno delo.

Tabela 3 prikazuje amortizacijo osnovnega sredstva, katerega amortizacijska osnova znaša 100 milijonov EUR. Sprva je prikazana običajna linearna amortizacija (5 let, 20 % amortizacijska letna stopnja). Nato je prikazana ena izmed metod pospešene amortizacije, pri čemer je uporabljena metoda z vsoto letnih števil (5/15, 4/15, 3/15, 2/15, 1/15). Nato so izračunani razlika v priznanih stroških med obema metodama in davčni prihranki (davek od dohodka pravnih oseb znaša 22 %). V zadnjem stolpcu je predstavljeno gibanje denarnih sredstev, ki so vezana na plačilo davka. Če je pospešena amortizacija davčno priznana, za

davčne namene v prvem letu pripoznamo za 13,3 milijona EUR več stroškov, kot to predvidi računovodski izkaz. V prvem letu davčnemu uradu plačamo za 2,93 milijona EUR manj davkov, kot to predvidi računovodski izkaz, in iz tega sledi, da se oblikujejo odložene davčne obveznosti v višini 2,93 milijona EUR, ki jih v drugem letu povečamo za dodatnih 1,47 milijona EUR. Odložene davčne obveznosti začnemo zapirati v četrtem in petem letu. V prvih dveh letih se zato oblikujejo odložene davčne obveznosti, ki zmanjšujejo poslovni izid, a ne vplivajo na denarni tok. Oziroma podjetje plača manj davka, kot bi ga sicer po računovodskih izkazih. V četrtem in petem letu, ko se te obveznosti zapirajo s kreditnimi knjižbami na izkazu poslovnega izida, to zvišuje poslovni izid in izdatki za plačilo davka so vse višji.

Kako obračun amortizacije vpliva na poslovni izid? Če pride do rasti odloženih obveznosti za davek, je podjetje davčnemu uradu poročalo o nižjem poslovnem izidu in zato plačalo manj davka. To pomeni, da bodo v prihodnjih letih poslovni izidi, poročani davčnemu uradu, vse višji (ker bodo stroški amortizacije vse nižji), a poslovni izid na računovodskem poročilu vse nižji (ker bo strošek amortizacije sedaj vse višji v primerjavi s stroškom, poročanim davčnemu uradu). Pod črto se sicer vse izenači, a v prvem obdobju odložene davčne obveznosti znižujejo računovodske dobičke, odložene terjatve pa jih zvišujejo, če je davčno priznana amortizacija višja od računovodsko vodene.

Kako obračun amortizacije vpliva na denarni izid? Z vidika denarnega izida je bil izdatek (v prvem obdobju amortiziranja) za davčne obveznosti manjši, kot to predvideva računovodsko poročilo, in bodo zato ti izdatki v prihodnosti višji, ko bodo stroški amortizacije za namene davčnega poročanja vse nižji. Posledično visoke odložene obveznosti za davek skrivajo v sebi višje izdatke za namene davka v prihodnosti. Obratno velja za odložene terjatve za davek. Visoke terjatve za davek pomenijo, da je bilo za davčne namene že več izdatkov, kot to predvideva računovodsko poročilo, zato bodo ti izdatki v prihodnosti manjši.

2.4 Terjatve do kupcev in obveznosti do dobaviteljev

Terjatev predstavlja situacijo, ko je podjetje izdalo račun, že pripoznalo prihodek, a v izbranem obdobju še ni prejelo plačila. Obveznost pomeni, da je podjetje prejelo račun, pripoznalo povečanje sredstev ali strošek, ampak v izbranem obdobju še ni izvedlo plačila. Iz tega sledi, da skoki v terjatvah, ki so med drugim posledica večje prodaje ali počasnejšega plačevanja kupcev, pomenijo, da je podjetje v izbranem obdobju pripoznalo več prihodkov, ki še niso nujno pokriti z denarnimi prejemi. Podjetje v tem obdobju prikazuje višji poslovni izid, kot to kaže denarni tok, s čimer ni nič narobe, a povzroča razlike med denarnim tokom in poslovnizidnim tokom izbranega obdobja. Na drugi strani skoki v obveznostih do dobaviteljev pomenijo, da je podjetje v izbranem obdobju pripoznalo več stroškov, kot je bilo izdatkov.

Kako terjatve do kupcev in obveznosti do dobaviteljev vplivajo na poslovni izid? Vsako podjetje ima terjatve do kupcev in obveznosti do dobaviteljev, ampak pozornost zahtevajo

raven terjatev in obveznosti (v primerjavi z vsemi sredstvi oziroma obveznostmi v bilanci stanja) ter velike spremembe v terjatvah in obveznostih. Velike spremembe v terjatvah in obveznostih izbranega obdobja se odražajo v večjih razlikah med poslovnim in denarnim izidom.

Kako terjatve do kupcev in obveznosti do dobaviteljev vplivajo na denarni izid? Z vidika denarnega izida prejemi oziroma izdatki v izbranem obdobju še niso nastali. Račun še ni bil plačan. Pri terjatvah je v izbranem trenutku manj denarnih sredstev, kot to predvidevajo prihodki. Z vidika obveznosti do dobaviteljev pa je v izbranem obdobju denarnih sredstev več, kot to predvidevajo stroški.

2.5 Vrednotenje zalog

Razlike med denarnim in poslovnoizidnim tokom izhajajo tudi iz različnih metod vrednotenja zalog. Ko vrednotimo zaloge, te načeloma vrednotimo po eni izmed treh metod:

- metoda drsečih povprečnih cen,
- metoda zaporednih cen (angl. first in, first out, v nadaljevanju FIFO),
- metoda povratnih cen (angl. last in, first out, v nadaljevanju LIFO).

Metodo LIFO vključujem zaradi razlike med računovodskimi standardi, saj IFRS in SRS te metode ne dovoljujeta za zunanje računovodsko poročanje, medtem ko jo US GAAP dovoljuje. Po SRS od leta 2006 metoda LIFO ni več dopuščena za zunanje računovodsko poročanje, a podjetja iz ZDA lahko z izborom metode vplivajo na poslovni izid, ne pa tudi na denarnega.

V obdobju naraščanja cen materiala bo podjetje, ki pri vrednotenju zalog uporablja metodo LIFO, izkazovalo višje stroške porabljenega materiala kot isto podjetje, ki uporablja metodo FIFO. Zaradi tega je poslovni izid podjetja z metodo LIFO nižji. US GAAP zato narekuje, da morajo podjetja, ki poročajo po metodi LIFO, poročati tudi o postavki »LIFO-rezerve«. Gre za razliko med stanjem zalog podjetja po metodi FIFO in stanjem zalog podjetja po metodi LIFO (Tomasetti, 2024).

$$LIFO\ rezerve = vrednost\ zaloge\ po\ FIFO - vrednost\ zalog\ po\ LIFO \quad (1)$$

Podjetja morajo o postavki poročati z namenom lažje primerjave podjetij z različnimi metodami vrednotenja zalog, saj v primeru, da podjetje poroča rezerve LIFO, lahko enostavno izračunamo in nato primerjamo stroške materiala podjetij med seboj.

$$\begin{aligned} &Stroški\ blaga\ in\ storitev\ (FIFO\ metoda) = \\ &stroški\ blaga\ in\ storitev\ (LIFO\ metoda) - sprememba\ LIFO\ rezerv \end{aligned} \quad (2)$$

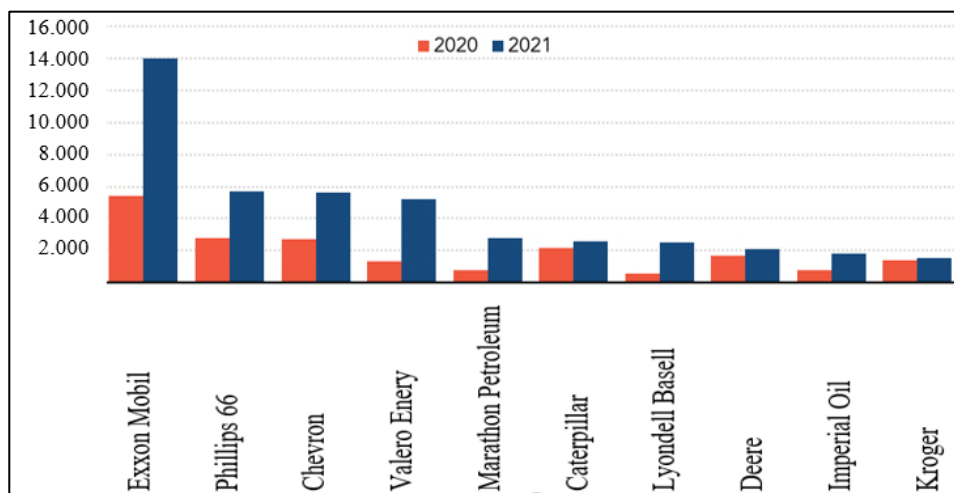
V letu 2023 je 55 % podjetij, ki sestavljajo indeks Standars and Poor's 500 (v nadaljevanju S&P 500, borzni indeks 500 velikih ameriških delniških družb), uporabljalo metodo FIFO,

kar 15 % pa metodo LIFO. Število podjetij iz indeksa S&P 500, ki uporabljajo metodo LIFO, se je sicer v zadnjih letih zmanjšalo (Steinhardt, 2023).

