

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**PRAKTIČNA UPORABA HIBRIDNEGA MODELA TEMELJNE
IN TEHNIČNE ANALIZE**

Ljubljana, avgust 2007

BLAŽ KANDRIČ

IZJAVA

Študent BLAŽ KANDRIČ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. PETRA GROZNIKA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

Kazalo

1 Uvod	1
2 Temeljna analiza	2
2.1 Pomankljivosti temeljne analize	2
2.1.1 Pomankljivost predpostavke racionalnega investitorja	3
2.1.2 Pomankljivost pri ugotavljanju notranje vrednosti	3
2.1.3 Pomankljivost uporabe poročila podjetja kot glavnega vira informacij	4
2.1.4 Pomankljivost pri postavljanju ocene prihodnosti podjetja	5
2.2 Prednosti temeljne analize.....	7
2.2.1 Neprofesionalni in profesionalni investitorji.....	7
2.2.2 Podroben vpogled v gospodarstvo, panogo in podjetje.....	7
3 Tehnična analiza	8
3.1 Pomankljivosti tehnične analize.....	9
3.1.1 Pomankljivost predpostavke, da trg diskontira vse informacije	9
3.1.2 Pomankljivost predpostavke, da se zgodovina ponavlja.....	9
3.1.3 Nezmožnost napovedovanja prihodnosti	10
3.1.4 Špekulativna strategija investiranja in pomanjkanje temeljnih informacij	10
3.1.5 Potrebna dolga zgodovina podjetja in serija podatkov.....	11
3.1.6 Kratkoročnost analize in veliki stroški.....	11
3.2 Prednosti tehnične analize.....	12
3.2.1 Upoštevanje psihologije trga.....	12
3.2.2 Upoštevanje sledenja ciklom in trendom	14
4 Hibridni model temeljne in tehnične analize	17
4.1 Potek dejanske analize	19
4.1.1 Izbira trgov držav med vsemi globalnimi trgi	19
4.1.2 Začetek analize izbrane države – analiza okolja	19
4.1.3 Izbira podjetja znotraj izbrane panoge – analiza podjetja in delnice	21
4.1.4 Tveganja na finančnem trgu	25
5 Empirični del	26
5.1 Analiza gospodarstva ZDA	26

5.2 Analiza panog	28
5.3 Analiza panoge glavnih farmacevtskih podjetij.....	31
5.3.1 Velikost trga.....	31
5.3.2 Analiza povpraševanja	31
5.3.3 Prihodnja pričakovanja	32
5.3.4 Zaposlenost	32
5.3.5 Porterjev model	32
5.4 Analiza podjetja iz panoge glavnih farmacevtskih podjetij	33
5.4.1 Prva izločevalna merila.....	33
5.5 Podrobnejša analiza podjetja Johnson & Johnson	36
5.5.1 Predstavitev podjetja.....	36
5.5.2 Analiza podjetja	36
5.5.3 Splošne ugotovitve.....	38
6 Sklep.....	39
Literatura.....	41
Viri.....	43
Priloge	
Kazalo tabel	
Tabela 1: Razvrstitev podjetij glede na povprečno letno stopnjo rasti	30
Tabela 2: Kazalniki po podjetjih (leto 2006)	34
Tabela 3: Dobiček na delnico (EPS) in prilagojeni dobiček na delnico	34

1 Uvod

Finance se delijo na več različnih področji, eno izmed njih so investicijske finance. V zgodovini razvoja investicijskih financ so se izoblikovale različne metode vrednotenja vrednostnih papirjev (VP). Na razvitih trgih sta skozi čas prevzeli dominantno vlogo dve glavni, med seboj zelo različni analizi – tehnična in temeljna (fundamentalna). Vsebinska razlika med njima je tolikšna, da je po prepričanju nekaterih primerjava med njima enaka primerjavi astronomije z astrologijo. V osnovi sloni teorija temeljne analize na iskanju notranje vrednosti VP, medtem ko je tehnična analiza usmerjena k iskanju donosnih VP na podlagi preučevanja gibanja tržnih cen. Uspešnost obeh analiz je odvisna od nepopolne učinkovitosti delovanja trga.

Obe teoriji imata kritike in privrženca. Glavna kritika obeh prihaja s strani teorije učinkovitega trga (EMT), ki trdi, da dolgoročno ni mogoče dosegati nadpovprečnih donosov, ker so vse informacije takoj vračunane v ceno VP. Slednje naj bi obe analizi naredilo za neuporabni. Zagovorniki tehnične analize se z EMT strinjajo v točki, da so vse informacije zajete v tržni ceni, medtem ko zagovorniki temeljne teorije v to ne verjamejo.

Osnovna načela tehnične analize kritizirajo tudi zagovorniki teorije naključnega hoda. Zagovarjajo stališče, da gibanje cen ni odvisno od preteklih gibanj cen VP, zato pretekli trendi ne morejo biti relevantni pokazatelj. S tem ta teorija zavrača eno glavnih predpostavk tehnične analize. Kritika obeh analiz je podana v knjigi »*A Random Walk Down the Wall Street*«. Avtor je Burton Malkiel, zagovornik teorije naključnega hoda.

Do številnih nasprotovanj prihaja tudi med zagovorniki oziroma utemeljitelji obeh analiz. Privrženca obeh radi izpostavljajo pomanjkljivosti nasprotne in prednosti svoje analize. Izbrane pomanjkljivosti in prednosti sem podal ter obrazložil v nadaljevanju diplomske naloge. Zavedati se obstoja pomanjkljivosti analiz in jih zaznati, ko nastopijo, je namreč velika prednost posameznika (Soros, 1999, str. 18).

V mojem diplomskem delu je prikazana sinteza temeljne in tehnične analize, predstavljena in utemeljena pa je hipoteza, da je z uporabo obeh možno doseči izboljšanje verjetnosti pravilne napovedi za prihodnost. S primerno skupno uporabo ene in druge analize se zmanjša verjetnost napačne napovedi. Cilj naloge je ocenitev prihodnjega dogajanja na trgu z uporabo obeh analiz – oziroma z uporabo obeh analiz poiskati enak signal za prihodnost. Schwager (1995, str. 228) je razvil še uporabo metode denarnega upravljanja, ki pa v diplomsko nalogo ni vključena.

Diplomska naloga ima dva dela, teoretičnega in empiričnega. V prvem, ki obsega 2., 3. in 4. poglavje, so opisane glavne pomanjkljivosti in prednosti obeh analiz. Drugi del je namenjen empirični uporabi hibrida, kjer so navedeni rezultati ugotovitev in njihova interpretacija.

2 Temeljna analiza

Temeljna analiza izhaja iz teorije o temeljih podjetja. V obdobju uporabe se še spreminja in izboljšuje. Po svetu jo je razširil Graham Benjamin s knjigama »*Security Analysis*« (1934) in »*The Intelligent Investor*« (1949). Danes je njen najbolj znani uporabnik Warren Buffet.

Analiza sloni na logičnem in preudarnem razmišljanju. Opira se na temeljne dejavnike podjetja in njegove širše okolice. Njen namen sta iskanje in raziskava vseh ekonomskih spremenljivk, ki lahko vplivajo na prihodnje zasluge finančnih sredstev. Z uporabo različnih temeljnih orodij (kazalniki, koeficienti itd.) skuša ustvariti kakovostno sliko okolja in panog (makrookolje) ter podjetja (mikrookolje). Na podlagi tega ugotavlja notranjo vrednost VP. Primerna je predvsem za dolgoročne investicije. Njene glavne predpostavke so:

- predpostavka racionalnega investitorja,
- predpostavka notranje vrednosti delnice,
- uporaba poročil podjetja kot glavnih virov informacij.

Glavni strategiji, povezani s temeljno analizo, sta strategiji »kupi in drži« in »indeksiranje«.

- a) Pri strategiji »kupi in drži« vlagatelj premoženje strateško razporedi med posamezne VP in jih nato dolgoročno hrani. Uporabnik verjame, da je dolgoročno bolje držati iste VP, prebroditi težke čase in upati, da se podjetje dvigne iz krizne situacije, v katero je morebiti medtem zabredlo. Strategija je postala bolj priljubljena v 18-letnem bikovskem obdobju, ki se je končalo leta 2000. Med letoma 2000 in 2002, v obdobju medvedjih trgov, in tudi v času vseh predhodnih medvedjih trgov je pokazala svojo veliko hibo (Investopedia, 2007).
- b) Strategija indeksiranja je metoda popolnega pasivnega investiranja. Investitorjevo premoženje je razporejeno v povsem enaki ali zelo podobni sestavi, kot jo ima izbrani splošni borzni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo. Cilj te strategije je doseči enak ali zelo podoben donos, kot ga bo dosegel izbrani borzni indeks (Investopedia, 2007). Po teoriji ima tri ključne prednosti: zelo majhni transakcijski stroški, izognitev tveganju napačne izbire delnic ter izognitev tveganju napačnega trenutka nakupa in prodaje. Realnost pa je nekoliko drugačna. Vlagatelj, ki bi hotel doseči donosnost in razpršenost, enako borznemu indeksu S&P 500, bi moral kupiti delnice vseh 500 podjetij v indeksu v enaki tehtani sestavi. Za zasebnega investitorja bi bili transakcijski stroški nakupa delnic vseh 500 podjetij preprosto prevelik zalogaj. Problemu pa se je moč izogniti z investiranjem v indeksne investicijske sklade. Mnenje Warrena Buffeta o indeksni metodi investiranja je, da je to najboljša možna izbira za večino neprofesionalnih investitorjev.

2.1 Pomanjkljivosti temeljne analize

V tem poglavju so opisane glavne pomanjkljivosti temeljne analize, ki so:

- a) pomanjkljivost predpostavke racionalnega investitorja,
- b) pomanjkljivost pri ugotavljanju notranje vrednosti,

- c) pomanjkljivost uporabe poročila podjetja kot glavnega vira informacij,
- d) pomanjkljivost pri postavljanju ocene prihodnosti podjetja.

2.1.1 Pomanjkljivost predpostavke racionalnega investitorja

Če bi se vsi investitorji na trgu vedli popolnoma logično in racionalno ter bi bili sposobni ločiti svoja čustva od investicijskih odločitev, bi temeljna analiza delovala odlično. Zaradi racionalnosti investitorjev bi se tržne cene VP spreminjale le ob izdaji poročil ali objavi drugih pomembnih novic (Achelis, 2006). Ker pa smo ljudje že po naravi neracionalna bitja, je resničnost drugačna. O tem govori teorija večjega nepreudarnega investitorja. Posamezni investitor bo kupil VP, ker pričakuje, da ga bo lahko pozneje dražje prodal drugemu, bolj nepreudarnemu investitorju in na njegov račun zaslužil. Novi investitor bo kupil isti VP iz enakega razloga.

Neracionalnost na trgu kapitala najdemo tudi v konkretnih primerih. Kot primer navajam sklad Steadman Technology & Growth Charlesa Steadmana, ki je med 1992 in 1997 v povprečju letno dosegel 23-odstotni padec, medtem ko je v istem obdobju trg ves čas rasel (Goldberg, 1999). Neracionalnost obnašanja skladov je zaradi upravljanja velikih finančnih sredstev usodnejša za trg kot neracionalnost posameznika. Bolj ali manj racionalni in profesionalni upravitelji skladov tako povečujejo prepričanje o obstoju nepopolnega in neracionalnega trga.

Z zanašanjem na racionalnost investitorjev temeljna analiza prezre močan vpliv, ki oblikuje kapitalske trge – vpliv človeških čustev na oblikovanje ponudbe in povpraševanja po VP. Neupoštevanje tega dejstva lahko močno ogrozi pravilnost investicijskih odločitev. Strah povzroči prehitro izstop s trga, pohlep pa prekomerno vztrajanje na trgu.

2.1.2 Pomanjkljivost pri ugotavljanju notranje vrednosti

Ugotovitev notranje vrednosti VP je glavni cilj temeljne analize. Notranja vrednost VP oz. podjetja je teoretično enaka vsoti vseh diskontiranih prihodnjih denarnih tokov, ki bodo ustvarjeni v prihodnosti. Z drugimi besedami, enaka je vsoti vseh diskontiranih prihodnjih dobičkov.

V teoriji se mora tržna cena izenačiti z notranjo vrednostjo; če je notranja vrednost večja od tržne (podcenjen VP), se bo cena dvignila, in če je notranja vrednost manjša od tržne (preocenjen VP), bo cena padla. Teorija temelji na predpostavki, da se bo dovolj veliko število investitorjev ustrezno odzvalo prek orodja ponudbe in povpraševanja ter tržno ceno izenačilo z notranjo vrednostjo. Teorija bi bila uspešna, če bi delovala predpostavka racionalnega investitorja, kjer nihče ne bi plačal za VP več, kot so prihodnji diskontirani denarni tokovi podjetja. Ker je natančna določitev prihodnjih denarnih tokov problematična, pa to velikokrat ne drži. V realnosti lahko cena dolgo vztraja na podcenjeni ravni oziroma nikoli ne pride do izenačenja podcenjene ravni z notranjo vrednostjo. Na trgu je zaznati, da arbitražna ne deluje vedno učinkovito oziroma se sploh ne pojavi. Enako je redko učenje na podlagi preteklih napak (Loderer, Roth, 2006, str. 31).

Problem določitve notranje vrednosti je sicer konstanta, predvsem zaradi prevelikega števila možnih spremenljivk, uporabljenih pri njenem oblikovanju, in s tem težkega določanja njihovih vplivov na vrednost. Dodatni problem nastopi, ko se na trgu pojavi nova pomembna spremenljivka, ki pred tem ni bila znana, in se cene začnejo gibati popolnoma nepredvidljivo. Do trenutka, ko so nove strukturne spremembe jasno vidne, pa se cene že prilagodijo novemu stanju na trgu (Schwager, 1995, str. 225).

2.1.3 Pomanjkljivost uporabe poročila podjetja kot glavnega vira informacij

Glavni vir informacij za temeljno analizo je poročilo podjetja, ki obsega pismo delničarjem ali uvodno besedo uprave ter poslovno in finančno poročilo. Finančno poročilo vsebuje pojasnila vodstva, mnenje neodvisnega revizorja, računovodske izkaze (RI) in njihova pojasnila. Največ pozornosti je treba posvetiti RI, kamor se uvrščajo bilanca stanja (BS), izkaz poslovnega izida (IPI), izkaz denarnega toka (IDT) in izkaz gibanja kapitala. Pozornosti je potreben tudi izkaz zadržanega dobička. Podjetja svoja poročila izdelujejo na četrletni, polletni in letni ravni.

Glavni problemi posameznih RI so (Zvi, 2000, str. 72):

- a) BS izkazuje le stanje na določeni datum in finančno tveganje podjetja, ne pa prihodnjega poslovanja.
- b) Problem IPI je, da so prihodki, odhodki (stroški) in dobiček računovodske kategorije, zato jih je mogoče prirejati po lastnih željah. V državah, kjer je IPI podlaga davčnemu poročanju, uprava skuša z računovodskimi priredbami¹ prikriti dobičke, medtem ko bo v drugih državah skušala dobičke napihnuti ter tako dvigniti svojo nagrado² in tržno ceno delnice. Dobički in drugi kazalci uspešnosti poslovanja niso nujno kakovostna slika uspešnosti. Zato je treba posebej opozoriti na pojasnila RI, kjer so obrazložene posamezne računovodske postavke. Poskusi prirejanja RI so podani v pojasnilih, ne v RI. Manj temeljit investitor se premalo zmeni za pojasnila v drobnem tisku in zato napačno investira.
- c) Računovodski in ekonomski pogled na čisti prihodek nista enaka. Ker je za delničarje oz. investitorje pomemben predvsem ekonomski vidik, ki vključuje opazovanje neto denarnega toka delničarjem in spremembe tržne vrednosti obstoječega lastniškega kapitala delničarjev, je zanje IDT ključen RI.