Precej je zagovornikov uporabe metode LIFO. Ti poudarjajo, da metoda LIFO daje pravilnejši poslovni izid. To argumentirajo z dejstvom, da se pri metodi LIFO uporabljajo zadnje cene na trgu, kar pomeni, da metoda LIFO bolje prikaže stroške v odnosu do prihodkov. To pa po drugi strani ni v skladu s Financial Accounting Standard 157 (v nadaljevanju FAS 157), ki ga je leta 2006 predstavil Financial Accounting Standards Board, ki skrbi za standarde US GAAP (Kenton, 2022). FAS 157 določa, da morajo podjetja svoje računovodske izkaze pripraviti po pošteni vrednosti. To bi sicer pomenilo, da je metoda LIFO celo boljša od metode FIFO, saj bolje odraža trenutno situacijo na trgu in je zato tako vrednotenje bolj pošteno. A uporaba metode LIFO ne vrednoti zaloge po pošteni vrednosti, kot jo definira FAS 157. Če podjetje uporablja metodo LIFO, prikazuje stroške prodanih proizvodov po trenutnih tržnih cenah materiala, polizdelkov itd. Hkrati pa vrednoti preostalo zalogo po zgodovinskih cenah, kar se v obdobju rasti cen odrazi v tem, da podvrednoti vrednost preostalih zalog, kar ni v skladu s FAS 157 (Romeo, 2008).

Izbira metode LIFO ima zato lahko zelo velik vpliv v obdobju velikih sprememb cen, ko metoda LIFO omogoča pripoznavo višjih ali nižjih stroškov, s čimer se znižuje ali zvišuje poslovni izid podjetja in s tem davčna obveznost podjetja. Zanimivo je, da metodo LIFO največkrat uporabljajo ravno podjetja iz naftne panoge, kjer cene zgodovinsko močno nihajo.

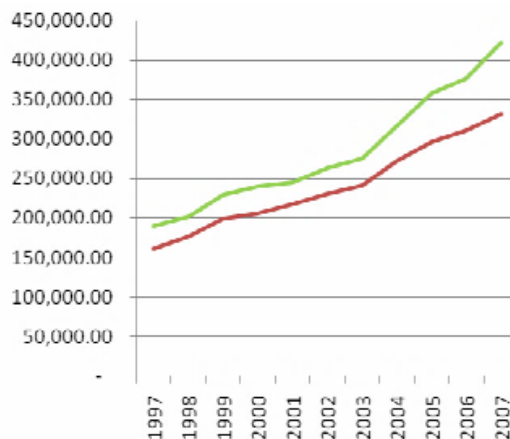
Slika 1: Ameriška podjetja z najvišjimi LIFO-rezervami v milijonih dolarjev



Vir: Matheson in Brosy (2022).

Iz slike 1 je razvidno, da so z naraščanjem cene nafte v letih 2020 in 2021 naraščale tudi LIFO-rezerve. Te so se za velika naftna podjetja med letoma 2020 in 2021 zvišale za kar 280 %, medtem ko so se LIFO-rezerve nenaftnih podjetij zvišale za 20 % (Matheson in Brosy, 2022). Zaradi višjih trenutnih stroškov prodanih proizvodov so zaloge podjetij podvrednotene, kar prikazuje slika 2.

Slika 2: Agregatne zaloge po metodah FIFO (zelena) in LIFO (rdeča) v milijonih dolarjev za vsa podjetja iz Združenih držav Amerike, ki so leta 2008 poročala po metodi FIFO



Vir: Romeo (2008).

Podatki na sliki 2 so nekoliko starejši, a koncept delovanja metod LIFO in FIFO se ni spremenil. Metoda LIFO ne omogoča samo prikazovanja nižjih poslovnih izidov v času rasti cen, ampak daje tudi nižja vrednotenja zalog in s tem sredstev. To posledično vpliva na finančne kazalnike podjetja. Raziskava je pokazala, da ko podjetja preidejo z metode LIFO na metodo FIFO, se njihovi kazalniki donosnosti prihodkov povešajo v povprečju za 325 %, kazalniki plačilne sposobnosti padejo za 10,3 %, kazalnik čiste donosnosti kapitala zraste za 287 % in kratkoročni koeficient zraste za 25 % (Romeo, 2008).

Slika 3: Zaloge Exxon Mobila v milijonih enot po metodah FIFO (zelena) in LIFO (rdeča)



Vir 1: Romeo (2008).

Exxon Mobil je eden izmed največjih uporabnikov metode LIFO, kot je razvidno iz slike 1, zato so njihove LIFO-rezerve med največjimi, kar je vidno iz slike 3. Cene nafte so od začetka leta 1997 do konca leta 2007 zrastle za 562 %. Exxon Mobil je zaradi dvigovanja cen nafte med letoma 1997 in 2007 prikazoval višje stroške in s tem nižje poslovne izide ter hkrati podvrednotene zaloge.

Podporniki metode LIFO zagovarjajo, da gre zgolj za odlog davka tako kot pri pospešeni amortizaciji, kjer se več davka plača kasneje, a hkrati se metoda LIFO uporablja iz leta v leto in pri tem se LIFO-rezerve kopičijo, če obdobje naraščajočih cen traja dlje časa (Romeo, 2008).

Kako vrednotenje zalog vpliva na poslovni izid? Z Uporabo metode LIFO se v obdobju dvigovanja cen prikazujejo nižji poslovni izidi. Metoda LIFO zato v tem obdobju ustvarja skrite rezerve. Obratno velja, ko cene v izbranem obdobju padajo.

Kako vrednotenje zalog vpliva na denarni izid? Z vidika denarnega izida uporaba metode LIFO ali FIFO nima vpliva. Do razlike pride le, ko je treba plačati davek, ki je v obdobju rasti cen za podjetje z metodo LIFO nižji in v obdobju padanja cen višji.

Če vso teorijo tretjega poglavja združimo, ugotovimo, da se poglavje osredotoča na postavke, ki vplivajo na razliko med denarnim izidom iz poslovanja in poslovnim izidom iz poslovanja. Poglavje se ne osredotoči na situacije, ki povzročajo razliko med denarnim in poslovnim izidom in so del investicijskih dejavnosti ali del financiranja podjetja. Med drugimi so primeri za take situacije najemanje dolgov, odkupi delnic, izplačilo dividend itd.

Obstajajo številne druge situacije in primeri, ki povzročajo razliko med denarnim in poslovnim izidom. Zato za potrebe analize tretje in četrto poglavje obravnavata saldo postavk, ki se odražajo v razliki med denarnim in poslovnim izidom iz poslovanja.

3 OPREDELITEV PRILAGOJENEGA SLOANOVEGA KOLIČNIKA

Tretje poglavje vpelje prilagojen Sloanov količnik za analizo razlike med denarnim in poslovnim izidom iz poslovanja. Pri oblikovanju prilagojenega Sloanovega količnika se opiram na teorijo drugega poglavja in raziskovanja Richarda G. Sloana. V tem poglavju postavim tudi izhodišča iz katerih izhajam pri analizi primerov v četrtem poglavju.

3.1 Oblikovanje prilagojenega Sloanovega količnika

Mnogi avtorji in raziskovalci uporabljajo razlike med denarnim in poslovnim izidom kot osnovo za napovedovanje gibanja cene delnice. Med najbolj znanimi avtorji je Richard G. Sloan, ki je poslovni izid razumel kot element, ki je sestavljen iz dveh komponent. Prvi del poslovnega izida izvira iz denarnega toka, drugi del iz nedenarnih komponent. Zanj so bili poslovni izidi, kjer je prevladovala denarna komponenta, bolj zanesljivi kot poslovni izidi, kjer je prevladovala nedenarna komponenta (Sloan, 1996). Zato bi sprva razumeli, da borzna cena delnice podjetja, ki poroča o poslovnem izidu, kjer prevladuje denarna komponenta, raste in da investitorji prepoznajo razliko med denarnim in poslovnizidnim tokom. To bi pomenilo, da se investitorji večkrat odločajo na podlagi denarnih tokov in ne na podlagi

poslovnoizidnih tokov. Kot ugotavlja Sloan, pa ni tako. Investitorji se večkrat odločajo na podlagi poslovnoizidnega toka in ne na podlagi denarnega toka. To predvsem velja za hitre in avtomatične odločitve in vodi do situacije, da borzna cena delnice na kratek rok (kot je četrletje) odraža pogled na poslovni izid in ne na denarni izid (Sloan, 1996).