Skupni problem poročil podjetja je uporaba zadnjih objavljenih podatkov, ki so lahko stari tudi mesec ali več, zato prikazujejo preteklo stanje podjetja in ne prihodnje (Schwager, 1995, str. 96). Takšni podatki so po besedah tehnikov že dolgo vračunani v tržno ceno. Ker so podatki stari, torej javnosti znani, temeljni analitik zaostaja za trgom, kar ga na trgu postavi v podrejen položaj. Zato je na mestu vprašanje, zakaj si zadati toliko dela s temeljno analizo, če se s tem ne pridobijo prednosti na trgu? Naša naloga je oblikovati oceno o prihodnosti. Zato je kritika usmerjena na popolno prepuščenost investitorjev premikom na trgu. Zaradi neupoštevanja cenovnih trendov trga so popolnoma odvisni od tržnih razmer in gibanj.

¹ Prireja se lahko način obračuna amortizacije, izbira metode vodenja zalog (LIFO, FIFO) in način izkazovanja dolgoročnih rezervacij. Podjetja, ki so zamenjala metodo FIFO za LIFO, so doživela porast tržne cene in obratno (Copeland, 2000, str. 78).

² Nagrada uprave je velikokrat povezana z uspešnostjo poslovanja podjetja in se meri z višino dobička. Višji, kot je, višja bo nagrada upravi.

Čas, potreben za izvedbo temeljne analize, je občutno daljši od izvedbe tehnične analize. Kljub pomanjkljivostim uporabe preteklih podatkov nam omogoča boljši vpogled v podjetje. Temeljna analiza oblikuje drugačne trende, značilne za podjetje (trend v zalogah, dobičkih, prihodkih itd.). Ob RI je treba spremljati tudi objave podjetij v tiskanih in elektronskih medijih.

Praktičen primer pomanjkljivega zanašanja le na RI je primer Enron. Investitorji, ki so se zanašali samo na finančna razkritja, so doživeli ogromno izgubo. Ko je informacija o prevari prišla v javnost, je cena delnice podjetja že močno padla. Tehniki, ki so se zanašali na grafe, so se že prej umaknili. Enron je prek raznih računovodskih in finančnih prijemov izkoristil računovodsko ureditev ZDA in oblikoval privlačne RI ter privabil veliko kapitala, ki je nenormalno visoko dvignil ceno delnice. To je povzročilo popačeno sliko resničnega stanja podjetja (Healy, Palepu, 2003, str. 11). Stopnja upoštevanja RI je odvisna od urejenosti zakonodaje, računovodskega in revizorskega sektorja ter s tem zagotovitve resničnosti objavljenih informacij.

2.1.4 Pomanjkljivost pri postavljanju ocene prihodnosti podjetja

Copeland, Koller in Murin (2000, str. 272) so vrednost podjetja določili kot vsoto investiranega kapitala na začetku predvidevanega obdobja, sedanje vrednosti predvidevanih ekonomskih dobičkov znotraj obravnavanega obdobja in sedanje vrednosti predvidevanih ekonomskih dobičkov po obravnavanem obdobju.

Damodaran (1999, str. 3) je navedel tri vrste podjetij, kjer se ta pomanjkljivost posebno kaže:

- podjetja z negativnimi dobički,
- mlada podjetja s kratko finančno zgodovino ali brez nje in
- zaradi pomanjkanja konkurentov med seboj težko primerljiva podjetja.

Za ta podjetja je zelo težko predvideti dobičke naslednjega leta in še toliko težje dobičke naslednjih 10 let. Podjetje gre lahko zaradi nepričakovanih dogodkov čez nekaj let v stečaj, lahko pa preživi tudi 100 let. Največji zaslužki se pričakujejo od hitro rastočih in razvijajočih, največkrat mladih ter organizacijsko spreminjajočih se podjetij, ki pa so tudi bolj tvegana. Takšna podjetja v svojem življenju preidejo različne razvojne faze, za katere so značilne različne stopnje rasti in tveganja (Copeland, 2000, str. 47). V pomoč ugotavljanju prihodnje vrednosti podjetja so bili ustvarjeni različni modeli diskontiranja denarnega toka.

Najbolj znan je model diskontirane dividende, ki je v svoji zgodovini doživel več izboljšav. Osnovna enačba modela je (Alexander, 1993, str. 384):

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+k)} + \frac{Div_2}{(1+k)^2} + \frac{Div_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{Div_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+k)^t} \quad (1)$$

kjer je: P_0 – sedanja vrednost dividend,

Div_t – dividenda na delnico v času t in

k – strošek lastniškega kapitala.

Prve izboljšave so nastale z modelom enakih dividend. Dodatno sta ga izpopolnila model enakomerne rasti dividend in model sestavljene enačbe. Prikazan je tristopenjski model neenakomerne rasti dividend, ki je izražen z enačbo:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n1} \frac{x_0 \times (1 + g_{hg})^t \times \Pi_{hg}}{(1 + k_{E,hg})^t} + \sum_{t=n1+1}^{n2} \frac{Div_t}{(1 + k_{E,t})^t} + \frac{x_{n2} (1 + g_{st}) \times \Pi_{st}}{(k_{E,st} - g_{st})(1 + k_E)^n} \quad (2)$$

kjer je: x_t – dobiček na delnico v času t ,

g – stopnja rasti dividende (hg – obdobje visoke rasti, st – obdobje stabilne rasti),

k_E – strošek lastniškega kapitala (hg – obdobje visoke rasti, t – prehodno obdobje rasti, st – obdobje stabilne rasti) in

Π – delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend (hg – obdobje visoke rasti, st – obdobje stabilne rasti).

Pri izračunu stroška lastniškega kapitala lahko uporabimo model CAPM:

$$k = r_f + \beta \times [E(r_M) - r_f] \quad (3)$$

kjer je: r_f – netvegana stopnja,

β – beta delnice in

$(E(r_M) - r_f)$ – tržna premija za tveganje.

Pri oblikovanju posameznih parametrov formul predvidevanja prihodnjih vrednosti se pojavljajo nekatere običajne napake investorjev (Copeland, 2000, str. 279).

- Prva napaka je t. i. naivna ekstrapolacija bazičnega leta, pri kateri se (nepravilno) predvidi dvig vseh parametrov za določen enak odstotek. Slednje strokovno ni korektno, saj se obratni kapital in prodaja praviloma ne gibljeta z istim tempom kot drugi parametri. Vrednost podjetja je v tem primeru podcenjena, ker je resnični denarni tok večji od načrtovanega.
- Druga napaka je t. i. naivni prekomerni konzervatizem, zaradi katerega investitor predvidi, da bo dodatni kapitalski donos enak strošku kapitala. Zaradi te predpostavke mu ni treba določati prihodnje stopnje rasti, ker rast niti ne doda niti ne zniža vrednosti podjetja.
- Tretja napaka je t. i. namerni prekomerni konzervatizem. Investitor je rad prekomerno konservativen zaradi negotovosti in velikosti prihodnje vrednosti. Zato je treba ustrezno oblikovati različne scenarije prihodnosti.

Na tržno ceno podjetja vplivajo pozitivni in negativni dogodki. Signal povečanja deleža dobička, izplačanega v obliki dividend, je za trg pozitiven, ker pričakuje boljše prihodnje poslovanje podjetja. Negativne vplive predstavljajo predpostavke o višjih osebnih davčnih stopnjah na dividende v primerjavi s kapitalskimi dobički, veliki transakcijski stroški, povezani z izdajo novih lastniških VP, bolj optimistična pričakovanja prihodnjih donosov podjetja sedanjih lastnikov od pričakovanj potencialnih novih lastnikov ter omejene možnosti pridobivanja novega lastniškega kapitala (Mramor, 2000, str. 159).

Oblikovanje dividendne politike podjetja je odvisna od davčne zakonodaje in regulacije, stroškov zunanjega zadolževanja in dojemanja investitorjev ob spremembah izplačanih dividend. Ali daje država prednost kapitalskim dobičkom ali izplačevanju dividend? Zgodovinsko so bile dividende bolj obdavčene kot kapitalski dobički (Zvi, 2000, str. 205). Arnott in Asness (2001, str. 20) sta v svoji raziskavi odkrila dejstvo, da majhen delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend, zgodovinsko prehitava nizko rast dobičkov. To sta podkrepila s tem, da ima uprava dostop do notranjih informacij podjetja in zato boljši vpogled v prihodnost. Če je uprava optimistična, bodo izplačila v obliki dividend večja, in obratno. Majhna izplačila dividend naj bi vodila k neučinkovitemu širjenju podjetja, investiranju v manj primerne projekte in zato v nizko rast. Zaradi teh problemov se stalno oblikujejo nove metode vrednotenja podjetja, ki skušajo izpolniti pričakovanja investitorjev po učinkovitejšem vrednotenju.

Problem vseh modelov predvidevanja prihodnosti je prav predvidevanje. Še vedno je bolj ali manj subjektivna ocena prihodnosti, ki nikoli ni popolnoma pravilna. Prav tako lahko finančni trgi vplivajo na temeljne dejavnike, ki naj bi jih ti izražali.

O medsebojnem vplivanju govori teorija povratnosti. Povratnost nastopi takrat, kadar hkrati delujeta pasivna in aktivna funkcija. Pasivna funkcija govori, da si udeleženci trga skušajo ustvariti sliko skladno s stvarnostjo in tako razumeti položaj na trgu. Aktivna funkcija govori o tem, da si udeleženci prizadevajo vplivati na stvarnost in jo oblikovati po svojih željah. Ljudje preko aktivne funkcije vplivajo na neko situacijo, ki jo drugače obravnavajo kot neodvisno spremenljivko za pasivno funkcijo (Soros, 1999, str. 6). Tako lahko dobra prihodnja pričakovanja prikažejo sedanje temeljne dejavnike slabše, kot so v resnici.

2.2 Prednosti temeljne analize

V tem poglavju sta opisani glavni prednosti temeljne analize:

- a) upoštevanje neprofesionalnih in profesionalnih investitorjev,
- b) omogočanje podrobnega vpogleda v gospodarstvo, panogo in podjetje.

2.2.1 Neprofesionalni in profesionalni investitorji

Za neprofesionalne investitorje je primernejša uporaba temeljne analize od tehnične, čeprav je čas izpeljave daljši. Sicer ne bodo dosegli nadpovprečnih donosov, bodo pa bolje spoznali podjetje. Za neprofesionalne investitorje je priporočljiva uporaba pasivnih strategij investiranja, medtem ko se profesionalni ukvarjajo z aktivnejšim upravljanjem svojih sredstev. Temeljni analitik mora biti odprt za spremembo rezultatov svojih analiz. Pri preoblikovanju svojih interpretacij ob pridobitvi novih informacij ne sme biti preveč tog (Schwager, 1995, str. 228).

2.2.2 Podroben vpogled v gospodarstvo, panogo in podjetje

Temeljno analizo delimo na dva dela (Šimon, 1996, str. 44):

1. analizo okolja in
2. analizo podjetja.

Analiza okolja zajema gospodarsko analizo, analizo trga VP in analizo panoge. Da je gibanje cen posameznih delnic močno povezano z ekonomskimi dejavniki, dokazujejo številne analize. Analiza B. F. Kinga prikazuje, da je s temi dejavniki mogoče razložiti polovico sprememb cen delnic, 13 odstotkov sprememb pa s panožnimi dejavniki. Problem njegove analize je majhen vzorec, vključenih je bilo le 60 podjetij. Močno povezavo med razmerami v gospodarstvu in gibanjem cen delnic dokazuje tudi raziskava Ameriškega urada za ekonomske raziskave (NBER). Analiza obrestnih mer v okviru analize okolja sledi vplivom obrestnih mer na ponudbo in povpraševanje po prihrankih ter pričakovano inflacijo (Šimon, 1996, str. 44).

Analiza podjetja zajema analizo podjetja in njegove delnice. Z analizo tržnega spleta, proizvodnje in tehnologije, kadra in organizacije, vodstva, raziskav in razvoja ter finančnega stanja in trendov se raziščejo tako kvantitativni kot kvalitativni dejavniki poslovanja podjetja (Šimon, 1996, str. 68). Temeljna analiza poskrbi za dober vpogled v sedanje stanje podjetja, v finančno zdravje, v oceno trga, v tveganja, povezana s podjetjem, v lastnosti njegovega vodstva, v gibanje različnih trendov znotraj podjetja itd. Države z boljše organiziranim računovodskim sistemom imajo prednost pred tistimi, ki ga nimajo, in zato boljše razmere za dolgoročno rast trga. Riahi-Belkaoui A. (2003, str. 18) je v raziskavi na podlagi 34 držav dokazal, da razlika v kakovosti računovodskih sistemov med državami vpliva na zmogljivost in učinkovitost borz.

Analiza okolja in podjetja je zelo pomembna kljub pomanjkljivosti, da so včasih uporabljeni podatki stari. Odlično znanje o podjetju in gospodarstvu, v katerem posluje, odtehta slabost. Kljub dobremu prikazu stanja gospodarstva in podjetja pa ne smemo plavati proti močnemu toku kapitala, ki nastane zaradi ponudbe in povpraševanja ter psihologije na trgu.

3 Tehnična analiza

Moderna tehnična analiza ima svoje korenine v teoriji Dow, ki jo je utemeljil Dow C. v člankih finančnega časopisa »*The Wall Street Journal*« (Murphy, 1999, str. 23). Rhea R. jo je razširil v svoji knjigi »*The Dow Theory*« (1932). Tehnična analiza je metoda vrednotenja VP z analizo tržne aktivnosti, kjer se z analizo preteklih gibanj tržnih cen skušajo napovedati njihova prihodnja gibanja. Cena prek orodja povpraševanja in ponudbe odseva vse želje, pričakovanja, ugibanja, razpoloženja in strahove investorjev na trgu VP (Griffioen, 2003, str. 18). Pring (1997) je definiral tehnično analizo kot umetnost določanja cene v zgodnji fazi njenega trenda in držanja tega položaja do trenutka, ko obstaja dovolj dokazov o približujoči se spremembi trenda.

Tehnična analiza temelji na treh osnovnih predpostavkah (Murphy, 1999, str. 2):

- trg diskontira vse informacije,
- tržne cene se gibljejo v trendih in
- zgodovina se ponavlja.

Nekateri tehniki pri analizi uporabljajo vzorce diagramov, spet drugi tehnične kazalnike in kazalnike nihanja. Večina uporablja kombinacijo vseh treh. Z orodji skušajo ugotoviti spremembe v razmišljanju investorjev, ki se zaradi enakega odziva na enak dogodek izrazijo v

značilnih vzorcih na grafu. Najpomembnejša podatka sta cena VP in obseg trgovanja z VP. Tehnikov ne zanima notranja vrednost VP, ampak le to, da bo nakupna cena VP manjša od prodajne in bodo dosegli dobiček. S tehnično analizo se upoštevajo tudi vedenjske finance.

3.1 Pomanjkljivosti tehnične analize

V tem poglavju so opisane glavne pomanjkljivosti tehnične analize:

- a) pomanjkljivost predpostavke, da trg diskontira vse informacije,
- b) pomanjkljivost predpostavke, da se zgodovina ponavlja,
- c) nezmožnost napovedovanja prihodnosti,
- d) špekulativna strategija investiranja in pomanjkanje temeljnih informacij,
- e) potreba po dolgi zgodovini podjetja in seriji podatkov,
- f) kratkoročnost analize in veliki stroški.

3.1.1 Pomanjkljivost predpostavke, da trg diskontira vse informacije

Tehnična analiza upošteva, da so vsi temeljni dejavniki podjetja, skupaj z informacijami širšega okolja in tržno psihologijo, že všteti v ceno VP. Trg takoj diskontira vse razpoložljive temeljne informacije. Obstaja kritika tega. Temeljne informacije so lahko znane že dolgo pred oblikovanjem cenovnega trenda zaradi te informacije. Enako lahko cenovni premiki izražajo reakcijo na trgu, ki premaknejo cene visoko nad cenovno ravnotežje. Cenovni premik se uresniči zaradi navidezne odsotnosti katere koli hkratne spremembe temeljnih dejavnikov. Cene lahko zaostajajo ali prehitevajo informacije na trgu. Neujemanje temeljnih informacij in gibanj tržnih cen lepo prikazuje dogajanje na trgu koruze v letih 1985–1986 (Schwager, 1995, str. 230).