Primerjamo denarni izid iz poslovanja (angl. cash flow from operations) s poslovnim izidom iz poslovanja (angl. net operating income). Denarni tokovi podjetja se lahko pripravijo po več metodah. Pri posredni metodi popravljamo poslovni izid podjetja za postavke, ki imajo vpliv na poslovni izid, nimajo pa vpliva na denarnega in obratno. Za namene lažjega razumevanja denarni izid iz poslovanja in poslovni izid iz poslovanja razčlenimo na podpostavke iz enačb (3) in (4). Večina teh je predstavljenih v drugem poglavju (Igličar in drugi, 2017, str. 315).

$$\begin{aligned} \text{Denarni izid iz poslovanja} = & \text{čisti poslovni izid} + \text{amortizacija} + \\ & \text{povečanje odloženih obveznosti za davek} + \text{oslabitev sredstev} - \\ & \text{povečanje terjatev do kupcev} - \text{povečanje zalog} + \\ & \text{povečanje vnaprej vračunanih stroškov} + \text{povečanje odloženih prihodkov} + \\ & \text{povečanje obveznosti do dobaviteljev} + \text{ostale nedenarne prilagoditve} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{Poslovni izid iz poslovanja} = & \text{čisti prihodki od prodaje} - \\ & \text{proizvajalni stroški prodanih proizvodov} - \text{stroški prodajanja} - \\ & \text{stroški splošnih dejavnosti} \end{aligned} \quad (4)$$

Pri analizah četrletnih podatkov za pet ameriških podjetij, ki so prikazane v naslednjem poglavju, uporabimo količnik (5), ki sem ga zasnoval sam ter ga poimenoval prilagojeni Sloanov količnik po Richardu Sloanu, čigar raziskovanja in članki so služili mojemu oblikovanju količnika (5).

$$\frac{(\text{denarni izid iz poslovanja} - \text{poslovni izid iz poslovanja})}{\text{sredstva}} \times 1000 \quad (5)$$

V primeru, ko podjetje v svojem poslovnem izidu iz poslovanja izkazuje kumulativno veliko postavk, ki znižujejo poslovni izid, na denarni izid iz poslovanja pa nimajo vpliva, bo rezultat razlike med denarnim izidom iz poslovanja in poslovnim izidom iz poslovanja pozitivna številka in prilagojen Sloanov količnik bo pozitiven. Večja kot bo razlika med njima, večji bo prilagojen Sloanov količnik. Prvoten prilagojen Sloanov količnik sicer pomnožimo še s 1.000, da ne operiramo s številkami, ki imajo 4 ali več decimalnih mest.

3.2 Izhodišča pri analiziranju prilagojenega Sloanovega količnika

Nekateri bi trdili, da poslovnega izida iz poslovanja ni treba presojudati po denarnem izidu iz poslovanja, ker lahko preprosto napovemo gibanje borzne cene delnice na podlagi gibanja poslovnega izida. Ampak rast ali padec poslovnega izida še ne pomeni rasti ali padca borzne cene delnice. Če v opazovanem četrletju pride do padca prilagojenega Sloanovega

količnika, ki lahko postane tudi negativen, je poslovni izid iz poslovanja v primerjavi z denarnim izidom iz poslovanja zrasel, kar pomeni, da bo borzna cena delnice rastla. Zakaj? Ker je v prvem četrtletju poslovni izid iz poslovanja v primerjavi z denarnim izidom iz poslovanja podvrednoten (»daje slabši vtis« o poslovanju podjetja, kot je to na podlagi denarnega toka). Nato skoči nad denarni izid iz poslovanja in borzna cena delnice bo poskočila, četudi se tako poslovni kot denarni izid zmanjšata v tem četrtletju (kar potrjujejo analize v nadaljevanju). Poslovni izid iz poslovanja preseneti, saj je bil prej podvrednoten in nižji od denarnega izida iz poslovanja, sedaj pa je na račun nedenarnih postavk višji od denarnega izida.

Če poslovni izid iz enega v drugo četrtletje stagnira ali celo pade, to ne bo pozitivno vplivalo na ceno delnice. A investitorji, ki so osredotočeni na poslovni izid, ugotovijo z zamikom, da je poročan poslovni izid boljši, kot so razmere v podjetju ali na trgu (realnejše razmere naj bi predstavljal denarni izid), zato borzna cena delnice zraste z zamikom. S tem se strinja tudi Richard Sloan, ki v svoji teoriji trdi, da če so poslovni izidi robustni (prevladuje denarni izid nad poslovnim oziroma je prilagojen Sloanov količnik pozitiven), bodo investitorji podcenjevali prihodnje poslovne izide (ko prilagojen Sloanov količnik pade). To bo vodilo do tega, da bodo prihodnji poslovni izidi presenetili (šele ko investitorji prilagodijo svoja pričakovanja na podlagi denarnega toka), kar bo privedlo do rasti borzne cene delnice (Sloan, 1996).

3.3 Strategija investiranja

Ko se odločamo o nakupu delnice, se osredotočim na gibanje prilagojenega Sloanovega količnika med četrtletji, in sicer na velike negativne medčetrtletne spremembe v prilagojenem Sloanovem količniku, ki nakazujejo, da bodo poročani poslovni izidi presenetili investitorje. Da deluje element presenečenja, moramo upoštevati, da visoke amplitude nihanja prilagojenega Sloanovega količnika ne ustvarjajo pogojev, kjer bi element presenečenja deloval, zato mora biti prilagojen Sloanov količnik stabilen pred uporabo strategije investiranja.

Ko gre prilagojen Sloanov količnik iz velikega plusa v prvem četrtletju (denarni izid iz poslovanja višji od poslovnega izida iz poslovanja) v velik minus v drugem četrtletju, naj bi borzna cena delnice v tretjem četrtletju zrasla. Investicijska strategija pričakuje rast v tretjem četrtletju po teoriji, da poslovni izid preseneti investitorje, zato kupimo delnice podjetja, ker pričakujemo rast njihovih borznih cen.

Pri tem moramo biti pozorni, da v analizi obravnavana podjetja iz ZDA poročajo o četrtletnih podatkih v roku 35 dni od konca četrtletja (Catalano, 2023), zato delnico kupimo en dan po tem, ko podjetje objavi svoje četrtletne rezultate, in prodamo en dan pred datumom, ko podjetje objavi svoje naslednje četrtletne rezultate. Če ima podjetje konec četrtletja 31. 3. in 30. 6. ter objavi četrtletne rezultate 15. 4. in 15. 7. (kar je v roku 35 dni od konca četrtletja),

bomo delnico kupili 16. 4 in jo prodali 14. 7. Strategija investiranja je usmerjena kratkoročno, ker delnico kupimo in prodamo v obdobju, krajšem od nekaj mesecev.

Strategija investiranja ne deluje le na preteklih podatkih, ampak jo lahko uporabimo tudi za prihodnje investicijske odločitve o nakupu delnic, saj so te odvisne le od tekočega gibanja prilagojenega Sloanovega količnika. Za potrebe današnje odločitve o nakupu delnice potrebujemo spremembi prilagojenega Sloanovega količnika v zadnjih dveh zaporednih četrletjih. Ti dve spremembi morata izpolnjevati dva pogoja. Absolutna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika v prvem preučevanem četrletju ne sme presegati absolutne vrednosti 50 % največje zgodovinske negativne medčetrletne spremembe. Sprememba prilagojenega Sloanovega količnika v drugem preučevanem četrletju pa mora presegati 50 % največje zgodovinske negativne medčetrletne spremembe. Pogoja morata biti izpolnjena, da deluje element presenečenja.

Pogoja, za uporabo prilagojenega Sloanovega količnika za odločitve o nakupu delnic v prihodnosti, se spremenita le, ko je medčetrletna negativna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika rekordna. Takrat prilagodimo pogoja za vse nadaljnje odločitve o nakupu delnic. Tako lahko danes, na podlagi gibanj prilagojenih Sloanovih količnikov v zadnjih dveh četrletjih, za vsa podjetja, ki kotirajo na katerikoli svetovni borzi, sprejemamo odločitve ali bomo delnico podjetja kupili, ker izpolnjuje oba pogoja gibanja prilagojenega Sloanovega količnika, ali ne.

4 ANALIZA IZBRANIH PODJETIJ

V nadaljevanju je prikazano, kako strategija deluje v praksi prek petih primerov ameriških podjetij, ki kotirajo na borzi. Pri odločanju, katera podjetja zajeti v vzorec, sem zasledoval čim večjo raznolikost med njimi. Analiziral sem:

- Apple: v zadnjem desetletju in več je stalno uvrščen med najvrednejša podjetja na svetu. Hkrati gre za tehnološko podjetje, za katero je značilno dolgo obdobje rasti borzne cene delnice.
- General Motors: ameriško avtomobilsko podjetje, katerega delnica že desetletje stagnira z občasnimi skoki in padci cene.
- Costco: ameriško trgovsko podjetje, katerega delnica je v zadnjem desetletju in več ekspanzivno rastla, a gre za podjetje, ki svoje zaloge obračunava po metodi LIFO.
- Pfizer: predstavnik farmacevtske panoge. Gre za podjetje, katerega delnica je med letoma 2009 in 2021 rastla, po letu 2021 pa je padla za približno 56 %.
- Lumen Technologies: telekomunikacijsko podjetje, ki je izbrano v vzorec, ker njegova delnica iz borznega indeksa S&P 500 velja za delnico z najslabšim donosom v zadnjih 15 letih.

4.1 Analiza podjetja Apple

Proučil sem četrtnetne podatke o poslovanju za preteklih 15 let (glej prilogo 1). Največja negativna četrtnetna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika je znašala –33. Na podlagi gibanja prilagojenega Sloanovega količnika po profesionalni presoji določimo, da bomo vsako četrtnetno spremembo za več kot –16,5 (meja apliciranja) obravnavali kot dovolj veliko, da uporabimo strategijo in preverimo, ali ta drži ali ne. To mejo vedno določimo kot 50 % največje negativne četrtnetne spremembe prilagojenega Sloanovega količnika. Mejo določimo za vsako podjetje posebej, saj ima vsako podjetje različno volatilen prilagojen Sloanov količnik. Kot omenjeno, mora biti prilagojen Sloanov količnik pred uporabo strategije stabilen, zato vzamemo, da absolutna medčetrtnetna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika v četrtnetju pred uporabo strategije ne sme presegati vrednosti 16,5. Strategijo bi v primeru Appla uporabili v naslednjih primerih.

Tabela 4: Analiza podjetja Apple v 1. obdobju

	31/12/2015	31/03/2016	30/06/2016
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	24.171	13.987	10.105
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	27.463	11.601	10.634
Sredstva (v mio. USD)	293.284	305.277	305.602
Borzna cena delnice (v USD)		21,64	22,65
Četrtnetna sprememba cene delnice (%)			4,67
Prilagojen Sloanov količnik	11,22	-7,82	1,73
Četrtnetna sprememba količnika	15,18	-19,04	9,55

Vir: lastno delo.

Iz tabele 4 je razvidno, da je prilagojen Sloanov količnik izračunan na podlagi enačbe (5), pri čemer uporabimo podatke o poslovnem in denarnem izidu iz poslovanja ter podatek o vrednosti sredstev. Ti podatki so podani v milijonih ameriških dolarjev. Podan imamo tudi podatek o ceni delnice en dan pred oziroma po dnevu poročanja. Delnico kupujemo en dan po poročanju (prva borzna cena delnice v tabeli 4) in prodajamo en dan pred naslednjim poročanjem (druga borzna cena delnice v tabeli 4).

Iz tabele 4 je razvidno, da je bil na 31. 12. 2015 prilagojen Sloanov količnik stabilen ($|15,18| < 16,5$), zato ob večji negativni spremembi ($-19,04 < -16,5$) v naslednjem četrtnetju, ki se konča 31. 3. 2016, uporabimo strategijo investiranja. Na podlagi te spremembe vemo, da je poslovni izid iz poslovanja v primerjavi z denarnim izidom iz poslovanja zrastel oziroma da je bil v četrtnetju, ki se je končalo 31. 12. 2015, podvrednoten z vidika denarnega izida in je zato v drugem četrtnetju, ki se je končalo 31. 3. 2016, pozitivno presenetil investitorje. Investitorji to ugotovijo šele med tretjim četrtnetjem, ki se konča 30. 6. 2016, zato delnica v tem četrtnetju v skladu s teorijo zraste. Kljub temu da poslovni izid iz poslovanja pade v četrtnetju, ki se konča 31. 3. 2016 (podatki tega četrtnetja vplivajo na gibanje delnice v naslednjem četrtnetju), je borzna cena delnice v naslednjem četrtnetju, ki se konča 30. 6. 2016,

zrastla. To potrjuje teorija, da investitorji z zamikom ugotavljajo podvrednotenost poslovnega izida na podlagi denarnih tokov.

Ko kot investitorji opazimo veliko negativno spremembo prilagojenega Sloanovega količnika (−19,04), predpostavljamo, da bo borzna cena delnice v naslednjem četrtnemletju zrastle. O spremembi prilagojenega Sloanovega količnika izvemo v roku 35 dni po koncu četrtnemletja, ko podjetje poroča rezultate prejšnjega četrtnemletja. Konec aprila 2016 bomo delnico Applu kupili. To pozicijo zapremo pred naslednjim poročanjem, ki je bilo konec julija 2016. Pri tem realiziramo donos v višini 4,67 %, kolikor znaša relativna sprememba borzne cene delnice med aprilom in julijem 2016. Primeri, ko je gibanje prilagojenega Sloanovega količnika v zadnjih 15 letih izpolnjevalo pogoje (preseže mejo apliciranja in stabilnost v predhodnem četrtnemletju), so naslednji.

Tabela 5: Analiza podjetja Apple v 2. obdobju

	31/12/2020	31/03/2021	30/06/2021
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	33.534	27.503	24.126
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	38.763	23.981	21.094
Sredstva (v mio. USD)	354.054	337.158	329.840
Borzna cena delnice (v USD)		131,11	146,06
Četrtnemletna sprememba cene delnice (%)			11,40
Prilagojen Sloanov količnik	14,77	−10,45	−9,19
Četrtnemletna sprememba količnika	−3,14	−25,22	1,25

Vir: lastno delo.

Iz tabele 5 je razvidno, da je ponovno zadoščeno vsem pogojem o gibanju prilagojenega Sloanovega količnika (stabilen v prvem četrtnemletju: $|-3,14| < 16,5$ ter preseže mejo apliciranja v drugem četrtnemletju: $-25,22 < -16,5$). Tokrat znaša donos naše strategije 11,40 %.

Tabela 6: Analiza podjetja Apple v 3. obdobju

	30/06/2023	30/09/2023	31/12/2023
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	22.998	26.969	40.373
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	26.380	21.598	39.895
Sredstva (v mio. USD)	335.038	352.583	353.514
Borzna cena delnice (v USD)		175,65	187,55
Četrtnemletna sprememba cene delnice (%)			6,77
Prilagojen Sloanov količnik	10,09	−15,23	−1,35
Četrtnemletna sprememba količnika	9,37	−25,33	13,88

Vir: lastno delo.

Po tabeli 6 je zadoščeno vsem pogojem, zato konec oktobra 2023 delnico kupimo in po treh mesecih prodamo, pri čemer realiziramo donos v višini 6,77 %. Pri analizi gibanja prilagojenega Sloanovega količnika za podjetje Apple na podlagi podatkov od leta 2012 definiramo tri obdobja, kjer gibanje prilagojenega Sloanovega količnika izpolnjuje pogoje, da uporabimo strategijo, po kateri predvidevamo rast borzne cene delnice. V vseh treh

obdobjih realiziramo pozitiven donos. Skupen donos vseh treh obdobj je 22,84 %. Če to spremenimo na letno raven, donos znaša 30,45 %.

4.2 Analiza podjetja General Motors

Izpisal sem četrtletne podatke za preteklih 15 let ter jih analiziral (glej prilogo 2). Negativna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika je bila največja pri vrednosti –29. Na podlagi tega gibanja prilagojenega Sloanovega količnika po profesionalni presoji določimo, da bomo vsako medčetrtletno spremembo za več kot –14,3 (meja apliciranja) obravnavali kot dovolj veliko, da uporabimo strategijo in preverimo, ali ta drži ali ne. Gibanje prilagojenega Sloanovega količnika mora biti pred uporabo strategije stabilno, zato vzamemo, da absolutna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika v četrtletju pred uporabo strategije ne sme presegati vrednosti 14,3.

Tabela 7: Analiza podjetja General Motors v 1. obdobju

	30/6/2014	30/9/2014	31/12/2014
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	–471	1.227	1.429
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	3.830	1.088	3.164
Sredstva (v mio. USD)	179.098	176.908	177.501
Borzna cena delnice (v USD)		23,40	26,70
Četrtletna sprememba cene delnice (%)			14,10
Prilagojen Sloanov količnik	24,01	–0,79	9,77
Četrtletna sprememba količnika	9,55	–24,80	10,56

Vir: lastno delo.

Iz tabele 7 je razvidno, da so pogoji izpolnjeni, saj je v drugem opazovanem četrtletju sprememba prilagojenega Sloanovega količnika večja od –14,3. V četrtletju pred tem pa je gibanje prilagojenega Sloanovega količnika dovolj stabilno, da uporabimo strategijo. V tem primeru je naš donos nakupa in kasnejše prodaje delnice 14,10 %.

Tabela 8: Analiza podjetja General Motors v 2. obdobju

	31/12/2018	31/3/2019	30/6/2019
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	829	1.244	2.487
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	6.030	–81	5.076
Sredstva (v mio. USD)	227.339	233.132	233.737
Borzna cena delnice (v USD)		36,44	38,42
Četrtletna sprememba cene delnice (%)			5,43
Prilagojen Sloanov količnik	22,88	–5,68	11,08
Četrtletna sprememba količnika	13,74	–28,56	16,76

Vir: lastno delo

Ker so pogoji izpolnjeni, delnico General Motors kupimo konec aprila 2019 in jo prodamo v juliju 2019 pri čemer realiziramo donos v višini 5,43 %.

Tabela 9: Analiza podjetja General Motors v 3. obdobju

	31/12/2020	31/3/2021	30/6/2021
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.767	3.277	2.882
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	6.693	1.266	7.162
Sredstva (v mio. USD)	235.194	238.411	241.803
Borzna cena delnice (v USD)		57,67	56,84
Četrtna sprememba cene delnice (%)			-1,44
Prilagojen Sloanov količnik	16,69	-8,44	17,70
Četrtna sprememba količnika	-11,71	-25,13	26,14

Vir: lastno delo.

Iz tabele 9 je razvidno, da spremembe prilagojenega Sloanovega količnika izpolnjujejo pogoje, ampak realiziramo negativen donos v višini -1,44 %. Skupen donos vseh treh obdobj je 18,09 %. Če to spremenimo na letno raven, donos znaša 24,12 %.

4.3 Analiza podjetja Costco

Izpišemo četrtna podatke za preteklih 15 let ter jih analiziramo (glej priloga 3). Negativna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika je bila največja pri vrednosti -84 (izločil sem enega očitnega osamelca). Na podlagi tega gibanja prilagojenega Sloanovega količnika po profesionalni presoji določimo, da bomo vsako spremembo za več kot -42 (meja apliciranja) obravnavali kot dovolj veliko, da uporabimo strategijo in preverimo, ali ta drži ali ne.

Prilagojen Sloanov količnik mora biti pred uporabo stabilen, zato vzamemo, da absolutno sprememba prilagojenega Sloanovega količnika v četrtnem letu pred uporabo strategije ne sme presegati vrednosti 42.