Čisti tehniki marsikdaj trgujejo z VP podjetij, o katerih ne vedo ničesar. Avtorji vzorcev diagramov diagrame označijo kot zanesljive, ne da bi jih prej preverili. Prav tako so donosi merjeni brez upoštevanja oportunitetnih stroškov in tveganj. Problem pomanjkanja statističnih analiz izhaja iz težavnosti oblikovanja ustreznega računalniškega programa, ki bi prepoznal značilne vzorce diagramov. Po besedah kritikov je interpretacij diagramov toliko, kot je uporabnikov (Griffioen, 2003, str. 21). Na nepopolnost tehnične analize opozarjajo celo nekateri znani tehniki, kot je Achelis. Ker ne upošteva temeljnih dejavnikov podjetja, ampak predvsem tržne trende in psihologijo trga, je primerna predvsem za kratkoročno trgovanje.

3.1.2 Pomanjkljivost predpostavke, da se zgodovina ponavlja

Veliko dragocenih izkušenj lahko pridobimo iz študiranja zgodovine, vendar je ekstrapoliranje³ zgodovinskih dobičkov v prihodnost težko in zapleteno. Ali se zgodovina premikov cen res ponavlja? Narava ponavljanja zgodovine se predpisuje predvsem tržni psihologiji – tržni subjekti se na iste zgodovinske dogodke odzovejo enako. Tehniki z analiziranjem vzorcev diagramov skušajo ugotoviti, kakšni bodo premiki cen, in določiti prihodnje trende. Nekateri vzorci so stari tudi do 100 let, vendar naj bi še vedno uspešno izkazovali gibanje cen zaradi predpostavke o ponavljajoči zgodovini. Na tej točki se lahko vprašamo, ali se v 100 letih razmišljanje in narava človeške družbe kaj spremenili. Ali je smiselno uporabljati tako stare vzorce?

³ Definicija ekstrapoliranja po SSKJ (2005): Prenos vrednosti podatkov, spoznanj iz znanega dela česa v neznani del.

Jorion in Goetzmann (1999, str. 8) sta v študiji zajela 39 svetovnih delniških trgov v zadnjih 100 letih. Japonski delniški trg je med letoma 1944 in 1949 doletel 95-odstotni padec realnega lastniškega kapitala. Enako je v letih med 1944 in 1950 doživel padec nemški delniški trg, in sicer v višini 84 odstotkov. V zadnjem stoletju so delniški trgi po svetu doživeli veliko sprememb zaradi finančnih kriz, vojn, razlastitev ali političnih prevratov. Te razdore so večinoma čutili vsi trgi, razen nekaterih, kamor spadajo tudi ZDA. Zato upoštevanje ameriških zgodovinskih podatkov pri načrtovanju prihodnosti ni najboljše, ker ne prikazuje realne slike svetovnega dogajanja. Glede na to, da je bilo zgodovinsko dogajanje na delniškem trgu ZDA izjema v svetu (poleg nekaterih manjših), moramo ekstrapolacijo podatkov s tega trga jemati previdno. Večji pomen je treba dati globalnemu dogajanju. Tehnološki napredek močno vpliva na spremembe v svetu in na razvoj globalnega finančnega trga. Kakšna bo prihodnost, ne vemo, bo pa delovanje finančnega trga gotovo drugačno, kot je sedaj.

3.1.3 Nezmožnost napovedovanja prihodnosti

Tehnična analiza ne more popolno napovedovati prihodnosti. Ne more izvajati poizkusov, kot to lahko nekatere naravoslovne znanosti, in s tem dokazovati svojih ugotovitev.

Tehnična analiza predvideva dogajanje na trgu v celoti ali za posamezno delnico z vzorci diagramov, ki temeljijo na ponudbi in povpraševanju. Obstaja množica bolj ali manj znanih vzorcev diagramov, npr. glava in rame, dvojni in trojni vrh, okrogli vrh ali dno, trikotnik itd. Chang in Osler (1999) sta statistično dokazala, da je diagram glava in rame med letoma 1973 in 1994 dosegel dobre donose, ki so bili, potem ko so odšteli transakcijske stroške, obrestne razlike in tveganja, v povprečju večji od donosov strategije »kupi in drži« na indeks S&P 500. Vendar med akademiki še obstaja dvom o učinkovitosti diagramov. Večina vere v analizo sloni na praktičnih izkušnjah in ne na dolgoročnih statističnih dokazih, tako kot temeljna analiza.

Griffioen (2003, str. 85) je dokazal, da obstaja povezava med uspešnostjo tehnične analize, trendom in spremenljivostjo ustrezne serije cen.

- a) Ko je trend šibek in spremenljivost razmeroma velika, je tehnična analiza slaba pri napovedovanju, zato je ekonomsko manj donosna. Ker je spremenljivost prevelika glede na trend, tega ni mogoče natančno določiti.
- b) Ko sta trend in spremenljivost šibka, ima analiza statistično pomembnejšo vlogo, vendar brez vidnejšega ekonomskega donosa. Zaradi šibke spremenljivosti je trend lažje določiti, vendar je zaradi njegove šibkosti donos premajhen za pokritje transakcijskih stroškov.
- c) V zadnjem primeru, ko sta trend in spremenljivost močna, lahko tehnična analiza pripelje do statistično dobre napovedi prihodnosti in do dobrih ekonomskih donosov. Kljub razmeroma veliki spremenljivosti je trend dovolj močan, da ga analiza zazna. Prav tako velike (pričakovane) spremembe v donosu pokrijejo transakcijske stroške.

3.1.4 Špekulativna strategija investiranja in pomanjkanje temeljnih informacij

Za skrajno različico tehnične analize velja špekulativna strategija investiranja. Pri klasikih tehnične analize R. D. Edwardsu in J. Mageeju najdemo razlago, da tehnikov ne zanimajo

značilnosti izbranih VP. Njuna razlaga celo navaja, da tehnikom niti ni treba vedeti imena VP, da bi svojo analizo opravili uspešno (Šimon, 1996, str. 89).

Po Murphyju obstaja 10 glavnih pravil tehnične analize.

- 1) Analiza in določitev dolgoročnega trenda. Med kratkoročnim trgovanjem je bolje, da se gibamo v smeri dolgoročnega trenda.
- 2) Daljše obdobje za določitev trenda, krajše za določitev nakupnega oz. prodajnega signala.
- 3) Določanje in upoštevanje podporne in odporne črte na grafih.
- 4) Opazovanje odstotnih sprememb v primerih korekcij gor ali dol.
- 5) Zarisovanje trendnih črt; povezava dveh zaporednih vrhov pri padajočem trendu in dveh zaporednih dnov pri naraščajočem trendu.
- 6) Sledenje drsečim sredinam in njihovim nakupnim oz. prodajnim signalom.
- 7) Sledenje kazalnikom nihanj, ki kažejo na podcenjene in precenjene delnice.
- 8) Upoštevanje kazalnika MACD in določanje nakupnih ter prodajnih signalov.
- 9) Upoštevanje kazalnika ADX, ki pomaga določiti, ali je trg v fazi trenda ali fazi trgovanja.
- 10) Pomembnost upoštevanja obsega trgovanja in števila odprtih terminskih pogodb ali opcijskih pogodb kot pomembnih kazalnikov potrditve prihodnosti trga.

Če uporabljamo izključno tehnično analizo, s tem prezremo kvalitetne temeljne informacije. Okrevanje na trgu je lahko posledica novice, ki vidno ne vpliva na temeljni pogled trga, ali pa je posledica preprodanosti na trgu, kar vidno vpliva na pogled temeljnih analitikov. Tehnična analiza ne opazuje razloga za okrevanje, zato ne razlikuje med obema posledicama (Schwager, 1995, str. 230). Vzrok za preboj podporne oz. odporne krivulje je lahko ravno nepričakovana sprememba temeljnih dejavnikov. Podporna krivulja označuje ceno, pod katero noben prodajalec ni pripravljen prodajati, odporna krivulja pa ceno, nad katerimi noben kupec ni pripravljen kupovati. Preboj katere koli krivulje nastane zaradi spremembe pri pričakovanjih prodajalcev in kupcev, boja med ponudbo in povpraševanjem (Achelis, 2006).

3.1.5 Potrebna dolga zgodovina podjetja in serija podatkov

Klasika tehnične analize R. D. Edwards in J. Mageej razlagata, da je za uspešno opravljeno tehnično analizo potrebna dovolj dolga zgodovina podjetja zaradi potrebne serije podatkov o gibanju tržne cene preučevanega VP (Šimon, 1996, str. 89). Ker zgodovina podjetij v državah v razvoju ni dolga, je uporaba analize omejena. Kljub temu se ti kapitalski trgi razvijajo, zato so nekatera orodja analize pri dokončni izbiri VP zelo dobrodošla. Krajše, kot je obdobje prisotnosti podjetja na trgu VP, manjša je učinkovitost tehnične analize.

3.1.6 Kratkoročnost analize in veliki stroški

Tehnična analiza je namenjena predvsem hitremu kratkoročnemu trgovanju, ki ga spremljajo večji stroški v obliki provizij borznemu posredniku in stroški borznega poslovanja. Z večkratnim trgovanjem so lahko ti stroški glede na dobljeni kapitalski dobiček s prodajo VP zelo veliki, zato v izračunih končne donosnosti naložbe nikakor zanemarljivi. Strošek provizije borznemu posredniku se v Sloveniji giblje med 0,5 in 1,5 odstotka vrednosti sklenjenega posla. Borzna provizija pri delniških poslih znaša največ 0,09 odstotka, pri obveznicah pa največ 0,05 odstotka

vrednosti posla. Provizija KDD znaša 0,033 odstotka vrednosti posla (Ljubljanska borza, 2007). Pri temeljni analizi so zaradi dolgoročne narave držanja naložb ti stroški manjši in zato v nekaterih primerih zanemarljivi. Večji so stroški trgovanja, boljša postane strategija, kjer se manjkrat trguje – temeljna analiza.

Na svetovnih borzah je opazen prekomeren obseg prometa. En od razlogov je prekomerna samozavest investorjev, ki vodi k številnejšemu trgovanju. S trgovanjem povzročijo pristranost izbire zaradi prevelike samozavesti znotraj množice investorjev. K prekomerni samozavesti pripomore tudi pristranost preživetja, ker uspešni investitorji uspehu pripisujejo prevelik delež zaradi svojega znanja. Odean T. (1999, str. 18) je preveril, ali donos delnic odtehta stroške trgovanja ob njihovi prodaji, in odkril, da to ne drži. Donosi novo kupljenih delnic ne presežejo dovolj prodanih, da bi poplačali stroške trgovanja. Ne samo, da ne pokrijejo stroškov, na novo kupljene delnice se odrežejo slabše kot prodane. Tak rezultat je lahko posledica napačne izbire delnice, napačnega trenutka trgovanja ali obojega. Investitorji težijo h kupovanju delnic, ki so v zadnjih šestih mesecih porasle ali padle bolj kot delnice, ki so jih prodali. Prodajajo delnice, ki so v zadnjih tednih v povprečju močno zrasle. Zato prodajo več preteklih »zmagovalcev« kot »izgubarjev«. To vedenje se pripisuje težavnosti analize prevelike količine delnic na trgu, informacijam, ki jih dobijo od zunanjih virov ali odporu do prodajanja na kratko.

3.2 Prednosti tehnične analize

V tem poglavju sta opisani prednosti tehnične analize:

- a) upoštevanje psihologije trga,
- b) upoštevanje sledenja ciklom in trendom,

3.2.1 Upoštevanje psihologije trga

Na kapitalskih trgih sodeluje množica ljudi, ki se v razmerah tržne negotovosti bolj ali manj racionalno odločajo. Z vpletenostjo človeškega faktorja so vse svetovne investicijske odločitve podvržene neznanim in nepričakovanim dejavnikom. Na odločitve, samozaupanje in pričakovanja vpliva ogromno dejavnikov: družina, prijatelji, delodajalec, promet, dohodek, pretekli uspehi oz. neuspehi in posameznikove osebne značilnosti. Nanje s svojimi dejanji vplivajo pomembni in manj pomembni tržni igralci, kot so domači investitorji, študenti, navadni delavci, zdravniki, slikarji, odvetniki, sprehajalci psov ... (Achelis, 2006). Celotno dogajanje in dejanja v družbi delujejo na kapitalski trg in na spremembo cen VP.

Tako razmišljanje zajema teorija vedenjskih financ, ki spada k financam in pri razumevanju anomalij trga VP uporablja psihološki pristop. Po tej teoriji oblike informacij in osebne lastnosti udeležencev na trgu sistematično vplivajo na posameznikove investicijske odločitve in tržne rezultate⁴. Psihologija udeležencev na trgu je eden glavnih temeljev tehnične analize. Vedenjske finance prikazujejo, zakaj trg in investitor ne delujeta popolno oz. nista popolno racionalna (Barberis, Thaler, 2002, str. 13). Marsikatero prednost vedenjskih financ lahko uporabimo pri tehnični analizi. Teorija vedenjskih financ vsebuje več različnih modelov in teorij:

⁴ Prevod z internetne strani The Free Dictionary by Farlex (2007).

- model oblikovanja pričakovanj,
- teorija možnosti,
- teorija obžalovanja,
- pojav »*fait accompli*«⁵,
- učinek pretiranega odzivanja na nove informacije,
- učinek pretirane samozavesti in
- učinek pretiranega optimizma.

Model oblikovanja pričakovanj deluje na pričakovanjih, ki so opredeljena kot subjektivna kategorija. Oblikovana so na preteklih izkušnjah z nekim pojavom, na ugotavljanju uspešnosti preteklih pričakovanj in na novo pridobljenih informacij iz ožjega in širšega okolja. Posameznika pri oblikovanju vodi mnogo dejavnikov, na primer pohlep in nestrpnost (Barberis, Thaler, 2002, str. 16).

Teorija možnosti govori o dobičkih in nenaklonjenosti izgubam. Ko investitor potrebuje dodatna denarna sredstva, proda delnice, s katerimi je dosegel večje donose, in obdrži tiste, ki jim je cena v preteklosti padla. Čeprav bi bila morda delnica, s katero je na papirju ustvaril izgubo, primernejša za prodajo, noče uresničiti izgube. Preveriti bi moral, ali je padec cene posledica slabšega poslovanja ali le trenutnih tržnih razmer.

Pojav »*fait accompli*« govori o človekovem strahu pred nekim dogodkom, preden se ta zgodi, po njem pa čuti olajšanje. Temelji na večjem strahu pred pričakovanim dogodkom kot strahom med samim dogodkom. Primer tega je strah pred prvo obletnico terorističnega napada na ZDA, 11. septembra. Na borzah se je pred obletnico napada veliko prodajalo in cene VP so padle. Na dan obletnice so cene VP nehale padati in so celo zrasle. Podobno se dogaja v času pričakovanja vojne (Turkovic, 2003, str. 99).

V človeški naravi je pretirano veliko ali šibko odzivanje na nove informacije. Teorija govori, da se v povprečju pretirano odzivamo ob pridobljenih zasebnih informacijah, podcenjujemo pa javno dostopne. Pri pretiravanju se srečamo s preplahom ali navdušenjem. Ob večjem padcu cen VP se hočejo investitorji čim prej rešiti VP, kar vodi v prekomerno prodajo delnic v napačnem trenutku. Nasprotno se dogaja pri večjem porastu cen VP, ko posameznika zagrabi tržna evforija⁶ in je pripravljen sprejeti prekomerno tveganje. Pretiravanja vodijo v prekomerna nihanja cen VP in kratkoročne cikle (Kent, 1998, str. 8).

Investitorja lahko doleti učinek pretirane samozavesti, zaradi katerega preceni svoje znanje in zmožnost napovedovanja prihodnjih gibanj cen VP. Zato mora biti posebno pazljiv pri sprejemanju priporočil znancev glede »vročih« VP. Pretirana samozavest je povezana z dvema pristranostima. Borzni uspeh ljudje pripisujejo svojemu znanju, neuspeh pa smoli. Druga pristranost je zmožnost ljudi, da predvidevajo prihodnost. Po dogodku verjamejo, da so ga

⁵ Prevod z internetne strani The Free Dictionary by Farlex (2007): Opravljeno, domnevno nepreklicno dejanje.