Tabela 10: Analiza podjetja Costco v 1. obdobju

	31/5/2016	31/8/2016	30/11/2016
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	858	1.191	849
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	1.859	-169	2.793
Sredstva (v mio. USD)	33.873	33.163	36.532
Borzna cena delnice (v USD)		130,44	130,20
Četrtna sprememba cene delnice (%)			-0,18
Prilagojen Sloanov količnik	29,55	-41,01	53,21
Četrtna sprememba količnika	31,56	-70,56	94,22

Vir: lastno delo.

Tabela 11: Analiza podjetja Costco v 2. obdobju

	30/11/2017	28/2/2018	31/5/2018
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	951	1.016	1.067
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.006	109	2.105
Sredstva (v mio. USD)	39.378	38.703	39.605
Borzna cena delnice (v USD)		170,77	181,31
Četrtna sprememba cene delnice (%)			6,17
Prilagojen Sloanov količnik	26,79	-23,43	26,21
Četrtna sprememba količnika	16,23	-50,23	49,64

Vir: lastno delo.

Tabela 12: Analiza podjetja Costco v 3. obdobju

	30/11/2018	28/2/2019	31/5/2019
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	949	1.203	1.122
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.177	-219	2.105
Sredstva (v mio. USD)	43.814	42.799	43.752
Borzna cena delnice (v USD)		208,47	221,62
Četrtna sprememba cene delnice (%)			6,31
Prilagojen Sloanov količnik	28,03	-33,23	22,47
Četrtna sprememba količnika	25,38	-61,25	55,69

Vir: lastno delo.

Tabela 13: Analiza podjetja Costco v 4. obdobju

	30/11/2020	28/2/2021	31/5/2021
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	1.430	1.340	1.663
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.647	38	3.333
Sredstva (v mio. USD)	60.217	54.918	57.274
Borzna cena delnice (v USD)		304,88	369,06
Četrtna sprememba cene delnice (%)			21,06
Prilagojen Sloanov količnik	20,21	-23,71	29,16
Četrtna sprememba količnika	-21,42	-43,92	52,87

Vir: lastno delo.

Tabela 14: Analiza podjetja Costco v 5. obdobju

	30/11/2021	28/2/2022	31/5/2022
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	1.693	1.812	1.791
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	3.258	401	1.227
Sredstva (v mio. USD)	64.149	63.078	63.078
Borzna cena delnice (v USD)		505,78	424,28
Četrtna sprememba cene delnice (%)			-16,11
Prilagojen Sloanov količnik	24,40	-22,37	-8,94
Četrtna sprememba količnika	13,18	-46,77	13,43

Vir: lastno delo.

Iz tabel 11, 12 in 13 je razvidno, da so pogoji o gibanju prilagojenega Sloanovega količnika izpolnjeni in v vseh primerih realiziramo pozitiven donos. Tabeli 10 in 14 prikazujeta primera, ko Sloanovi količniki izpolnjujejo pogoje, a realiziramo negativen donos. In sicer je donos –0,18 % in –16,11 %.

V treh obdobjih realiziramo pozitiven donos, v dveh negativen donos. Skupen donos vseh petih obdobj je 17,25 %. Če to spremenimo na letno raven, donos znaša 13,80 %.

4.4 Analiza podjetja Pfizer

Tako kot pri ostalih primerih za podjetje Pfizer izpišemo četrtnetne podatke za preteklih 15 let ter jih analiziramo (glej prilogo 4). Negativna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika je bila največja pri vrednosti –52. Na podlagi tega gibanja prilagojenega Sloanovega količnika po profesionalni presoji določimo, da bomo vsako spremembo za več kot –26 (meja apliciranja) obravnavali kot dovolj veliko, da uporabimo strategijo in preverimo, ali ta drži ali ne. Meja stabilnosti prilagojenega Sloanovega količnika je pri vrednosti 26. Strategijo bi v primeru Pfizer uporabili v naslednjih primerih.

Tabela 15: Analiza podjetja Pfizer v 1. obdobju

	31/12/2014	31/3/2015	30/6/2015
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.277	3.097	3.681
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	5.398	680	4.090
Sredstva (v mio. USD)	167.566	160.640	160.878
Borzna cena delnice (v USD)		22,79	23,01
Četrtnetna sprememba cene delnice (%)			0,97
Prilagojen Sloanov količnik	18,63	–15,05	2,54
Četrtnetna sprememba količnika	13,96	–33,67	17,59

Vir: lastno delo.

Tabela 16: Analiza podjetja Pfizer v 2. obdobju

	31/12/2015	31/3/2016	30/6/2016
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.261	4.032	3.793
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	4.713	1.808	3.606
Sredstva (v mio. USD)	167.381	162.929	170.658
Borzna cena delnice (v USD)		22,97	25,89
Četrtnetna sprememba cene delnice (%)			12,71
Prilagojen Sloanov količnik	14,65	–13,65	–1,10
Četrtnetna sprememba količnika	8,32	–28,30	12,55

Vir: lastno delo.

Tabela 17: Analiza podjetja Pfizer v 3. obdobju

	31/12/2016	31/03/2017	30/06/2017
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.353	4.094	3.811
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	5.972	1.584	3.240
Sredstva (v mio. USD)	171.615	168.784	168.558
Borzna cena delnice (v USD)		24,11	23,90
Četrtna sprememba cene delnice (%)			-0,87
Prilagojen Sloanov količnik	21,09	-14,87	-3,39
Četrtna sprememba količnika	14,45	-35,96	11,48

Vir: lastno delo.

Tabela 18: Analiza podjetja Pfizer v 4. obdobju

	31/12/2017	31/03/2018	30/06/2018
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	2.394	3.992	4.020
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	6.742	1.983	3.847
Sredstva (v mio. USD)	171.797	164.612	164.980
Borzna cena delnice (v USD)		25,86	28,88
Četrtna sprememba cene delnice (%)			11,68
Prilagojen Sloanov količnik	25,31	-12,20	-1,05
Četrtna sprememba količnika	18,86	-37,51	11,16

Vir: lastno delo.

Tabela 19: Analiza podjetja Pfizer v 5. obdobju.

	31/12/2018	31/03/2019	30/06/2019
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	3.185	4.460	4.151
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	4.738	1.698	2.611
Sredstva (v mio. USD)	159.422	155.421	156.199
Borzna cena delnice (v USD)		31,28	33,35
Četrtna sprememba cene delnice (%)			6,62
Prilagojen Sloanov količnik	9,74	-17,77	-9,86
Četrtna sprememba količnika	1,34	-27,51	7,91

Vir: lastno delo.

Tabela 20: Analiza podjetja Pfizer v 6. obdobju

	31/12/2021	31/03/2022	30/06/2022
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	3.135	9.948	12.409
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	5.914	6.541	8.170
Sredstva (v mio. USD)	181.476	183.841	195.290
Borzna cena delnice (v USD)		44,99	47,45
Četrtna sprememba cene delnice (%)			5,47
Prilagojen Sloanov količnik	15,31	-18,53	-21,71
Četrtna sprememba količnika	-2,96	-33,85	-3,17

Vir: lastno delo.

Iz tabel 15, 16, 18, 19 in 20 je razvidno, da so pogoji o gibanju prilagojenega Sloanovega količnika izpolnjeni in v vseh primerih realiziramo pozitiven donos. Tabela 17 prikazuje primer, ko prilagojen Sloanov količnik izpolnjujejo pogoje, a realiziramo negativen donos. In sicer borzna cena delnice pade za 0,87 %. V petih obdobjih realiziramo pozitiven donos, v enem negativen donos. Skupen donos vseh petih obdobj je 36,58 %. Če to spremenimo na letno raven, donos znaša 24,39 %.

4.5 Analiza podjetja Lumen Technologies

Za konec je predstavljeno še podjetje Lumen Technologies, za katero velja, da je imela delnica enega izmed najslabših donosov v zadnjih 15 letih, saj je od konca leta 2010 padla za več kot 97 %. Zanima me, ali je strategija donosna tudi pri slabem gibanju borzne cene delnice.

Ponovno izpišemo četrtnete podatke za preteklih 15 let ter jih analiziramo (glej priloga 5). Največja negativna sprememba prilagojenega Sloanovega količnika je bila pri vrednosti – 16. Na podlagi tega gibanja prilagojenega Sloanovega količnika po profesionalni presoji določimo, da bomo vsako spremembo za več kot –8 (meja apliciranja) obravnavali kot dovolj veliko, da uporabimo strategijo in preverimo, ali ta drži ali ne. Absolutno prilagojen Sloanov količnik v četrtnetu pred uporabo strategije ne sme presegati vrednosti 8. Strategijo bi v primeru Lumen Technologies uporabili v naslednjih primerih.

Tabela 21: Analiza podjetja Lumen Technologies v 1. obdobju

	30/9/2011	31/12/2011	31/3/2012
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	548	530	654
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	1.455	728	1.583
Sredstva (v mio. USD)	56.735	56.044	56.842
Borzna cena delnice (v USD)		15,14	16,80
Četrtneta sprememba cene delnice (%)			10,96
Prilagojen Sloanov količnik	15,99	3,53	16,34
Četrtneta sprememba količnika	0,16	-12,45	12,81

Vir: lastno delo.