⁶ Definicija evforije po SSKJ (2005): Bolnikovo pretirano dobro počutje in razpoloženje.

predvideli, zato pretiravajo v svoji zmožnosti, da lahko predvidevajo prihodnost. Ljudje verjetnost dogodkov slabo ocenjujemo (Barberis, Thaler, 2002, str. 13).

Optimizem obravnavamo kot razpoloženje in ne kot osebno investitorjevo značilnost. Nanj vplivajo notranji in zunanji dejavniki. Optimizem sproži nezadostno obdelavo in preveritev informacij. V obdobju optimizma so ljudje bolj nagnjeni k porabi kot varčevanju. Pretiran optimizem v povezavi s pretirano samozavestjo povzroči investitorjevo precenitev svojega znanja in zmožnosti investiranja (Kahneman, 1998, str. 5).

Poznavanje lastnosti človeške narave tehniku omogoči, da bolje prepozna razmere na trgu in se pravilneje odloči glede investiranja. Omogoča tudi boljši nadzor čustev pri izvajanju investicijskih dejanj. Zato tehniki sledijo predvsem pričakovanjem investitorjev in ne notranji vrednosti. Večinoma tržne cene VP niso enake notranji vrednosti. Premikata jih ponudba in povpraševanje, ki sta odvisni od odzivanja investitorjev na njim znane ekonomske informacije, od njihovih osebnih značilnosti in pričakovanj. Na trgu deluje psihologija množice oz. čredno vedenje množice⁷. Glavna značilnost takega vedenja je, da se množica istočasno odzove na neko skupno vzpodbudo. Njihov odziv pa je lahko različen; manjšina se največkrat giblje nasprotno od ostalih in zato navadno največ pridobi.

Kazalniki obnašanja ugotavljajo pričakovanja investitorjev na trgu in s tem prihodnjo smer cen VP. V času bikovskega vrha naj bi se skoraj vsi obnašali »bikovsko« in v času medvedjega dna vsi »medvedje«. Investitor bi se moral obnašati ravno nasprotno od množice. Ko vsi kupujejo in s tem dvigajo cene, mora trdni investitor prodajati, in ko vsi panično bežijo z borze in tako nižajo cene, mora trdni investitor kupovati poceni VP. V celotnem ciklu naj bi se trdni investitor gibal 2/3 cikla proti trendu in 1/3 s trendom (Kostolany, 2002, str. 64). Prvi kazalnik kaže razmerje med nenormalno majhnimi prodajami in nakupi, značilnimi za neko delnico (navadno je meja 100 delnic na eno naročilo). Kazalnik so začeli izkoriščati s prodajami oz. nakupi v višini 99 delnic na naročilo, s čimer so poslabšali njegovo objektivnost. Velika vrednost pomeni, da majhni investitorji več prodajajo, kot kupujejo, in so pesimistično razpoloženi. To je nakupni signal. Drugi kazalnik je razmerje med tistimi, ki se obnašajo bikovsko, in tistimi, ki medvedje. Močan optimizem pri profesionalnih investitorjih in ostali družbi največkrat nastopi v času tržnega vrha, močan pesimizem pa pri tržnem dnu (Achelis, 2006).

3.2.2 Upoštevanje sledenja ciklom in trendom

V gospodarstvu prevladujejo poslovni cikli, ki jih definiramo kot večja ali manjša sosledja oživljanja in upadanja gospodarske aktivnosti okoli trendne rasti (Senjur, 1999, str. 7). Ekonomska znanost pozna teorijo realnih⁸ poslovnih ciklov, ki govori o nihanju proizvodnje in zaposlenosti zaradi različnih realnih šokov. Glavne motnje teh ciklov so šoki v produktivnosti, ponudbi ali realni porabi države. Začetni šok povzroči šok v gospodarstvu, ki se nato razširi po celotnem gospodarstvu (sprememba zalog, investicij, motivacije za delo itd.). Dobro je opazovati

⁷ Definicija črednega obnašanja, prevedena z internetne strani The Free Dictionary by Farlex: Mišljenje človeka, označeno kot pomanjkanje lastne osebnosti, zaradi česar razmišlja in se obnaša kot ostala množica ljudi.

⁸ Beseda »realno« se nanaša na poslovne cikle v realnem sektorju gospodarstva.

obnašanje zalog, katerih višina kaže kombinacijo pričakovanih in nepričakovanih sprememb zalog podjetja. Padec agregatnega povpraševanja povzroči nenačrtovano kopičenje zalog. Zaradi uskladitve z manjšim povpraševanjem začne krčiti proizvodnjo (Senjur, 1999, str. 498).

Tehnična analiza priznava obstoj trendov na trgu. Dowova teorija govori o treh vrstah:

- primarni,
- sekundarni in
- manjši oziroma krajši trend.

Dow se je osredotočil predvsem na primarni trend, ki ga je razdelil v fazo akumulacije, fazo širšega vstopa tržnih udeležencev in fazo distribucije (Murphy, 1999, str. 26). Celoten gospodarski cikel je sestavljen iz štirih glavnih delov. Skrajna trenutka sta ciklični vrh, ko je ekonomska aktivnost v primerjavi s trendom velika, in ciklično dno, ko je ekonomska aktivnost v primerjavi s trendom majhna. Povezujoči fazi imenujemo faza rasti ali upada. Trend kaže spremembe tržnih cen oz. spremembe pričakovanj. Neprestano se bije boj med ponudbo in povpraševanjem. Rasti začne ob večji moči kupcev – zaporedno nastopijo vedno višja dna⁹; pada pa ob večji moči prodajalcev – zaporedno nastopijo vedno nižji vrhovi¹⁰ (Achelis, 2006). Donosnost naložb se v posameznih fazah razlikuje. Pomembno je vedeti, katere panoge so v posameznih fazah najdonosnejše (Turkovic, 2003, str. 31).

Wilcox C. in Crittenden E. (2006, str. 11) sta analizirala smiselnost sledenja trendom. Za meritev učinkovitosti sledenja trendom je treba postaviti tri vprašanja: katere delnice upoštevati; kdaj in kako kupiti; kdaj in kako prodati. Med letoma 1983 in 2004 je s tako metodo zasledovanja 17 odstotkov vseh menjav zaslužilo 50 ali več odstotkov, manj kot 3 odstotki pa izgubo 50 ali več odstotkov. Povprečje je bilo 49,3 odstotka, kar je po njunih besedah pri tej metodi razmeroma veliko. Odkrila sta obstoj vzajemnosti med dolžino držanja naložbe in dobičkonosnostjo. Daljše obdobje je povezano z večjimi kapitalskimi dobički. To pomeni, da sledenje trendu deluje.

Zato je lahko tehnična analiza odlična izbira primerne trenutka nakupa že prej izbranega VP. Med priljubljenimi orodji so uporabe drsečih sredin. Njihov namen je izravnava nihanj preteklih cen VP, da bi tako lažje prepoznali osnovni (glavni) trend cen VP (Šimon, 1996, str. 96). Zaradi preglednejše krivulje je manj lažnih signalov. Daljše je obdobje, gladkejša je krivulja. Najpreprostejša je drseča aritmetična sredina, ki se za izbrano obdobje izračuna kot vsota izbranih podatkov (tržne cene), deljena s številom enot v obdobju (število dni v obdobju). V primeru 50-dnevne drseče aritmetične sredine dobimo prvi rezultat šele po vnosu 50. podatka. Formula zanjo je:

$$M_k = \frac{1}{n} \sum_{i=k-n+1}^k C_i \quad (4)$$

⁹ Rastoča podporna črta.

¹⁰ Padajoča odporna črta.

kjer je: M_k – drseče aritmetično povprečje,
 C_i – zaključna cena v i -tem obdobju,
 n – trajanje obdobja,
 k – zaporedna številka podatka.

Ta sredina je manj občutljiva za nenadne spremembe, zato reagira pozneje. Zato je obrat njene krivulje toliko pomembnejši pri spremembi trenda. Problem lahko nastane v času velikih in hitrih sprememb cen, ker sredina zaostaja za njimi.

Gornji problem rešuje eksponentna drseča sredina, ki daje večjo težo podatkom bližje sedanjosti in manjšo oddaljenim. Izračuna se jo s konstanto izravnave:

$$K = \frac{2}{N + 2} \quad (5)$$

kjer je N časovni interval, za katerega se računa drseča sredina. Sredina se izračuna s formulo:

$$MA = (P_c - MA_{exp-1}) * K + MA_{exp-1} \quad (6)$$

kjer je: P_c – dnevna zadnja tržna cena in
 MA_{exp-1} – prejšnja izračunana vrednost eksponentnega drsečega povprečja.

Uporabljajo se različna časovna obdobja. Najpogostejša so 20-, 50- in 200-dnevna obdobja. Med njimi obstaja ista zakonitost. Prikazana je na primeru 50- in 200-dnevne drseče sredine. 50-dnevna sredina se bolj odziva na spremembe tržnih cen kot 200-dnevna. Ob naraščajočem trendu tržnih cen bo 50-dnevna sredina potekala nad 200-dnevno. Obratno velja, če je 50-dnevna sredina pod 200-dnevno. Točka preloma oz. signalna točka je trenutek sekanja obeh krivulj. Nakupni signal je, če 50-dnevna krivulja seka 200-dnevno od spodaj navzgor, in obratno. Problem sledenja trendu je večja ali manjša zamuda nakupa ali prodaje VP (Achelis, 2006).

Naslednje orodje sledenja je MACD, ki se izračuna kot razlika med 26- in 12-dnevno drsečo sredino tržne cene. Tako dobimo kazalec nihanja, ki se giblje okoli vrednosti 0. Vrednosti nad 0 pomenijo bikovsko spremembo v ponudbi in povpraševanju – sedanja pričakovanja so večja od preteklih, in obratno. Za signalno krivuljo se uporablja 9-dnevna drseča sredina, prikazana na krivulji MACD. MACD se izračuna po formuli:

$$MACD = \left((P_c - MA_{26exp-1}) \times \frac{2}{26 + 2} + MA_{26exp-1} \right) - \left((P_c - MA_{12exp-1}) \times \frac{2}{12 + 2} + MA_{12exp-1} \right) \quad (7)$$

kjer je: P – dnevna zadnja tržna cena,
 $MA_{26exp-1}$ – prejšnja vrednost 26-dnevnega eksponentnega drsečega povprečja in
 $MA_{12exp-1}$ – prejšnja vrednost 12-dnevnega eksponentnega drsečega povprečja.

Drseče sredine in MACD so orodja, ki sledijo trendom. Uporabni so za dolgoročne trende in so odlično orodje za ugotavljanje, kaj se dogaja s tržnimi cenami. Tudi če ne kažejo idealnih trenutkov nakupa in prodaje, skrbijo, da je investitor na pravilni »strani« trga (cene ne morejo zelo zrasti, ne da bi krivulja tržne cene od spodaj sekala krivulje drseče sredine) (Achelis, 2006).

Kazalniki momenta oz. gonilne moči trga merijo vrednost spremembe cen VP v nekem času. Vrednost kazalnika kaže trenutno fazo trenda. Proti vrhu bikovega trenda narašča hitreje od delnice, kar nakazuje bližajoči se obrat smeri trenda. Proti dnu medvedjega trenda je razlaga ravno nasprotna. Prvi kazalnik je indeks relativne moči, kjer se največkrat uporabljajo 9-, 14- ali 25-dnevno obdobje. Vrednost indeksa se nahaja med vrednostjo 0 (podcenjeno) in 100 (precenjeno). Drugi je McClellanov kazalnik nihanja, ki raziskuje širino trga s primerjanjem razlike med naraščajočimi in upadajočimi začetnimi izdajami delnic. Zadnji je stohastični kazalnik nihanja, ki je ponazorjen z dvema krivuljama (krivulji %K in %D). Razmerje med naraščajočimi in upadajočimi delnicami na trgu kaže razmerje med številom delnic, katerih cena narašča oz. pada, in količino obsega prometa, ki je povezan s temi naraščajočimi oz. padajočimi delnicami. Pove, ali promet trgovanja narašča pri naraščajočih ali padajočih delnicah (Achelis, 2006).

Zadnja skupina temelji na pravilu filtra, ki kaže signal nakupa (prodaje), če cena narase (pade) za neki odstotek od prejšnjega dna (vrha). Uporablja se strategija *stop-loss*. V naraščajočem trendu je *stop-loss* postavljen pod cenovni niz. Če cena narašča, se bo z njo premaknila tudi točka *stop-loss*. Če pade, bo *stop-loss* ostal nespremenjen. Če cena pade pod točko *stop-loss*, bo sprožen signal za prodajo in *stop-loss* bo nastavljen nad cenovnim nizom oziroma obratno (Griffioen, 2003, str. 59).

4 Hibridni model temeljne in tehnične analize

V 2. in 3. poglavju so podane pomanjkljivosti in prednosti temeljne in tehnične analize. Samostojno nista tako učinkoviti kot njuna združena uporaba. Združitev lahko poimenujemo tehno-temeljna analiza (Investopedia, 2007). Namen uporabe obeh analiz je potrditev ali zavrnitev ugotovitve ene z ugotovitvami druge. Tako dodatno zmanjšamo verjetnost nakupa napačnih VP. Popolne gotovosti pa ne dosežemo niti s hibridnim modelom, saj še vedno velja zakonitost, da prihodnosti ni mogoče popolnoma napovedati. Zato je glavni cilj sinteze izboljšanje izhodišč.

Temeljni dejavniki se izražajo v investitorjevem pozitivnem ali negativnem dojemljanju podjetja. Podjetja, katerih temeljne dejavnike je težje predvideti, doživljajo večjo cenovno spremenljivost. Zato je glavna prednost sinteze v razumevanju obstoja in pomena temeljnih dejavnikov, hkrati pa zavedanje, da je na trgu psihologija močan dejavnik. Upoštevati je treba, da zasebni investitor nikoli ne bo imel pravočasnega dostopa do vseh pomembnih informacij in se bo zato odločal na podlagi nepopolnih informacij.

Temeljna analiza razkrije stanje na trgu in kateri VP kupiti – nadzorovanje trga – tehnična analiza pa izvršuje nadzor nad ugotovitvami temeljne analize in določi primeren trenutek

nakupa. Če temeljna analiza nakaže na naraščajoče dobičke, bi morala tehnična pokazati rast cene delnice, in obratno. Dobički včasih naraščajo in drugič padajo zaradi različnih razlogov. Spremembe na trgu so vidne v finančnih rezultatih in nato v spremembi cen VP vodilnih podjetij neke panoge. Zaradi te soodvisnosti lahko izsledke temeljne analize potrdimo ali ovržemo s tehnično. Vendar lahko rezultati ene analize preHITEVajo rezultate druge. Kljub navidezno napovedljivim finančnim rezultatom lahko sledi zelo spremenljivo gibanje cene delnice zaradi razlogov, ki v temeljnih dejavnikih podjetja niso takoj vidni. Lahko se zgodi, da je temeljni trend zelo spremenljiv, cenovna spremenljivost pa majhna (Thomsett, 2006, str. 190). Poznati je treba glavne temelje podjetja, enako pa sta pomembni raziskava in določitev trenutnega trenda na trgu, v panogi in podjetju (izdelek). Cena delnic raste oziroma pada hkrati s trendom na trgu – težko se je boriti proti njemu. Zato je treba preveriti, ali podjetje raste in z njim njegovi dohodki ali pa ti mogoče stagnirajo ali celo padajo. Prav tako je treba biti pozoren na trgovce z notranjimi informacijami – zakaj bi kupovali delnico, če jo ti prodajajo?

Glede na to, da so podatki za temeljno analizo dostopni četrletno oziroma polletno, za tehnično pa vsak trenutek, je treba razmisliti o izbiri obdobja. Zato so temeljni kazalci pripravljene za najkrajše obdobje (na četrto leta), medtem ko se tehnični lahko prilagodijo izbranemu obdobju. Pomembno je uporabljati skupino različnih kazalnikov in instrumentov. En sam nam ne pove dovolj, lahko nas celo zavede. Upoštevati je treba vpliv pomanjkljivosti obeh analiz na njuno sintezo. Če poznamo pomanjkljivosti, smo nanje lahko posebno pozorni in jih upoštevamo pri svojih končnih interpretacijah.