Tabela 22: Analiza podjetja Lumen Technologies v 2. obdobju

	30/9/2013	31/12/2013	31/3/2014
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	415	633	653
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	1.552	1.151	1.380
Sredstva (v mio. USD)	51.984	51.787	51.166
Borzna cena delnice (v USD)		14,55	16,75
Četrtneta sprememba cene delnice (%)			15,12
Sloanov količnik	21,87	10,00	14,21
Četrtneta sprememba količnika	7,71	-11,87	4,21

Vir: lastno delo.

Tabela 23: Analiza podjetja Lumen Technologies v 3. obdobju

	31/12/2018	31/03/2019	30/06/2019
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	885	1.007	976
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	1.996	1.182	1.701
Sredstva (v mio. USD)	70.256	64.788	64.508
Borzna cena delnice (v USD)		8,07	9,09
Četrtna sprememba cene delnice (%)			12,64
Prilagojen Sloanov količnik	15,81	2,70	11,24
Četrtna sprememba količnika	3,64	-13,11	8,54

Vir: lastno delo.

Tabela 24: Analiza podjetja Lumen Technologies v 4. obdobju

	31/12/2019	31/03/2020	30/06/2020
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	847	980	903
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	1.909	1.299	1.749
Sredstva (v mio. USD)	64.742	64.056	64.171
Borzna cena delnice (v USD)		7,68	8,18
Četrtna sprememba cene delnice (%)			6,51
Prilagojen Sloanov količnik	16,40	4,98	13,18
Četrtna sprememba količnika	1,91	-11,42	8,20

Vir: lastno delo.

Tabela 25: Analiza podjetja Lumen Technologies v 5. obdobju

	31/03/2023	30/06/2023	30/09/2023
Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	467	385	245
Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	595	-100	881
Sredstva (v mio. USD)	45.530	36.168	35.921
Borzna cena delnice (v USD)		1,79	1,49
Četrtna sprememba cene delnice (%)			-16,76
Prilagojen Sloanov količnik	2,81	-13,41	17,71
Četrtna sprememba količnika	-4,51	-16,22	31,12

Vir: lastno delo.

Iz tabel 21, 22, 23, 24 in 25 je razvidno, da smo pozitiven donos zabeležili štirikrat, negativnega enkrat. Skupen donos vseh petih obdobj je 28,47 % kljub izrednim padcem borzne cene delnice v zadnjih 15 letih.

Na podlagi dobljenih rezultatov ugotavljam, da ima predlagana strategija za vsako posamezno delnico pozitiven donos. Hkrati je pri analizi vsake delnice vedno več obdobj, kjer ima strategija pozitiven donos, kot obdobj, kjer realiziramo izgubo. Pomembno je dejstvo, da poslovni izidi v vseh obdobjih ne rastejo. Kot pokazano, strategija deluje, tudi ko poslovni izid iz enega v drugo četrtno pade. Delnica Appli ima povprečen donos na četrtno 7,61 %, delnica General Motors 6,03 % na četrtno, delnica Costca ima povprečen

donos 3,45 % na četrtoletje, delnica Pfizerja 6,10 % in delnica Lumen Technologies 5,69 % na četrtoletje.

Gre za zelo raznolik nabor delnic tako z vidika panoge kot z vidika gibanje borzne cene delnice v zadnjih 15 letih. Povprečen donos na četrtoletje za vseh pet podjetij je 5,78 %, kar na letni ravni predstavlja 23,12 % donos. Investicijska strategija pravilno napove smer gibanja borzne cene delnice v sedemnajstih od dvaindvajsetih primerov, kar pomeni 77,27 % uspešnost. Kljub temu da so v tem naboru med drugim tudi delnice, ki so beležile velike padce v zadnjih 15 letih, je tak letni donos višji od povprečnega donosa indeksa S&P 500 v zadnjih 15 letih. Ta je rasel v povprečju 13,80 % letno (Levy, 2024), kar pomeni, da ima predlagana strategija za 9,32 odstotne točke višji letni donos kot indeks S&P 500.

5 SKLEP

Osrednji del diplomskega dela, ki odgovarja na zastavljena raziskovalna vprašanja, je predstavljen v tretjem in četrtem poglavju. Po teoriji so investitorji osredotočeni na poslovni izid, ki ga pa pogosto podcenjujejo. Strategija investiranja to uporabi prek gibanja količnika med denarnim in poslovnim izidom iz poslovanja, ki ga imenujem prilagojen Sloanov količnik. Strategija predpostavlja, da ko količnik močno pade iz enega v drugo četrtoletje, bo cena delnice rasla.

Na podlagi rezultatov analize za podjetja Apple, General Motors, Costco, Pfizer in Lumen Technologies v zadnjih 15 letih potrjujem tezo, da je z gibanjem prilagojenega Sloanovega količnika možno vnaprej napovedovati smer gibanje cene delnice na kratek rok in da se pri tem realizira pozitiven donos. Tezo potrjujem z rezultati, ki jih je prinesla oblikovana investicijska strategija, saj je ta za vsako izbrano podjetje ustvarila pozitiven donos. Hkrati je pravilno napovedala rast borzne cene delnice v 77,27 % primerov, kar je na koncu pomenilo, da je povprečen letni donos strategije na vzorcu omenjenih petih podjetij 23,12 %. To pomeni, da se tudi v prihodnosti lahko odločamo o nakupu delnice na podlagi takratnega gibanja prilagojenega Sloanovega količnika. S pomočjo zgodovinskih podatkov sem izvedel le testiranje teze za nazaj (angl. backtesting) in enake rezultate pričakujem tudi na podatkih v prihodnosti.

Kot vsako raziskovalno delo ima tudi to diplomsko delo določene omejitve oziroma možnosti za izboljšavo. Omejitve, ki jih sam prepoznam, vidim v prvi vrsti v praktični analizi. Čeprav sem pri izbiri vzorca zasledoval, po profesionalni presoji, čim bolj raznolik nabor podjetij, ne morem zanikati, da je vzorec petih podjetij majhen. Zato se postavlja vprašanje, ali bi ista investicijska strategija enako dobro delovala na vzorcu več 100 podjetij z vsega sveta. Kot bi rekel Nassim Nicholas Taleb, obstaja možnost, da sem bil preprosto preslepljen z naključjem (angl. fooled by randomness) in da sem po čisti sreči izbral ravno pet podjetij, kjer strategija deluje, čeprav v vzorcu 500 podjetij ne bi delovala. Da bi odpravil to omejitev diplomskega dela, bi bila potrebna obširna in zahtevna ekonometrična študija,

ki v času pisanje tega diplomskega dela presega tako časovni okvir kot tudi obseg naloge in moje znanje.

Obenem se pojavlja nov sklop raziskovalnih vprašanj, na katera lahko odgovorijo nadaljnje raziskovalne naloge. Poudaril bi, da to diplomsko delo analizira gibanje prilagojenega Sloanovega količnika in borzne cene delnice na kratek rok, zato se postavlja vprašanje, kako bi morali oblikovati investicijsko strategijo, če bi pozicije v delnicah držali dolgoročno. Bi v takem primeru prevladovalo osredotočanje investitorjev na denarni in ne na poslovni izid? Tako ostaja veliko raziskovalnih vprašanj, ki jim lahko sledijo nadaljnje raziskave za dopolnitev ali potrditev izsledkov tega diplomskega dela.

LITERATURA IN VIRI

1. Baker Newman, N. (2019, 1. september). *Deferred Loan Fees and Costs*. <https://www.bnncpa.com/resources/deferred-loan-fees-and-costs-a-quick-refresher/>
2. Bogle, K., Kalavacherla, P. K., Boissou, V. in Erchinger, H. (brez datuma). *IFRS vs. US GAAP: R&D costs*. KPMG. <https://kpmg.com/us/en/articles/2023/ifrs-vs-us-gaap-rd-costs.html>
3. Butner, S. (brez datuma). *How to Reconcile Accounting to Taxable Income*. Pridobljeno 7. aprila 2024 s <https://smallbusiness.chron.com/reconcile-accounting-taxable-income-76988.html>
4. Catalano, T. J. (2023, 18. avgust). *When Must a Company Announce Earnings?* <https://www.investopedia.com/ask/answers/04/050604.asp>
5. Igličar, A., Hočevár, M. in Groff Zaman, M. (2017). *Osnove računovodstva*. Ekonomska fakulteta
6. James, C. (2023, 24. avgust). *What Is Accelerated Depreciation, and Why Is It a Tax Advantage?*. <https://leyton.com/us/insights/articles/what-is-accelerated-depreciation-and-why-is-it-a-tax-advantage/>
7. Kenton, W. (2022, 12. julij). *Financial Accounting Standard 157 (FAS 157)*. Investopedia. https://www.investopedia.com/terms/f/fasb_157.asp
8. Kotnik, D. (2004). *Odloženi davki* (diplomsko delo). Ekonomsko-poslovna fakulteta Univerze v Mariboru.
9. Levy, A. (2024, 14. januar). *Here's the Average Stock Market Return Over the Last 15 Years*. *The Motley Fool*. <https://www.nasdaq.com/articles/heres-the-average-stock-market-return-over-the-last-15-years>
10. Lipeč, A., (2016). *Vpliv odloženih davkov na računovodske in davčne izkaze* (zaključna strokovna naloga). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani
11. Lozej, M. (2018, 27. marec). *Agresivno računovodstvo ter stroški raziskovanja in razvijanja izdelkov*. *Svet kapitala*. <https://svetkapitala.delo.si/finance/agresivno-racunovodstvo-ter-stroski-raziskovanja-in-razvijanja-izdelkov/>

12. Matheson, T. in Brosy, T. (2022, 12. maj). *Inflation and Oil Price Spikes Revive Case for LIFO Repeal*. Tax Policy Center. <https://www.taxpolicycenter.org/taxvox/inflation-and-oil-price-spikes-revive-case-lifo-repeal>
13. Ministrstvo za finance. (2023). *Davek od dohodkov pravnih oseb, davčna osnova – rezervacije*. Ministrstvo za finance.
14. Romeo, J. L. (2008). *Analysis of the LIFO inventory valuation method during the onset of IFRS*. University of Connecticut
15. Sloan, R. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The accounting review*, 71(3), 289-315.
16. Sloan, R. in Bernard, V. L. (brez datuma). *Dodging "Earnings Torpedoes"*. <https://www.bus.umich.edu/FacultyResearch/Research/RichardSloan.htm>
17. Steinhardt, S. J. (2023, 23. marec). *Inflation Causing Some Companies to Shift Away from Last-in, First-out Accounting*. New York State Society of Certified Public Accountants in The Trusted Professional.
18. Thomas Reuters & Accounting. (2023, 25. avgust). *What is the difference between book and tax depreciation?* [objava na blogu]. <https://tax.thomsonreuters.com/blog/what-is-the-difference-between-book-and-tax-depreciation/>
19. Tomasetti, B. (2024, 6. maj). *LIFO Reserve*. <https://www.carboncollective.co/sustainable-investing/lifo-reserve>
20. Vuković, K., Kermat S. in Juršev, U. (2020, 17. januar). *Odloženi davki*. <https://www.dara.si/33/odlozeni-davki-uniqueidmRRWSbk196EAafnF40AQgLgX4F61gYtFLaJnCeqzDynLSqFjU-qNJg/>
21. Zobavnik, I. in Kropivšek P. (2010). *Amortizacijske stopnje* (primerjalni pregled). Državni zbor Republike Slovenije.

PRILOGE

Priloga 1: Podatki za analizo delnice Apple

	Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Sredstva (v mio. USD)	Prilagojen Sloanov količnik	Četrtna sprememba količnika
30/6/2012	11.573	10.189	162.896	-8,50	
30/9/2012	10.944	9.136	176.064	-10,27	-1,77
31/12/2012	17.210	23.426	196.088	31,70	41,97
31/03/2013	12.558	12.504	194.743	-0,28	-31,98
30/6/2013	9.201	7.828	199.856	-6,87	-6,59
30/9/2013	10.030	9.908	207.000	-0,59	6,28
31/12/2013	17.463	22.670	225.184	23,12	23,71
31/03/2014	13.593	13.538	205.989	-0,27	-23,39
30/6/2014	10.282	10.255	222.520	-0,12	0,15
30/9/2014	11.165	13.250	231.839	8,99	9,11
31/12/2014	24.246	33.722	261.894	36,18	27,19
31/03/2015	18.278	19.081	261.194	3,07	-33,11
30/6/2015	14.083	14.988	273.151	3,31	0,24
30/9/2015	14.623	13.475	290.479	-3,95	-7,27
31/12/2015	24.171	27.463	293.284	11,22	15,18
31/03/2016	13.987	11.601	305.277	-7,82	-19,04
30/6/2016	10.105	10.634	305.602	1,73	9,55
30/9/2016	11.761	16.126	321.686	13,57	11,84
31/12/2016	23.359	27.056	331.141	11,16	-2,40
31/03/2017	14.097	12.523	334.532	-4,71	-15,87
30/6/2017	10.768	8.363	345.173	-6,97	-2,26
30/9/2017	13.120	15.656	375.319	6,76	13,72
31/12/2017	26.274	28.293	406.794	4,96	-1,79
31/03/2018	15.894	15.130	367.502	-2,08	-7,04
30/6/2018	12.612	14.488	349.197	5,37	7,45
30/9/2018	16.118	19.523	365.725	9,31	3,94
31/12/2018	23.346	26.690	373.719	8,95	-0,36
31/03/2019	13.415	11.155	341.998	-6,61	-15,56
30/6/2019	11.544	11.636	322.239	0,29	6,89
30/9/2019	15.625	19.910	338.516	12,66	12,37
31/12/2019	25.569	30.516	340.618	14,52	1,87
31/03/2020	12.853	13.311	320.400	1,43	-13,09
30/6/2020	13.091	16.271	317.344	10,02	8,59
30/9/2020	14.775	20.576	323.888	17,91	7,89
31/12/2020	33.534	38.763	354.054	14,77	-3,14
31/03/2021	27.503	23.981	337.158	-10,45	-25,22
30/6/2021	24.126	21.094	329.840	-9,19	1,25
30/9/2021	23.786	20.200	351.002	-10,22	-1,02
31/12/2021	41.488	46.966	381.191	14,37	24,59
31/03/2022	29.979	28.166	350.662	-5,17	-19,54
30/6/2022	23.076	22.892	336.309	-0,55	4,62
30/9/2022	24.894	24.127	352.755	-2,17	-1,63
31/12/2022	36.016	34.005	346.747	-5,80	-3,63
31/03/2023	28.318	28.560	332.160	0,73	6,53
30/6/2023	22.998	26.380	335.038	10,09	9,37
30/9/2023	26.969	21.598	352.583	-15,23	-25,33
31/12/2023	40.373	39.895	353.514	-1,35	13,88

Priloga 2: Podatki za analizo delnice General Motors

	Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Sredstva (v mio. USD)	Prilagojen Sloanov količnik	Četrtna sprememba količnika
30/9/2013	2.316	3.860	168.539	9,16	
31/12/2013	646	3.058	166.344	14,50	5,34
31/03/2014	-535	1.976	173.606	14,46	-0,04
30/6/2014	-471	3.830	179.098	24,01	9,55
30/9/2014	1.227	1.088	176.908	-0,79	-24,80
31/12/2014	1.429	3.164	177.501	9,77	10,56
31/03/2015	753	375	179.918	-2,10	-11,88
30/6/2015	1.288	5.786	185.812	24,21	26,31
30/9/2015	997	3.308	189.000	12,23	-11,98
31/12/2015	1.859	2.509	194.338	3,34	-8,88
31/03/2016	1.972	-108	203.618	-10,22	-13,56
30/6/2016	2.972	6.127	210.449	14,99	25,21
30/9/2016	3.148	6.570	217.576	15,73	0,74
31/12/2016	1.520	4.016	221.690	11,26	-4,47
31/03/2017	2.583	2.041	230.793	-2,35	-13,61
30/6/2017	2.297	5.518	240.300	13,40	15,75
30/9/2017	1.576	2.881	229.502	5,69	-7,72
31/12/2017	2.578	6.888	212.482	20,28	14,60
31/03/2018	529	448	218.726	-0,37	-20,65
30/6/2018	1.477	5.105	218.641	16,59	16,96
30/9/2018	1.610	3.673	225.711	9,14	-7,45
31/12/2018	829	6.030	227.339	22,88	13,74
31/03/2019	1.244	-81	233.132	-5,68	-28,56
30/6/2019	2.487	5.076	233.737	11,08	16,76
30/9/2019	2.304	6.553	231.529	18,35	7,28
31/12/2019	-554	3.473	228.037	17,66	-0,69
31/03/2020	657	1.561	246.624	3,67	-13,99
30/6/2020	-1.214	-2.815	237.535	-6,74	-10,41
30/9/2020	4.424	11.231	239.671	28,40	35,14
31/12/2020	2.767	6.693	235.194	16,69	-11,71
31/03/2021	3.277	1.266	238.411	-8,44	-25,13
30/6/2021	2.882	7.162	241.803	17,70	26,14
30/9/2021	1.645	-49	238.557	-7,10	-24,80
31/12/2021	1.520	6.809	244.718	21,61	28,71
31/03/2022	2.196	2.104	251.492	-0,37	-21,98
30/6/2022	2.116	3.124	253.517	3,98	4,34
30/9/2022	3.391	5.191	260.529	6,91	2,93
31/12/2022	2.610	5.624	264.037	11,42	4,51
31/03/2023	2.579	3.086	267.004	1,90	-9,52
30/6/2023	2.789	7.591	275.833	17,41	15,51
30/9/2023	3.012	6.596	281.705	12,72	-4,69
31/12/2023	918	3.657	273.064	10,03	-2,69