Köke (1999, str. 2) je z vprašalnikom, ki ga je razposlal institucionalnim investitorjem, razdelil merila po pomembnosti pri investicijskih odločitvah. Zahodni institucionalni investitorji uporabljajo tri skupine meril za določitev svojih investicij:

- a) Skupina makroekonomskih meril, v kateri imajo največjo težo kazalniki stabilnosti pravnega, finančnega in političnega sistema, stabilnost valute, preglednost davčne zakonodaje in splošne ekonomske razmere v državi.
- b) Skupina mikroekonomskih meril, v kateri imajo največjo težo kvalifikacija vodstva, produktivnost podjetja, rast panoge, sposobnost in znanje zaposlenih, osebni stiki z vodstvom in višina stopnje obdavčenja podjetja.
- c) Skupina meril finančnega trga, v kateri imajo največjo težo kazalniki likvidnosti delnice, zakonodaja in uveljavljanje zakonov in kontrola pretoka kapitala.

Dodatno sem dal poudarek številu novih izdelkov ali storitev, usposobljenosti vodstva in komuniciranju z javnostjo, likvidnosti oz. višini prometa s posamezno delnico, ali je podjetje vodilno v svoji panogi ali le sledi drugim in deležu institucionalnih lastnikov. Za določanje medsebojnih povezav in vplivov med različnimi spremenljivkami sem izbral multiplo regresijsko analizo. Če jo pravilno uporabljamo, pridobimo pomembne informacije o sedanjem stanju na trgu in njegovi morebitni prihodnji smeri (Schwager, 1995, str. 293).

O pomembnosti upoštevanja obeh analiz govori primer Kostolanyja (2002, str. 56). Opiše množico špekulantov, ki zaradi dražitve nafte enako stavijo na rast naftnih delnic. Ko delnice iz

temeljnih vzrokov začnejo rasti, jih špekulanti začnejo prodajati. To povzroči ustavitev nadaljnje rasti zaradi prevelike ponudbe. Drugi špekulanti postanejo nečakani, ker do pričakovanega večjega porasta cene ne pride, zato še sami začnejo prodajati delnice, s čimer še povečajo ponudbo. To je dokaz, da se strategija, sestavljena le na podlagi temeljnih vzrokov, lahko podre zaradi tehničnih. Na trgu je vedno treba upoštevati obe plati trga.

4.1 Potek dejanske analize

4.1.1 Izbira trgov držav med vsemi globalnimi trgi

Cilj analize je izbrati primerno podjetje, katerega delnico kupiti¹¹. Makroanaliza se začne z globalno izbiro in analizo gospodarstva. Glavne investicijske trge predstavljajo Japonska, Kitajska, Indija, Rusija, Vzhodna Evropa, Balkan, Zahodna Evropa, ZDA in Kanada ter Južna Amerika. Vsaka od regij ima svoje posebne značilnosti – imajo različne stopnje donosov in tveganja. Analiza se nadaljuje z izbiro in analizo panoge znotraj izbranega gospodarstva.

4.1.2 Začetek analize izbrane države – analiza okolja

4.1.2.1 Analiza gospodarstva

Začetek analize se začne z analizo okolja – gospodarstev izbranih držav. Glede na Kōka (1999) so na prvem mestu stabilnost pravnega, finančnega in političnega sistema države ter njene valute, preglednost davčne zakonodaje in splošne ekonomske razmere v državi. Pomembna je določitev poslovnega cikla v gospodarstvu. Pomembni so stopnja inflacije, stopnja brezposelnosti, višina obrestnih mer, ponudba denarja, višina državnega dolga, različne poslovne in ekonomske meritve, velikost in likvidnost trga, vzdušje na trgu VP ter drugi makroekonomski kazalniki. Inflacija dvigne cene delovne sile, surovin in drugih inputov podjetja. Splošno vpliva na višje obrestne mere in cene, na manjše povpraševanje, s tem pa na slabšo prodajo in dobičke. Stopnja donosa mora obvezno presegati stopnjo inflacije. Višje obrestne mere privabijo investicije v dolžniške VP (obveznice) in zato manj v lastniške VP (delnice) (Thomsett, 1998, str. 165).

Teorijo paritet obrestnih mer (POM) služi za analizo razlik v obrestnih merah med državami. Upošteva mednarodne tokove kapitala, ki nastanejo zaradi razlik v obrestnih merah med državama (Mrak, 2002, str. 169). Enačba POM je:

$$\frac{f_0 - s_0}{s_0} = i - i^* \quad (8)$$

kjer je: $(f_0 - s_0)/s_0$ – termska premija oz. diskont valute v določenem obdobju,

i – domača obrestna mera in

i^* – obrestna mera v tujini.

¹¹ Investitor mora razpršiti tveganje z investiranjem v različna podjetja iz različnih panog in držav. S tem zmanjša nesistematične dejavnike tveganja. Nisem se spuščal v oblikovanje portfelja, temveč le v izbiro posamezne delnice.

Za boljšo gotovost o toku kapitala je dodatno vpeljana teorija mednarodnega Fisherjevega učinka (MFU), ki kot osnovo za pojasnjevanje sprememb pričakovanega promptnega deviznega tečaja upošteva razlike v nominalnih obrestnih merah. Zaradi arbitraže začne tok kapitala teči od držav z nizko v države z visoko realno obrestno mero. Na odločitev, katero državo izbrati, vpliva relativna višina obrestnih mer v državah in pričakovano gibanje deviznega tečaja med domačo valuto in valutami držav, kjer bi bil denominiran VP (Mrak, 2002, str. 183). Enačba MFU je:

$$\frac{s_t - s_0}{s_0} = i - i^* \quad (9)$$

kjer je: $(s_t - s_0)/s_0$ – pričakovana sprememba deviznega tečaja.

Povezava obeh analiz (POM, MFU) kaže, da če je letna stopnja inflacije v državi A za X odstotnih točk večja od tiste v državi B, bo na podlagi POM valuta A kotirala z X-odstotnim letnim diskontom glede na valuto B. Zaradi razlike v ravni letnih nominalnih obrestnih mer bo na podlagi MFU pričakovati, da se bo vrednost valute A v enem letu zmanjšala za X odstotkov v odnosu do valute B (Mrak, 2002, str. 199). Analiza obrestnih mer vsebuje analizo denarnega trga, določitev osnovne in diskontirane obrestne mere kot tudi stanje hipotek.

Splošno poslovno in ekonomsko stanje v gospodarstvu vpliva na vsa kotirajoča podjetja. Podjetja so lahko občutljiva za različne makroekonomske dejavnike. Na delovno občutljiva podjetja zaradi njihovega opravka z večjimi sindikalnimi združenji močneje vpliva stopnja zaposlenosti v državi. Lahko pa je podjetje občutljivo zaradi možnosti izgube ključnega kadra – strokovnjakov. Ponudba denarja v državi in višina obrestne mere vplivata na zmožnosti sposojanja pri bankah in na višino cen VP. Naloga idealne ponudbe denarja je stabilna inflacija, ki pa je še vedno dovolj fleksibilna, da se prilagaja gospodarski rasti. Poleg naštetih kazalnikov splošno stanje prikazujejo proizvodnja trajnih dobrin, BDP, proizvodnja industrije, višina osebnega dohodka, število fiksnih investicij, število prodanih avtomobilov, povprečno število delovnih ur na mesec, povprečno število prvih zahtev za državno pomoč zaradi nezaposlenosti na teden, število novih naročil surovin in potrošnih dobrin proizvajalcev, uspešnost prodaje nepremičnin, število novo izdanih stanovanjskih dovoljenj, spremembe v količinah zalog, namenjenih za proizvodnjo ali prodajo, ter indeks pričakovanih potrošnikov. Obstajajo še nekateri kazalniki, ki sledijo trgu: povprečna doba nezaposlenosti, sprememba indeksa stroškov dela glede na enoto outputa, povprečna bančna osnovna obrestna mera, število neplačanih trgovskih in industrijskih posojil, stopnja neplačevanja potrošnikov na obroke (Thomsett, 1998, str. 170).

V okviru analize plačilne bilance in državnega dolga je zajeta analiza bruto domačega proizvoda (BDP), ki omogoča analiziranje vplivov ekonomskih transakcij s tujino na njegove posamezne dele. V povezavi z analizo domače porabe se ugotovi, ali je država neto izvoznica kapitala – ustvarjeni BDP je večji od domače porabe dobrin in zato presežno domače varčevanje investira v tujini, ali je neto uvoznica kapitala, za katero velja ravno obratna zakonitost. Stanje v državi A vpliva na državo B bolj, če sta med seboj gospodarsko povezani prek uvoza/izvoza. Z nadaljnjimi analizami povezav med tekočim in kapitalsko-finančnim delom PB ter med

proračunskim primanjkljajem in primanjkljajem v tekočem računu PB se da predvidevati, kakšne bodo prihodnje politike države. Upoštevati je treba vzroke za nastanek PB neravnotežja, ki so med seboj lahko zelo različni (Mrak, 2002, str. 31). Kazalnike je treba opazovati v sklopu njihovega spreminjanja skozi pretekla leta in določiti njihov trend.

S tehnično analizo glavnih delniških indeksov posameznih držav se dobi dodaten vpogled v stanje delniškega trga. Uporabijo se orodja tehnične analize, kot so aritmetična in eksponentna drseča sredina (20-, 50- in 200-dnevno obdobje), MACD in 9-dnevne drseče sredine, kazalniki momenta in čustev s pomočjo posameznih diagramov indeksov. Namen tehnične analize je potrditev ali ovržba dobljenih rezultatov temeljne analize.

4.1.2.2 Analiza panoge

Sledi panožna analiza izbrane države. Izbira panoge je pomembna, ker se prihodnja pričakovanja donosov in tveganj med panogami zelo razlikujejo. Določiti je treba njeno življenjsko fazo (začetna faza, faza rasti ali faza zrelosti). S tehnično analizo se določi in potrdi primarni trend, ki prevladuje na trgu VP in v določenih panogah. Spremembe trendov se ugotavljajo prek predorov podporne/odporne črte, sledenja razlikam med zaključnimi in naslednjimi odpiralnimi tečaji ter prek vzorcev diagramov preverjati podporne/odporne črte. Dobro je treba spoznati primarno aktivnost panoge in pomembne vplive na njeno poslovanje ter to, ali podjetje deluje na specifičnem področju ali pa je poslovanje razpršilo. Zadnje svarilo se nanaša na oblikovanje portfelja, kjer je treba kombinirati podjetja, ki niso izpostavljena istim tveganjem (Thomsett, 1998, str. 176). S tem se dobi vpogled v smer gibanja celotnega trga in panog. Postavlja se vprašanje, ali je večina delnic v rokah močnih investitorjev ali šibke množice in katera stran kupuje določene VP. Na podlagi pridobljenih informacij se je treba odločiti za najprivlačnejšo panogo.

4.1.3 Izbira podjetja znotraj izbrane panoge – analiza podjetja in delnice

4.1.3.1 Postavitev izločevalnih meril za izbiro podjetja

Analiza vsebuje šest izločevalnih meril pred končno izbiro podjetja:

- 1) Merilo tržne kapitalizacije. V poštevek pridejo le srednja, velika in ogromna podjetja, upoštevaje mednarodno lestvico za tržno kapitalizacijo (Investopedia, 2007):
 - i. ogromno podjetje – 200 ali več milijard dolarjev tržne kapitalizacije,
 - ii. veliko podjetje – med 10 in 200 milijardami dolarjev tržne kapitalizacije,
 - iii. srednje podjetje – med 2 in 10 milijardami dolarjev tržne kapitalizacije.
- 2) Pri likvidnosti delnice za merilo velja celotni obseg prometa, ki se z delnico ustvari v določenem času, brez upoštevanja svežnjev in aplikacij ali razmerja med obsegom prometa in povprečno tržno kapitalizacijo delnice v obdobju (vrednostni obrat) (Kleindienst, 2001, str. 254). Tehnična analiza upošteva obseg prometa v krajših obdobjih. Velja pravilo, da se obseg prometa prilagaja prevladujočemu trendu. Če je ta naraščajoč ali padajoč, bo tudi obseg prometa velik. Zmanjša se le v primeru možne spremembe trenda (Griffioen, 2003, str. 285).

- 3) Delež prodaje na tujih trgih. Merilo je pomembno predvsem za manjše države, ki imajo doma premalo ljudi in zato majhno kupno moč. Zaradi prodaje na tujih trgih je podjetje toliko bolj pod vplivom mednarodnega dogajanja in zato pod vplivom novih tveganj. Pomembno je, na katerih trgih podjetje ustvarja svojo prodajo.
- 4) Število panog, v katerih je podjetje prisotno. Previdnost je potrebna pri podjetjih, vključenih v zelo drugačne panoge od matične, ker obstaja tveganje zaradi pomanjkanja znanja in zato konkurenčnih neprednosti. Za delničarje pomenijo nove panoge dodatno tveganje.
- 5) Kakovost upravljanja in skrb uprave za delničarje. Izogibati se je treba podjetjem z novim vodstvom, za katera velja zgodovina slabih zamenjav vodstva. Tuji profesionalni investitorji postavljajo analizo vodstva na prvo mesto, pred analizo RI. Kakovost posloводства je še posebno pomembna v tranzitnih državah. O njej pričajo pripravljenost in hitrost vodstva pri posredovanju informacij, hitrost izdelave letnega poročila in javne objave RI.
- 6) »Moč« podjetja, ki se kaže z razširjenostjo franšiz ali močjo blagovne znamke. Dobra podjetja posedujejo pomembne patente, zakonske pravice do ekskluzivne uporabe določenih tehnologij, močne distribucijske kanale ali katero drugo pomembno konkurenčno prednost.

4.3.3.2 Podrobnejša analiza izbranega podjetja

Z izbiro podjetja se začne podrobnejša analiza finančnih izkazov in drugih podrobnosti. Analiza zahteva analizo donosnosti, obrata sredstev, finančnega vzvoda, likvidnosti in tržne vrednosti. Podjetje je lahko bolj ali manj občutljivo za makroekonomske razmere. Njihov vpliv na podjetje izračunamo z mnogokratnim modelom. Izračunati je treba tudi varianco med obema makroekonomskima dejavnikoma, ker skupaj drugače vplivata na podjetje kot vsako zase (Alexander, 1993, str. 248). Kot primer mnogokratnega modela je naveden dvakratni model:

$$r_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + e_i \quad (10)$$

kjer je: r_i – stopnja donosa podjetja,

F – makroekonomska dejavnika,

b_i – občutljivost podjetja za določen makroekonomski dejavnik,

a_i – pričakovana stopnja donosa podjetja, če sta $F_{1,2}$ enaka 0, in

e_i – specifični donos podjetja.

Pri analizi RI podjetja so uporabljeni naslednji kazalniki:

- kazalnik koeficienta P/E in P/S ter preurejenega koeficienta P/B,
- kazalnik EPS,
- kazalnik dividend na delnico,
- kazalnik tekočega dividendnega donosa,
- kazalnik ROIC (donosnost investiranega kapitala) in stopnja rasti podjetja,

- kazalnik ROE (donosnost lastniškega kapitala) in kazalnik celotnega donosa delničarjem,
- delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividend,
- kazalniki financiranja,
- kazalniki vodoravnega finančnega ustroja,
- kazalniki obračanja.

Koeficient P/E kaže razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico ter povezuje tehnično (cena) in temeljno (dobiček) analizo. Izvemo, koliko so investitorji pripravljeni plačati za enoto ustvarjenega dobička. Višji kazalnik P/E pomeni večje pričakovane dobičke ob danem tveganju. Problem pri kazalniku je uporaba zastarelih izkazanih dobičkov ali zastarele cene. Najbolje je, če sta uporabljena cena in dobiček z istega dne. Gibanje koeficienta P/E je priporočljivo opazovati v obdobju več let in ga popraviti z uporabo dobička pred izrednimi dogodki. Lindenberg in Ross (1999) sta dokazala prisotnost višjega koeficienta P/E a enakega kazalnika EBITDA pri podjetjih z dobrim imenom. Podobna uporabna kazalnika sta koeficient P/S, ki prikazuje razmerje med ceno delnice in prihodki, ter preurejen koeficient P/B, ki prikazuje, koliko vrednosti stvarnih sredstev pade na eno delnico.