Priloga 3: Podatki za analizo delnice Costco

	Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Sredstva (v mio. USD)	Prilagojen Sloanov količnik	Četrtna sprememba količnika
30/11/2011	543	664	28.004	4,32	
29/02/2012	644	580	27.511	-2,33	-6,65
31/05/2012	623	1.083	27.836	16,53	18,85
31/08/2012	949	730	27.140	-8,07	-24,59
30/11/2012	639	1.102	29.323	15,79	23,86
28/02/2013	738	423	29.089	-10,83	-26,62
31/05/2013	722	2.874	30.006	71,72	82,55
31/08/2013	954	563	30.283	-12,91	-84,63
30/11/2013	668	939	32.319	8,39	21,30
28/02/2014	724	713	31.566	-0,35	-8,73
31/05/2014	737	3.142	32.701	73,55	73,89
31/08/2014	1.091	-810	33.024	-57,56	-131,00
30/11/2014	770	1.128	34.613	10,34	67,91
28/02/2015	877	900	33.600	0,68	-9,66
31/05/2015	821	3.257	33.491	72,74	72,05
31/08/2015	1.156	1.028	33.017	-3,88	-76,61
30/11/2015	767	811	35.451	1,24	5,12
29/02/2016	856	791	32.388	-2,01	-3,25
31/05/2016	858	1.859	33.873	29,55	31,56
31/08/2016	1.191	-169	33.163	-41,01	-70,56
30/11/2016	849	2.793	36.532	53,21	94,22
28/02/2017	844	493	35.630	-9,85	-63,06
31/05/2017	968	1.606	35.631	17,91	27,76
31/08/2017	1.450	1.834	36.347	10,56	-7,34
30/11/2017	951	2.006	39.378	26,79	16,23
28/02/2018	1.016	109	38.703	-23,43	-50,23
31/05/2018	1.067	2.105	39.605	26,21	49,64
31/08/2018	1.446	1.554	40.830	2,65	-23,56
30/11/2018	949	2.177	43.814	28,03	25,38
28/02/2019	1.203	-219	42.799	-33,23	-61,25
31/05/2019	1.122	2.105	43.752	22,47	55,69
31/08/2019	1.463	2.293	45.400	18,28	-4,19
30/11/2019	1.061	2.102	51.431	20,24	1,96
29/02/2020	1.266	619	48.782	-13,26	-33,50
31/05/2020	1.179	1.898	51.732	13,90	27,16
31/08/2020	1.929	4.242	55.556	41,63	27,74
30/11/2020	1.430	2.647	60.217	20,21	-21,42
28/02/2021	1.340	38	54.918	-23,71	-43,92
31/05/2021	1.663	3.333	57.274	29,16	52,87
31/08/2021	2.275	2.940	59.268	11,22	-17,94
30/11/2021	1.693	3.258	64.149	24,40	13,18
28/02/2022	1.812	401	63.078	-22,37	-46,77
31/05/2022	1.791	1.227	63.078	-8,94	13,43
31/08/2022	2.497	2.506	63.852	0,14	9,08
30/11/2022	1.751	2.610	64.166	13,39	13,25
28/02/2023	1.903	3.192	66.027	19,52	6,14
31/05/2023	1.679	1.541	66.848	-2,06	-21,59
31/08/2023	2.781	3.725	66.752	14,14	16,21
30/11/2023	1.984	4.651	68.994	38,66	24,51
29/02/2024	2.062	731	73.723	-18,05	-56,71

Priloga 4: Podatki za analizo delnice Pfizer

	Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Sredstva (v mio. USD)	Prilagojen Sloanov količnik	Četrtna sprememba količnika
31/03/2011	4.839	4.642	194.956	-1,01	
30/6/2011	4.499	5.898	195.899	7,14	8,15
30/9/2011	5.178	4.439	196.132	-3,77	-10,91
31/12/2011	4.279	5.261	188.002	5,22	8,99
31/03/2012	4.690	2.774	185.683	-10,32	-15,54
30/6/2012	5.052	4.021	182.842	-5,64	4,68
30/9/2012	4.055	5.003	182.603	5,19	10,83
31/12/2012	3.709	5.256	185.798	8,33	3,13
31/03/2013	4.001	2.303	187.398	-9,06	-17,39
30/6/2013	4.470	3.757	179.335	-3,98	5,09
30/9/2013	4.217	5.900	175.521	9,59	13,56
31/12/2013	3.678	5.786	172.101	12,25	2,66
31/03/2014	3.528	2.935	171.808	-3,45	-15,70
30/6/2014	4.031	4.087	172.612	0,32	3,78
30/9/2014	3.663	4.463	171.362	4,67	4,34
31/12/2014	2.277	5.398	167.566	18,63	13,96
31/03/2015	3.097	680	160.640	-15,05	-33,67
30/6/2015	3.681	4.090	160.878	2,54	17,59
30/9/2015	3.939	5.020	170.867	6,33	3,78
31/12/2015	2.261	4.713	167.381	14,65	8,32
31/03/2016	4.032	1.808	162.929	-13,65	-28,30
30/6/2016	3.793	3.606	170.658	-1,10	12,55
30/9/2016	3.552	4.737	178.430	6,64	7,74
31/12/2016	2.353	5.972	171.615	21,09	14,45
31/03/2017	4.094	1.584	168.784	-14,87	-35,96
30/6/2017	3.811	3.240	168.558	-3,39	11,48
30/9/2017	3.778	4.889	172.151	6,45	9,84
31/12/2017	2.394	6.742	171.797	25,31	18,86
31/03/2018	3.992	1.983	164.612	-12,20	-37,51
30/6/2018	4.020	3.847	164.980	-1,05	11,16
30/9/2018	3.849	5.259	167.838	8,40	9,45
31/12/2018	3.185	4.738	159.422	9,74	1,34
31/03/2019	4.460	1.698	155.421	-17,77	-27,51
30/6/2019	4.151	2.611	156.199	-9,86	7,91
30/9/2019	3.323	4.510	170.446	6,96	16,82
31/12/2019	1.985	3.769	167.594	10,64	3,68
31/03/2020	3.081	3.133	166.336	0,31	-10,33
30/6/2020	2.432	3.555	177.934	6,31	6,00
30/9/2020	2.450	2.090	178.983	-2,01	-8,32
31/12/2020	-2.190	5.625	154.229	50,67	52,68
31/03/2021	4.730	4.538	158.818	-1,21	-51,88
30/6/2021	5.824	11.299	169.920	32,22	33,43
30/9/2021	7.555	10.829	179.188	18,27	-13,95
31/12/2021	3.135	5.914	181.476	15,31	-2,96
31/03/2022	9.948	6.541	183.841	-18,53	-33,85
30/6/2022	12.409	8.170	195.290	-21,71	-3,17
30/9/2022	9.666	5.974	195.350	-18,90	2,81
31/12/2022	5.251	8.582	197.205	16,89	35,79
31/03/2023	6.370	1.212	195.617	-26,37	-43,26
30/6/2023	2.168	-1.208	220.168	-15,33	11,03
30/9/2023	-3.208	3.456	215.021	30,99	46,33
31/12/2023	-1.971	5.240	226.501	31,84	0,84

Priloga 5: Podatki za analizo delnice Lumen Technologies

	Poslovni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Denarni izid iz poslovanja (v mio. USD)	Sredstva (v mio. USD)	Prilagojen Sloanov količnik	Četrtna sprememba količnika
31/03/2011	464	670	21.901	9,41	
30/6/2011	480	1.348	54.842	15,83	6,42
30/9/2011	548	1.455	56.735	15,99	0,16
31/12/2011	530	728	56.044	3,53	-12,45
31/03/2012	654	1.583	56.842	16,34	12,81
30/6/2012	657	1.216	55.090	10,15	-6,20
30/9/2012	736	1.887	54.632	21,07	10,92
31/12/2012	666	1.379	53.940	13,22	-7,85
31/03/2013	782	1.387	53.729	11,26	-1,96
30/6/2013	715	1.469	53.254	14,16	2,90
30/9/2013	415	1.552	51.984	21,87	7,71
31/12/2013	633	1.151	51.787	10,00	-11,87
31/03/2014	653	1.380	51.166	14,21	4,21
30/6/2014	655	1.129	50.614	9,36	-4,84
30/9/2014	619	1.428	50.646	15,97	6,61
31/12/2014	483	1.251	49.103	15,64	-0,33
31/03/2015	649	1.336	49.520	13,87	-1,77
30/6/2015	549	1.145	48.977	12,17	-1,70
30/9/2015	656	1.475	48.754	16,80	4,63
31/12/2015	751	1.196	47.604	9,35	-7,45
31/03/2016	688	1.423	47.517	15,47	6,12
30/6/2016	647	1.178	47.118	11,27	-4,20
30/9/2016	593	911	46.796	6,80	-4,47
31/12/2016	392	1.096	47.017	14,97	8,18
31/03/2017	631	1.057	46.602	9,14	-5,83
30/6/2017	367	685	50.925	6,24	-2,90
30/9/2017	487	958	50.536	9,32	3,08
31/12/2017	524	1.178	75.611	8,65	-0,67
31/03/2018	750	1.667	74.793	12,26	3,61
30/6/2018	767	1.582	74.346	10,96	-1,30
30/9/2018	894	1.787	73.371	12,17	1,21
31/12/2018	885	1.996	70.256	15,81	3,64
31/03/2019	1.007	1.182	64.788	2,70	-13,11
30/6/2019	976	1.701	64.508	11,24	8,54
30/9/2019	950	1.888	64.728	14,49	3,25
31/12/2019	847	1.909	64.742	16,40	1,91
31/03/2020	980	1.299	64.056	4,98	-11,42
30/6/2020	903	1.749	64.171	13,18	8,20
30/9/2020	888	1.794	62.599	14,47	1,29
31/12/2020	833	1.682	59.394	14,29	-0,18
31/03/2021	987	1.525	58.828	9,15	-5,15
30/6/2021	1.006	1.639	58.947	10,74	1,59
30/9/2021	1.131	1.730	58.308	10,27	-0,47
31/12/2021	1.161	1.607	57.993	7,69	-2,58
31/03/2022	1.083	1.375	58.037	5,03	-2,66
30/6/2022	912	1.396	57.675	8,39	3,36
30/9/2022	791	1.123	54.817	6,06	-2,34
31/12/2022	507	841	45.612	7,32	1,27
31/03/2023	467	595	45.530	2,81	-4,51
30/6/2023	385	-100	36.168	-13,41	-16,22
30/9/2023	245	881	35.921	17,71	31,12
31/12/2023	133	784	34.018	19,14	1,43