Kazalnik EPS kaže dobiček, namenjen navadnim delničarjem, na delnico. Primerjati ga je treba z gibanjem preteklih vrednosti in vrednostmi konkurence. Paziti je treba pri izbiri vrste delnic, upoštevanih pri izračunu. Kazalnik dividend na delnico govori o višini dividend, ki jih pričakuje investitor. Kazalnik tekočega dividendnega donosa pokaže delež letnih izplačanih dividend v primerjavi s trenutno tržno vrednostjo delnice. Pri večini tehnoloških podjetij je vrednost enaka nič, ker dividend ne izplačujejo. Pri podjetjih z razmeroma nizko pričakovano stopnjo rasti tržne cene se investitorji zadovoljijo z nadpovprečnimi izplačili dividend (Jesenek, 2003, str. 145).

Kazalnik ROIC in stopnja rasti podjetja dasta v povezavi z denarnim tokom dodaten vpogled v uspešnost poslovanja podjetja. Denarni tok in vrednost podjetja sta odvisna od stopnje rasti (prihodkov in dobičkov) in donosnosti investiranega kapitala (v primerjavi s stroškom kapitala). Kazalnika prikazujeta, kaj je podjetje doseglo v preteklosti. Stopnja rasti je posebno pomembna pri podjetjih z veliko maržo. Obstajajo dokazi, da denarni tok v povezavi z rastjo prihodkov in marže oblikujejo vrednost podjetja (Copeland, 2000, str. 67).

Kazalnik ROE kaže uspešnost investicije v delnico na podlagi ustvarjenega dobička v enem letu. Omogoča nadziranje operativne učinkovitosti podjetja v razmerju med dobičkom in lastniškim kapitalom. Rast podjetja je zaželena, če je primerno načrtovana in nadzorovana. Treba se je pozanimati o rasti prodaje in rasti EPS. Pri rasti je treba paziti na rast zadolževanja ter razmerje med rastjo prihodkov in denarnega toka (lahko se zgodi, da prihodki rasejo hitreje kot denarni tok, kar ni dobro). Pri nadzoru nad dividendami se uporablja delež čistega dobička, izplačanega v dividendah. Spremljati je treba medletno gibanje in stalnost izplačevanja dividend ter njihove donosnosti. Enako je treba opazovati trend prihodkov podjetja v daljšem obdobju in vzporedno trend bruto marže (Thomsett, 1998, str. 117). Kazalnik celotnega donosa delničarjem pove, kakšna je stopnja donosa investiranega kapitala delničarja v podjetje, in je zato primernejši za opazovanje donosa delničarjev. Zaradi različnega izračuna ROE in kazalnika celotnega donosa

delničarjem sta lahko rezultata zelo različna (razlikujeta se lahko celo po predznaku). Pametno je upoštevati oba in tudi različne vidike (Zvi, 2000, str. 73).

S kazalniki financiranja podjetja se podrobneje analizira pasivna stran BS. Pomembno je preučiti način financiranja podjetja, ali se financira pretežno z lastniškim ali dolžniškim kapitalom. Uprava mora zagotoviti primerno ravnotežje med obema. Prvi kazalnik je koeficient dolgovno-kapitalskega razmerja, ki pove, koliko evrov dolga odpade na evro kapitala. Naslednji je stopnja dolgovnosti financiranja, ki naj bi za hitro rastoča podjetja ne presegala 30 odstotkov, za druga pa 50 odstotkov, z uporabo izračuna glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala. S kazalnikom stopnje kratkoročnosti financiranja dobimo vpogled v delež dolgov, ki bodo zapadli v naslednjem letu. Njemu nasprotna je stopnja dolgoročnosti financiranja, ki kaže delež dolgoročnih obveznosti. Stopnja osnovnosti kapitala pokaže delež osnovnega kapitala v celotnem kapitalu (Turk, 2004, str. 655). Thomsett (1998) predlaga določitev, koliko celotne kapitalizacije pade na navadne delnice, prednostne delnice in obveznice, ter medsebojno primerjanje teh razmerij skozi več let. S tem opazujemo, ali podjetje povečuje financiranje z dolžniškim ali lastniškim kapitalom, in to primerjamo s stopnjo rasti dobička. Drugi kazalnik govori o kritju obresti, ki jih plačuje podjetje. Kaže, kolikokrat dobiček pred plačilom obresti in davkov preseže obresti, namenjene plačilu obveznic. Zanima nas, ali obstaja trend naraščanja obveznosti iz plačevanja obresti zaradi izdanih obveznic in zato zmanjševanje končnega dobička za delničarje.

Prvi kazalnik vodoravnega finančnega ustroja je koeficient neposredne pokritosti kratkoročnih obveznosti (hitri koeficient). Prikazuje razmerje med likvidnimi sredstvi v izbranem trenutku in kratkoročnimi dolgovi, ki lahko zapadejo v obdobju, krajšem od leta dni. Prilagojeni prejšnji kazalnik imenujemo koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient). Če zadnjemu kazalniku dodamo zaloge, dobimo koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti (kratkoročni koeficient) (Turk, 2004, str. 662). Vrednost kratkoročnega koeficienta naj bi dosegala vsaj 1,25 in pospešenega koeficienta vsaj 0,75, za podjetja iz hitro rastočih panog pa 2 oziroma 1. Dobiček iz poslovanja naj bi bil za zadnja tri leta vsaj nekajkrat večji od stroškov obresti in drugih odhodkov iz financiranja. Dobiček pred obdavčitvijo naj bi bil vsaj toliko, kot so znašale plačane obresti podjetja oziroma vsota stroškov obresti in drugih odhodkov iz financiranja (Kleindeinst, 2001, str. 304). Naslednji kazalnik je koeficient trgovalnega terjatveno-obveznostnega razmerja, ki kaže razmerje med terjatvami do kupcev in obveznostmi do dobaviteljev. Podoben kazalnik je koeficient kratkoročnega terjatveno-obveznostnega razmerja, ki prikazuje, kako kratkoročne terjatve pokrivajo kratkoročne obveznosti. Stopnja rasti naložb v osnovna sredstva in dolgoročnih naložb naj bi bila v zadnjih petih letih vsaj enaka stopnji inflacije. Večina rasti poslovanja podjetja naj bi bila financirana na podlagi prilagojenega denarnega toka iz poslovanja, manjši del pa na podlagi pritokov iz dejavnosti financiranja. Izjema so dobičkonosna hitro rastoča podjetja, ki svojo rast financirajo predvsem z dodatnim dolžniškim in lastniškim kapitalom.

Kazalniki obračanja kažejo uspešnost vodstva pri upravljanju s sredstvi. Prvi je koeficient obračanja obratnih sredstev, ki pove, kakšna je uspešnost uprave pri uravnoteženju sredstev in

obveznosti (z denarjem, potrebnim za financiranje prihodnjih projektov). Koeficient obračanja osnovnih sredstev je podoben prejšnjemu in kaže, kolikokrat v letu se osnovna sredstva obrnejo. Pričakuje se vrednost, manjšo od 1, saj se osnovna sredstva obrnejo v dobi več let. Koeficient obračanja zalog kaže, kolikokrat v letu se zaloge fizično obrnejo. Previden je treba biti pri metodi vrednotenja zalog v podjetju. Koeficient obračanja terjatev do kupcev skuša pokazati, kolikokrat letno se obrnejo te terjatve. Koeficient trajanja kreditirane prodaje v dnevih kaže, koliko dni so kupci v povprečju kreditirani (Turk, 2004, str. 665).

Tehnična analiza spremlja spremenljivost in tako stopnjo tržnega tveganja. S spremljanjem je možno ugotoviti, kakšno je tržno dožemanje dogodkov, povezanih s podjetjem, in kakšne so potem reakcije. Z opazovanjem števila naraščajočih in padajočih cen delnic na trgu se ugotavlja globina trga. Z analizo trenda trga in delnice se ugotavlja, ali se bo trend nadaljeval ali se bo obrnil v nasprotno smer. Metoda »beta« meri gibanje cene glede na gibanje indeksa in da splošen vpogled v gibanje cene delnice glede na indeks. Beta trga je enaka 1, medtem ko se beta podjetja giblje med 0 in 2. Če je nad 1, pomeni, da cena delnice podjetja raste hitreje kot izbrani indeks (Thomsett, 1998, str. 144). Uporabljena so tudi orodja aritmetične in eksponentne drseče sredine ter kazalnik MACD.

4.1.4 Tveganja na finančnem trgu

Celotno tveganje investiranja se razdeli na sistematično in nesistematično. V nasprotju z nesistematičnim na sistematično investitor sam ne vpliva, ker nastaja zaradi makroekonomskih razmer. Variabilnost gibanja donosa in cene okoli povprečne donosnosti (cene) se meri s standardnim odklonom. Večja je variabilnost, večji je standardni odklon in zato večje tveganje dosege zelenega donosa (Prohaska, 1999, str. 188). Standardni odklon se izračuna z naslednjo formulo:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i \times (r_i - E(r))^2} \quad (11)$$

kjer je: P_i – verjetnost možne stopnje donosa r_i ,
 $E(r)$ – pričakovana stopnja donosa.

Pri določitvi tveganj si lahko pomagamo z ocenami tveganj izdajateljev VP, ki jih oblikujejo različne bonitetne agencije, kot sta Standard&Poor's, Moody's in Fitch Ratings. Pri analizi okolja in podjetja se upoštevajo različna tveganja, katerim so investitorji v izbranih državah izpostavljeni. Nekatera se nanašajo na analizo okolja in druga na analizo podjetja. Ta tveganja so:

- tveganje spremembe obrestne mere (tveganje reinvestiranja),
- tveganje poslovnega neuspeha podjetja in tržno tveganje,
- likvidnostno tveganje,
- valutno tveganje,
- deželno tveganje (politično in ekonomsko tveganje).

Tveganje spremembe obrestne mere je definirano kot možna variabilnost donosnosti finančne naložbe, ki jo povzročajo nepričakovane spremembe obrestne mere. Centralna banka z uravnavanjem višine obrestne mere vpliva na količino denarja v obtoku in na višino inflacije. Za ohranitev realne vrednosti naložbe mora biti donos enak ali večji od inflacije. V času naložbe se pojavi tveganje reinvestiranja, ker zaradi spremembe obrestne mere ni mogoče znova investirati donosov po vnaprej pričakovani obrestni meri, ki je na trgu veljala ob odločitvi za naložbo. Zvišanje obrestne mere negativno učinkuje na delniški trg (Jesenek, 2003, str. 17).

Tveganje poslovnega neuspeha podjetja je povezano z nezmožnostjo podjetja, da bi izpolnjevalo svoje zapadle obveznosti, zaradi česar v najslabšem primeru lahko pride do stečaja. Cena delnic hitro pade, če investitorji zaslutijo problem v poslovanju. O tveganju hitrega padca cene delnice govori tržno tveganje, ki je povezano s ponudbo in povpraševanjem po VP. Na gibanje cene delnice vplivata strah in pohlep. Če je strah večji, bodo cene padale, in obratno. Tržnemu tveganju uspešno sledi tehnična analiza (Jesenek, 2003, str. 17).

Likvidnostno tveganje obstaja, kadar zaradi pomanjkanja povpraševanja ni mogoče prodati delnic. Povezano je z drugimi tveganji. Več kot namreč obstaja tveganje za neko delnico, večje je likvidnostno tveganje – malo investitorjev je pripravljeno kupiti bolj tvegano delnico.

Valutno tveganje je povezano z nevarnostjo spremembe deviznega tečaja v obdobju, ko ima investitor svoj denar vezan v VP v tuji valuti.

V deželno tveganje uvrščamo široko paleto tveganj, kot sta politično in ekonomsko. Dejavnike, ki vplivajo na deželno tveganje, razdelimo med politične, socialne in ekonomske. Pogosto se deželno tveganje enači s tveganjem suverenosti, ki se nanaša na funkcijo javnega sektorja, ali s transfernim tveganjem, s katerim se označuje dolžnikova nesposobnost, da bi odplačal dolg v dogovorjeni valuti. Deželno tveganje lahko opredelimo tudi kot izpostavljanje izgubam v kreditnih poslih s tujino zaradi okoliščin, ki nastanejo zaradi vpliva ali vmešavanja države v posle. Ker so gospodarstva povezana, lahko ukrep v eni državi povzroči škodo v drugi.

5 Empirični del

Začetek empiričnega dela se začne z analizo ameriškega gospodarstva, ki zajema makroekonomsko analizo gospodarstva in panoge ter mikroekonomsko analizo podjetja.

5.1 Analiza gospodarstva ZDA

Združene države Amerike (ZDA) so največje gospodarstvo na svetu in proizvedejo več kot 20 % svetovnega BDP. Zaradi vojn v Afganistanu in Iraku so v zadnjih letih narasli izdatki za javno zdravstvo. Prav tako pa se je povečal primanjkljaj v trgovinski bilanci. Trend v stopnji nezaposlenosti je padajoč.

Sektor kmetijstva proizvede le 1 % ameriškega BDP, vendar je to enako 60 % svetovne kmetijske pridelave. ZDA so največje pridelovalke sira, koruze, soje in tobaka. So največja izvoznica žita in koruze ter tretja po izvozu riža. Industrijski sektor zajema slabih 20 % BDP, kjer so ZDA prve v pridobivanju tekočega zemeljskega plina, aluminija, žvepla, fosfatov in soli ter v proizvodnji električne in jedrske energije. Kljub temu so zelo odvisne od uvoza kamenega olja in nafte, ker so uvrščene na prvo mesto po potrošnji energije. So tudi med prvimi v svetu po pridelavi surovega železa in železnih zlitin, jekla, vozil, letal in sintetične gume. Vseeno pa gospodarstvo ZDA postaja vedno bolj usmerjeno v storitve (75 % BDP). BDP od leta 1985 ustaljeno raste (glej Slika 1 v Prilogi) (FITA, 2007).

V letu 2006 se je ameriški primanjkljaj dodatno povečal na slabih 900 milijard dolarjev, od katerih se 2/3 deficita pokrivata s presežki azijskih držav, držav izvoznic nafte in drugih držav v razvoju. Glede na pričakovanja Združenih narodov (OZN) se v letu 2007 pričakuje zmanjšana globalna stopnja rasti, predvsem zaradi oslabiljenega ameriškega stanovanjskega trga. Zato je pričakovati zmanjšano povpraševanje potrošnikov in znižanje stopnje rasti v ZDA na 2,2 % v letu 2007 – z navedeno številko se strinja tudi IMF. Kljub tem napovedim pa je finančno stanje ameriških podjetij zdravo in še obstaja manevrski prostor za monetarno politiko, zato ni pričakovati recesije (World Economic Situation and Prospects 2007).

Glede na aprilsko poročilo (2007) oddelka ameriškega ministrstva za delo so se potrošniške cene (glej Slika 2 v Prilogi) v marcu 2007 dvignile za 0,6 % glede na prejšnji mesec oziroma za 4,7 % glede na marec 2006, predvsem zaradi višjih cen energije (United States Department of Labor, 2007). Po besedah direktorja *The Conference Board Consumer Research Center* so kljub zmanjšanim pričakovanjem ocene potrošnikov o sedanjem stanju ostale trdne in ne kažejo slabšanja ekonomskega stanja. K trenutnemu povečanju negotovosti in zaskrbljenosti je prispeval nemir na finančnem trgu in dvig cen plina (The Consumer Confidence Press Release, 2007). Medtem pa prihajajo drugačne novice z Reutersa. Indeks sentimentalnosti Univerze v Michiganu kaže na izgubo zaupanja potrošnikov že tretji mesec zapored. Rastoče cene nafte in naraščanje prekrškov pri drugorazrednih hipotekah bodo lahko zmanjšali zaupanje potrošnikov, kar naposled vpliva na prihodnjo potrošnjo. Potrošniki pričakujejo, da bo inflacija v naslednjih 12 mesecih znašala 3,3 % (Bloomberg, 2007).

V marcu so ameriške potrošniške cene zrasle manj, kot je bilo pričakovano, in gradnja stanovanj je nepričakovano narasla. To je povečalo vero v nadaljnje širjenje gospodarstva brez takojšnjega vmešavanja Zveznih rezerv (FED) z zvišanjem obrestne mere (*angl. fed funds interest rate*). Take informacije lahko izzovejo špekulacije, da bo FED pozneje med letom znižal obrestne mere. Investitorji, ki se ukvarjajo s terminskimi pogodbami na obrestne mere, pričakujejo, da je 25-odstotna možnost, da bo FED znižal medbančno obrestno mero za 0,25 odstotne točke na 5 %. Hkrati v ZDA proizvodne kapacitete niso polno izkoriščene, kar vodi v manjšo nevarnost višje, nepričakovane inflacije in zato dviga obrestnih mer s strani FED. Ker pritisk inflacije ni več tako močan, se pričakuje, da bo FED obresti znižal. Osnovna inflacija (*angl. core inflation*) je bila nižja od pričakovane za 0,1 odstotne točke, kar je dobrodošlo za delniški trg. Vprašanje je le, ali se bo ta trend nadaljeval (Bloomberg, 2007).

Marca 2007 so se pričakovanja o prihodnji ameriški rasti povečala zaradi širitve trga dela in povečanja števila naročil tovarnam. Manjše število odpustov delavcev in daljši delovni tedni so pripomogli k dvigu splošnega indeksa *Conference Board's*¹², čeprav so padle cene delnic in tudi sentiment pri potrošnikih. Gibljivi trg dela omogoča potrošnikom, da ohranjajo potrošnjo, in tako ohranja rast gospodarstva na zmerni ravni – kot so bila predvidevanja FED. Indeks mora izgubiti 3,5 % svoje vrednosti, da bi nakazal približujočo se recesijo, česar pa trenutno ni dosegel. Nazadnje se je to zgodilo decembra 2000 (Bloomberg, 2007).

Trenutno pa je slika ameriškega gospodarstva pokazala, da je to v boljšem stanju, kot je mislila večina ljudi. Kazalci boljšega zdravja so zelo visoka zaposlenost, povečana poslovna aktivnost in dviganje delniških indeksov v mesecu maju in juniju 2007 (Bloomberg, 2007).

Nekatera ameriška podjetja so se ustrašila možnega dviga obrestnih mer na Kitajskem zaradi zaježitve njihove hitre rasti, ki je v prvem četrtletju 2007 dosegla nepričakovanih 11,1 %. V tem letu naj bi se zgodili dve zvišanji, s čimer bi bilo zadolževanje pri kitajskih posojilodajalcih dražje, kar bi povzročilo predvsem padec kitajskega povpraševanja po nafti in surovinah (kovinah). Kitajska povzroča ZDA problem tudi z odklanjanjem apreciacije kitajske valute yuan, s čimer draži ameriški izvoz na Kitajsko (Bloomberg, 2007).

Dolar je dosegel najnižje ravni po letu 2004 zaradi špekulacij, da bodo zaradi nižje ameriške inflacije investitorji prenesli svoj denar v VP s fiksnim donosom v države, kjer obrestna mera raste. Višina tečaja dolarja naj bi se obdržala na nizki ravni glede na evro in funt. Takšna raven tečajev gre v prid ameriškim izvoznikom v Zahodno Evropo in Kanado, zato se je pametno osredotočiti predvsem na taka podjetja. Šibak dolar slabo deluje tudi na vsa podjetja, katerih prihodki in dobički so izraženi v dolarjih. Na uspešnost podjetij vpliva tudi višina cen nafte; za nekatere dvig cene pomeni pozitivno in za druge negativno informacijo. Zgodovinsko gibanje cene nafte je prikazano na sliki 3 v Prilogi (Bloomberg, 2007).

5.2 Analiza panog

Izbira primerne panoge je drugi del makroekonomske analize, s katero dobimo boljši vpogled v razlike med panogami in v širše okolje, kjer podjetja poslujejo. Prav tako z izbiro ene panoge zožamo število morebitnih podjetij. Rastoča panoga ne pomeni, da vsa podjetja znotraj nje poslujejo uspešno in enako velja za padajočo panogo, da vsa podjetja ne poslujejo slabo. Je pa podjetju lažje, če je njegova panoga uspešna.

Analizo sem začel z identifikacijo glavnih trgovinskih partneric ZDA, o čemer govori tabela 1 v Prilogi, kjer so našteje trgovinske partnerice ZDA v januarju 2007 ter njihovi odstotki v celotni zunanji trgovini ZDA. Za podjetje je pomembno, v katero državo izvažata, ker je odvisno tudi od makroekonomskih razmer države uvoznice, zaradi katerih lahko dosega konkurenčne prednosti ali slabosti. Glavnih pet izvoznih področij je EU, Kanada, Mehika, Japonska in Kitajska. V nadaljevanju je na kratko opisana trgovina ZDA s Kitajsko, EU, Kanado in Japonsko.

¹² *Conference Board's* indeks združuje vodilne ekonomske indikatorje.

Pri izbiri panoge sem se osredotočil predvsem na morebitne konkurenčne prednosti ali slabosti ameriških izvoznikov glede na trge, kamor izvažajo. Že prej omenjene težave ameriških izvoznikov na Kitajsko se kažejo v predvidenem letošnjem dvigu obrestnih mer in negativnem vplivu na prihodnje kitajsko povpraševanje. Največ ameriškega izvoza na Kitajsko v letu 2006 (glej Tab. 2 v Prilogi) zasedajo elektronska in transportna oprema, rude, ki vsebuje kovino, naftni izdelki itd.

EU doživlja obdobje zelo močnega evra glede na dolar, kar omogoča ameriškim izvoznikom v EU konkurenčno prednost. Zato so panoge, kjer ti izvozniki delujejo, zanimive investicijske tarče. Med državami EU največji delež zunanje trgovine ZDA doseže Nemčija, kjer je trenutno pozitivna gospodarska klima. Največ ameriškega izvoza se je v EU v letu 2006 (glej Tab. 3 v Prilogi) izvršilo iz panog jedrske energije (reaktorji, kotli, mehanizacija), vozil in delov zanje (brez upoštevanja železnice in tramvaja), letalske panoge, elektronske opreme itd.

V Kanadi narašča moč kanadskega dolarja zaradi rasti prodaje trgovine na drobno. Investitorje so privabile tudi višje cene blaga in okrepitev gospodarstva. Kljub višjim cenam in strahu pred inflacijo se ne pričakuje dvig obrestne mere, tudi zaradi vpliva počasnejše gospodarske rasti ZDA (Bloomberg, 2007). Največ ameriškega izvoza v Kanado v letu 2006 (glej Tab. 4 v Prilogi) zasedajo panoge vozil in delov zanje (brez upoštevanja železnice in tramvaja), jedrske energije (reaktorji, kotli, mehanizacija), elektronske opreme, plastike in izdelkov iz nje itd.

Obresti na Japonskem so glede na ostale države zelo nizke, 0,5 %. Prav tako je japonski jen trenutno šibak. Centralna banka Japonske je popravila in znižala pričakovano stopnjo inflacije za to leto, kar je ugodno za delniški trg (Bloomberg, 2007). Največ ameriškega izvoza na Japonsko v letu 2006 (glej Tab. 5 v Prilogi) zasedajo panoga jedrske energije (reaktorji, kotli, mehanizacija), optične in foto panoge (medicinski instrumenti), elektronske opreme, letalske panoge itd.

Pri določitvi primernih panog sem se ogibal panog, močno odvisnih od izvoza na Kitajsko, in se osredotočil na panoge, vezane na izvoz v EU, Kanado in Japonsko. Glede na to merilo so v ožji izbor primernih panog prišle naslednje:

1. panoga glavnih farmacevtskih družb (*angl. major drug manufacturers*),
2. panoga pridelovanja žit in drugih poljščin (*angl. farm products*),
3. panoga pohištvene opreme (*angl. home furnishings & fixtures*),
4. panoga mesnih izdelkov (*angl. meat products*),
5. panoga papirnatih izdelkov (*angl. paper & paper products*),
6. panoga železniškega transporta (*angl. railroads*),
7. panoga tobačnih izdelkov (*angl. tobacco products, other*).

Naštete panoge se med seboj zelo razlikujejo glede življenjskega cikla in odziva na trenutno fazo poslovnega cikla. Vendar je treba upoštevati tudi dejstvo, da znotraj ene panoge niso vsa podjetja v isti fazi kot panoga sama, kar je treba pri izbiri upoštevati.

Tabela 1: Razvrstitev podjetij glede na povprečno letno stopnjo rasti

Mesto v ciklu	Povprečna letna stopnja rasti znaša
Hitro rastoča panoga	Večja kot 20 % na leto.
Rastoča panoga	Med 6 % in 20 % na leto.
Zrela panoga	Med -6 % in 6 % na leto.
Upadajoča panoga	Manjša kot -6 % na leto.
Mešana panoga	Panoga je razdeljena v dva segmenta. Prvi spada v hitro rastočo ali rastočo panogo, drugi pa v zrelo ali upadajočo panogo.

Vir: Moore, 2004, str. 10.

- Ad. 1 Panoga glavnih farmacevtskih družb je v zadnjem letu dosegla 19,14-odstotno letno rast – rastoča panoga. Razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen podjetij je 470,57 odstotne točke.
- Ad. 2 Panoga pridelovanja žit in drugih poljščin spada v panogo živilskih izdelkov. V zadnjem letu je dosegla 18,10-odstotno letno rast – rastoča panoga. Razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen podjetij v tej panogi je 390,71 odstotne točke.
- Ad. 3 Panoga pohištvene opreme je v zadnjem letu dosegla -0,32-odstotno letno rast – zrela panoga. Razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen podjetij je 106,28 odstotne točke.
- Ad. 4 Panoga mesnih izdelkov prav tako spada v panogo živilskih izdelkov in je v zadnjem letu dosegla 18,10-odstotno letno rast – rastoča panoga. Razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen podjetij v tej panogi je 390,71 odstotne točke.
- Ad. 5 Panoga papirnatih izdelkov je v zadnjem letu dosegla -0,60-odstotno letno rast – zrela panoga. Razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen podjetij je 48,19 odstotne točke.
- Ad. 6 Panoga železniškega transporta je v zadnjem letu dosegla 15,93-odstotno letno rast – rastoča panoga. Razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen je 82,22 odstotne točke.
- Ad. 7 Panoga tobačnih izdelkov je v zadnjem letu dosegla 32,49-odstotno letno rast in – hitro rastoča panoga. Razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen je 202,17 odstotne točke (Market Watch from Dow Jones, 2007).

Višina letne stopnje rasti nam okvirno pove, kako donosna je panoga, razlika med najboljšim in najslabšim gibanjem cen podjetij pa pove nekaj o tveganosti panoge. Naslednji kazalniki, ki sem jih upošteval pri končni izbiri panoge, so:

- Dividendna stopnja donosa (*angl. dividend yield*), kjer višje stopnje dividendne donosnosti kažejo zrelost sektorja zaradi nezmožnosti nadaljnje hitre rasti.
- Čista dobičkonosnost celotnih prihodkov (*angl. net profit margin*) nam pove, koliko dobička nastane na vsako enoto ustvarjenega prihodka – pove, v kakšni meri so stroški nadzorovani. Manjše vrednosti se pokažejo v panogah, kjer obstaja stroškovna vojna med konkurenti.
- Kazalnik tečaj/finančni tok iz poslovanja na delnico (*angl. price to free cash flow*), kjer večje vrednosti v splošnem nakazujejo dražje panoge.

Prvi dejavnik za izbiro panoge glavnih farmacevtskih podjetij je velikost tržne kapitalizacije, ki je 3,4-krat večja od vsote ostalih šest. V tabeli 6 v Prilogi so prikazane vrednosti kazalnikov po izbranih panogah ter primerjava s povprečno vrednostjo celotnega sektorja, kamor izbrana panoga spada. Dividendna stopnja donosa je višja od večine drugih panog in tudi od povprečja sektorja, zato se lahko pričakuje jo pri izplačevanju dividend večji donosi. Iz tabele se vidi, da je čista dobičkonosnost celotnih prihodkov panoge glavnih farmacevtskih družb vidno večja od ostalih obravnavanih panog in povprečja sektorja, kamor se uvršča. To pomeni, da ustvari več čistega dobička na enoto prihodka kot druge panoge. Kazalnik tečaj/finančni tok iz poslovanja na delnico panoge je negativen (nižji od povprečja sektorja), kar pomeni, da ima panoga negativen denarni tok, ker močno investira v svoj razvoj. Vendar brez investiranja tudi prihodnje rasti ni. Glede na Moora je uvrščena med rastoče panoge, kar jo naredi še privlačnejšo. Prebivalstvo v razvitih gospodarstvih se stara, zato se pričakuje, da se bo povečalo povpraševanje po zdravilih in medicinskih preparatih. Zaradi teh pozitivnih razlik v primerjavi z drugimi panogami sem v nadaljevanju podrobneje analiziral panogo glavnih farmacevtskih podjetij. Glavni vir podatkov mi je predstavljala spletna stran Yahoo! Finance.

5.3 Analiza panoge glavnih farmacevtskih podjetij

V panogo glavnih farmacevtskih podjetij spadajo podjetja, ki se ukvarjajo z raziskovanjem, razvojem, proizvodnjo, trženjem in prodajo kemičnih in bioloških substanc za medicinske ali veterinarske uporabe. Sem se uvrščajo zdravila na recept, generična zdravila in zdravila preko okenca (OTC), vitamini in dopolnila prehrani, substance, namenjene diagnostiki, in sistem dobave zdravil.

V nadaljevanju so posebej predstavljene nekatere lastnosti trga:

- velikost,
- povpraševanje,
- prihodnja pričakovanja in
- zaposlenost.

5.3.1 Velikost trga

Glede na poročilo *IMS Health Report* je svetovni farmacevtski trg v letu 2006 zrasel za 7,0 %, na 643 milijarde dolarjev. Med letoma 1999 in 2006 je bil sicer prisoten trend večanja obsega svetovne prodaje, vendar z nižanjem letne stopnje rasti (glej Tab. 7 v Prilogi). Severna Amerika predstavlja 47,7 % svetovne prodaje v farmaciji. V ZDA je rast dosegla 8,3 % predvsem zaradi novega zakona *Medicare Part D* (IMS). Tržna kapitalizacija panoge v ZDA je 1226,5 milijarde dolarjev in zavzema 45 % tržne kapitalizacije svojega sektorja zdravstvo. Deset največjih podjetij, ki presegajo mejo milijarde dolarjev, skupaj zavzemajo 99,8 % kapitalizacije panoge, deset največjih podjetij po prodaji v ZDA (glej Tab. 8 v Prilogi) pa zavzame dobrih 56 % celotne prodaje (Yahoo! Finance, 2007).

5.3.2 Analiza povpraševanja

V letu 2006 je bila rast farmacevtske panoge visoka. Gonilna sila so bila daljša življenjska doba prebivalcev, močno gospodarstvo in inovacije (IMS). Leta 2006 je globalno povpraševanje po

zdravilih kljub počasnejši rasti v severni Ameriki in Evropi doseglo 600 milijard dolarjev. Prodaja je narasla za 7 % na 602 milijardi dolarjev, pri čemer je delež ameriške prodaje 252 milijard dolarjev, kar predstavlja 5,7 % rast (Herper, 2007). V prihodnosti pričakujem, da se bo zaradi staranja generacije »baby-boom« povečalo tudi povpraševanje po zdravilih in medicinskih preparatih, kar bo panogi omogočalo stalnost prodaje.

Farmacevtsko podjetje mora reklamirati svoje zdravilo predvsem pri zdravnikih, ki predpisujejo recepte svojim bolnikom. Zato so zdravniki ključni za končni uspeh prodaje farmacevtskega podjetja. Drugi pomembni element v oblikovanju povpraševanja so zavarovalnice, ki določajo, katera zdravila se lahko predpišejo na recept (te krije zavarovalnica) in katera so samoplačniška. Uvrstitev nekega zdravila pomembno vpliva na prihodnjo prodajo in dobiček farmacevtskega podjetja. Začele so se tudi pojavljati obtožbe o vplivanju na zdravnike in druge zdravniške strokovnjake prek daril in drugih ugodnosti (Kaufman, 2005).

5.3.3 Prihodnja pričakovanja

Opaziti je premike ponudbe farmacevtskih podjetij od razvitih trgov na trge v razvoju ter od osnovne dejavnosti k biotehnologiji in specializiranim zdravljenjem. Največje zanimanje vzbujajo izdelki onkologije in avtoimunosti, saj vzbujata največje priložnosti za rast. Onkologija je dosegla v letu 2006 veliko, 20,5-odstotno povečanje prodaje (IMS, 2007).

V letu 2006 je skupina zdravil, ki so dosegla prodajo v višini 18 milijard dolarjev, izgubila svoje patente na nekaterih trgih. Sem spadajo tudi ZDA, ki predstavljajo več kot 14 milijard dolarjev prodaje (77,8 %) (IMS, 2007). V letu 2007 se pričakuje padec ameriške prodaje 10 največjih farmacevtov zaradi manjšega prispevka R&R in poteka nekaterih patentov glavnih izdelkov.

V farmaciji je najpomembnejši oddelek raziskav in razvoja (R&R). Največja svetovna farmacevtska podjetja porabijo 10 milijard dolarjev za IT, da bi našla učinkovitejše načine pri prodaji in upravljanju dobavnih verig. V naslednjih sedmih letih naj bi bilo konec opiranja samo na nekaj glavnih zdravil, pričakuje pa se osredotočanje podjetij na ogromno število zdravil. Zaradi večanja globalne konkurence bodo morali proizvajalci zdravil postati več kot le dobavitelji. Povečati bodo morali nadzor nad celotno dobaviteljsko verigo (Teradata Magazin, 2007).

5.3.4 Zaposlenost

Panoga glavnih farmacevtskih podjetij spada v zdravstvo, ki je bilo leta 2004 med večjimi in je zaposlovalo 13,5 milijona ljudi. Med 20 najobetavnejšimi poklici jih osem spada v ta sektor. Med letoma 2004 in 2014 pričakujejo povečanje števila zaposlenih za 19 % (U.S. Department of Labor, 2007).

5.3.5 Porterjev model

Glede na Porterja (1979, str. 141) se panoga analizira s petimi zakonitostmi:

1. nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo,
2. nevarnost substitutov,

3. pogajalska moč kupcev,
4. pogajalska moč dobaviteljev,
5. obstoječa konkurenca med podjetji v panogi.

- Ad. 1 Nova podjetja, ki bi hotela vstopiti v panogo, bi doživela visoke vstopne ovire v obliki velikih stroškov R&R, kompleksnosti patentne zakonodaje, trženja, politike vlad in regulatorne politike. Razvoj zdravila je zelo drag, dolg in kompleksen postopek. K večji zapletenosti pripomorejo strogi predpisi o varnosti in kakovosti zdravil, na koncu pa vedno obstaja tveganje tržnega neuspeha novega zdravila. Farmacevtska panoga pravno gledano spada med najbolj urejene, ključna v njej pa je patentna zaščita zdravil. Na podlagi novih odkritij se lahko podjetju izda patent, ki omogoča monopol nad prodajo zdravila in zato večje marže. Po preteku patenta pa nastopijo novi konkurenti – generične farmacevtske družbe – ki kopirajo njihovo zdravilo. To povzroči pocenitev zdravila in zmanjšanje konkurenčnosti večjega farmacevtskega podjetja.
- Ad. 2 Nevarnost substitutov prihaja od generikov, ki po preteku patenta proizvajajo in prodajajo originalna zdravila pod svojo znamko. Nevarnost je odvisna od naklonjenosti vlad, kupne moči, ozaveščenosti potrošnikov in uporabe alternativnih oblik zdravljenja.
- Ad. 3 Pogajalska moč dobaviteljev se nanaša na dobavitelje opreme, materiala in surovin, potrebnih za izdelavo zdravil. Farmacevtska industrija je močno povezana s kemično, ki je dobavitelj ključnih surovin farmacevtskim podjetjem. Ključne surovine, namenjene proizvodnji zdravil, so strateškega pomena, zato farmacevtska podjetja uporabljajo pogodbeno partnerstva, ki zagotavljajo kakovosten in poceni vir surovin.
- Ad. 4 Na povpraševanje vpliva veliko različnih interesnih skupin, kot so bolniki, zavarovalnice, zdravniki, grosisti, institucionalni kupci (bolnice) in zakonodaja. Glede pogajalske moči se med seboj zelo razlikujejo. Večji, kot je kupec, močnejši je.
- Ad. 5 Kako močna je konkurenca med farmacevtskimi podjetji, pove že dejstvo, da 12 največjih podjetij predstavlja 99,8 % tržne kapitalizacije celotne panoge.

5.4 Analiza podjetja iz panoge glavnih farmacevtskih podjetij

V nadaljevanju analiziram globalna podjetja, katerih dejavnost je proizvodnja farmacevtskih preparatov. Osnovni nabor vključuje 31 podjetij, navedenih na spletni strani Yahoo! Finance. Z izločevalnimi merili sem število podjetij krčil na način, prikazan v nadaljevanju.

5.4.1 Prva izločevalna merila

Prvo merilo je tržna kapitalizacija. V ožji izbor sem uvrstil le podjetja, katerih tržna kapitalizacija presega 50 milijard dolarjev. Teh podjetij je v obravnavni panogi 10 in skupaj predstavljajo 95,55 % kapitalizacije celotne panoge.

Naslednje merilo je rezultat skupine kazalnikov P/E, P/S in P/B (glej Tab. 9 v Prilogi). Glede na primerjavo vrednosti kazalnika P/E podjetij z vrednostjo istega kazalnika panoge sem izločil podjetja *Bristol-Myers Squibb Co.*, *Eli Lilly & Co.*, *Abbott Laboratories*, *Merck & Co. Inc.* Vrednosti teh podjetij so visoko nad povprečjem panoge in naj bi zato predstavljale delnice z veliko tveganostjo in verjetnostjo, da je delnica precenjena (Thomsett, 2006, str. 174). Prav tako

je lahko nevarno preveliko razhajanje med ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo na delnico (kazalnik P/B). Izpostavil bi podjetje *Glaxosmithkline plc*, vendar ga še ne bom izločil.

5.4.2 Nadaljnja analiza podjetij

Po prvi fazi izločevanja je ostalo še pet podjetij. Za ta podjetja so bili v spodnjih dveh tabelah izračunani naslednji kazalniki poslovanja:

- ROE (v %),
- povprečna dividendna donosnost (petletno povprečje),
- delež izplačila čistega dobička v obliki dividend,
- dobiček na delnico (EPS) za leta 2006, 2005 in 2004 (v %) in
- prilagojeni dobiček na delnico (prilagojeni EPS) za leta 2006, 2005 in 2004 (v %).

Tabela 2: Kazalniki po podjetjih (leto 2006)

Podjetje	ROE (%)	Povprečna dividendna donosnost (5y)	Delež izplačila čistega dobička v obliki dividend
Pfizer Inc	16,08	2,60 %	36 %
Johnson & Johnson	28,11	1,90 %	43 %
Glaxosmithkline plc	57,60	2,90 %	46 %
Novartis AG	18,87	1,50 %	29 %
Wyeth	31,50	2,20 %	32 %

Viri: Yahoo! Finance, 2007; internetne strani podjetij, 2007; Lastni izračun.

Tabela 3: Dobiček na delnico (EPS) in prilagojeni dobiček na delnico

Podjetje	EPS			Prilagojeni EPS		
	(2006, 2005, 2004) (sprememba v %)			(2006, 2005, 2004) (sprememba v %)		
Pfizer Inc	\$2,67 (+42,7)	\$1,10 (-27,2)	\$1,51	\$2,66 (+144)	\$1,09 (-26,8)	\$1,49
Johnson & Johnson	\$3.76 (+11,2)	\$3.38 (+22,5)	\$2.76	\$3.73 (+11,3)	\$3.35 (+22,3)	\$2.74
Glaxosmithkline plc	95,5p (+15,6)	82,6p (+21,3)	68,1p	94.5p (+15,2)	82.0p	/
Novartis AG	\$3.06 (+16,3)	\$2.63	/	\$3.04 (+16,0)	\$2.62	/
Wyeth	\$3,12 (+14,3)	\$2,73 (+193,5)	\$0,93	\$3,08 (+33,5)	\$2,70 (+196,7)	\$0,91

Vir: Letna poročila podjetij, 2007; Lastni izračuni.

Ob primerjavi kazalnikov in drugih podatkov o obravnavanih petih podjetjih sem izbral za nadaljnjo analizo podjetja Johnson & Johnson (J&J). Glede na kazalnik ROE je podjetje na 3. mestu, pred njim sta le Glaxosmithkline in Wyeth. Vendar ima prvo podjetje trenutno težave s prodajo svojega zdravila, drugo pa je prekomerno zadolženo; tako je J&J po kazalniku ROE najboljše. Povprečna dividendna donosnost J&J je sicer majhna, vendar je delež izplačila čistega dobička v obliki dividend v primerjavi z drugimi podjetji zelo velik. Prav tako je opaziti enakomerno dviganje dobička na delnico (EPS). Za podjetje J&J sem se odločil tudi po primerjanju nekaterih drugih finančnih kazalnikov in finančnih trendov, prisotnih v

obravnavanih podjetjih. V nadaljevanju so opisani razlogi, zakaj nisem izbral drugih podjetij, v poglavju 5.5 pa je izdelana podrobnejša analiza podjetja J&J.

Pfizer Inc.

V podjetju je trend padanja celotnih prihodkov, a večanja čiste dobičkonosnosti celotnih prihodkov. Za padec podjetje krivi izgubo prodajnih licenc nekaterih glavnih zdravil, na povečanje dobičkonosnosti pa so vplivali predvsem izredni dogodki in ne povečanje dobička iz osnovnega poslovanja. Podjetje je v zadnjem letu doživelo padec celotnega denarnega toka (DT), vendar so ga tudi druga obravnavana podjetja. Če primerjamo višino celotnega DT z največjima konkurentoma (Glaxosmithkline, J&J), je ta nominalno bistveno nižja. Je pa zato podjetje obdržalo naraščajoči trend izplačevanja dividend, kar lahko pozneje ogrozi celotni DT podjetja. Prav tako mu je uspelo zmanjšati delež celotnega dolga v financiranju, vendar so se zmanjšala tudi celotna sredstva (predvsem ugotovljena neotipljiva sredstva).

Glaxosmithkline plc

Zdravi rasti celotnih prihodkov, kosmate dobičkonosnosti in čiste dobičkonosnosti celotnih prihodkov ne sledi povečevanje DT iz poslovanja, ki ostaja na isti ravni. Poleg tega je podjetje izplačalo manjšo dividendo na delnico kot leto prej, kar za investitorje ni pozitiven znak. Podjetje je bilančno zdravo, saj delež celotnega dolga zaseda podpovprečne vrednosti glede na panogo, kar kaže na zmožnost manevriranja pri zadolževanju.

V maju 2007 se je pojavila slaba novica o zdravilu Avandia, ki predstavlja drugo najprometnejše zdravilo podjetja. Zdravilo naj bi bistveno povečalo verjetnost srčnega napada. O resnični nevarnosti še ni dokončnega poročila, vendar so se investitorji že ustrašili možnega učinka negativnih rezultatov. Cena delnice je konec maja 2007 doživela padec za slabih 8 %. Takšna novica investitorja ne navdaja z zaupanjem v uspešno prihodnje poslovanje (Bloomberg, 2007).

Novartis AG

Čeprav so se celotni stroški in čisti dobički povečali, se čista dobičkonosnost celotnih prihodkov slabša. To je lahko pokazatelj težav v podjetju. Tudi v tem podjetju so v zadnjem letu ugotovili negativen celotni DT. Že pred tem pa je bil opazen dveletni trend padanja celotnih DT. Negativno sliko poslabša še zmanjšanje izplačila dividend v zadnjem letu. Tudi delež celotnega dolga se je v zadnjih treh letih dvigoval, kar ni dobrodošlo. Medtem ko je dolgoročni dolg ostal na približno isti stopnji, pa se je povečeval kratkoročni dolg. Delež dolga se je hitreje povečeval kot delež lastniškega kapitala, kar kaže na povečanje financiranja s pomočjo tujih virov financiranja.

Wyeth

Podjetje je glede na celotno panogo zelo zadolženo. Kljub padajočemu trendu zadolženosti sem podjetje izključil iz nadaljnje analize in ga ne obravnavam več.

5.5 Podrobnejša analiza podjetja Johnson & Johnson

5.5.1 Predstavitev podjetja

Podjetje je nastalo leta 1886 in ima sedež v New Brunswick, New Jersey, ZDA. J&J je dobitnik številnih nagrad na področjih pestrosti ponudbe, najbolj spoštovanih podjetij, zagotavljanju delovnih razmer, itd. Njihov namen je zagotoviti proizvode, ki bodo omogočali zdravje in dobro počutje.

J&J proizvaja in prodaja v 57 državah različne proizvode za zdravstvo. Ponudba je sestavljena iz ponudbe za širšo potrošnjo (18 % vseh prihodkov), ponudbe farmacevtskih izdelkov (44 % vseh prihodkov) ter ponudbe medicinskih naprav in diagnoz (38 % vseh prihodkov). Oddelek za potrošnike ponuja proizvode, namenjene otroški uporabi, skrbi za kožo, usta in rane ter skrbi za žensko zdravje. Ponujajo pa tudi nekatere prehrabene in lekarniške izdelke, ki se prodajajo preko okenca. Svoje izdelke ponuja prek številnih blagovnih znamk, med katerimi so najbolj znane Carefree, Johnson's, Clean & Clear.

Prisotno je tudi na segmentih pomoči pri nehanju kajenja (Nicorette), proizvodih pri preprečevanju prehlada, gripe in alergij (Sudafed), zdravljenja simptomov shizofrenije (Risperdal), pomoči pri spodbujanju nastajanja rdečih krvnih celic (Procrit) itd. Prav tako ponuja proizvode, namenjene ortopediji, oskrbi ran, ženski oskrbi, izdelke za manjše kirurške posege, nadzor glukoze v krvi in dobavo inzulina, kontaktne leče itd.

Podjetje zaposluje 122.200 ljudi po svetu in se s tem postavlja na prvo stopničko po številu redno zaposlenih v svoji panogi. Po organiziranosti je decentralizirano. Na vrhu podjetja je izvršni odbor, katerega posamezni člani so vodje posameznih enot po svetu.

5.5.2 Analiza podjetja

V analizo podjetja spadata finančna in tehnična analiza. V finančno spadajo:

- analiza izkaza poslovnega izida,
- analiza bilance stanja in
- analiza denarnega toka.

Analiza izkaza poslovnega izida

Izkaz poslovnega izida, povzet po spletni strani Yahoo! Finance, se nahaja v tabeli 10 v Prilogi. Podjetje je vsako leto dosegalo rast celotnih prihodkov, v letu 2006 so glede na leto 2004 zrasli za 12,62 odstotkov. Stroški so v istem obdobju dosegli 5,67-odstotno rast in so se dvigali počasneje kot celotni prihodki. Bruto marža podjetja je dosegla 71,41 odstotkov, kar je več od konkurence. Dobiček iz poslovanja pa je dosegel 2,37-odstotno zvišanje. Čisti dobiček je v letu 2006 glede na leto 2004 porasel za 29,90-odstotno, prav tako je od leta 2003 vidno izboljševanje čiste dobičkonosnosti celotnih prihodkov. To kaže na stabilno rast podjetja. Isti trend izhaja tudi iz zgodovinske rasti cene delnice, kar se pričakuje tudi v prihodnje.

Analiza bilance stanja

Izračuni kratkoročnega koeficienta, razmerja med dolgoročnim dolgom in lastniškim kapitalom ter deleži dolgoročnega, kratkoročnega in celotnega dolga v financiranju podjetja so bili opravljeni na podlagi podatkov na spletni strani Yahoo! Finance in se nahajajo v tabelah 11, 12 in 13 v Prilogi. Gibanje dolga v podjetju je opisano v naslednjih treh točkah:

- Kratkoročni koeficient je v letu 2006 padel na rekordno nizkih 1,20 v zadnjih sedmih letih. Med letoma 2002 in 2005 je letno povečevalo kratkoročna sredstva, medtem ko so se kratkoročne obveznosti gibale med 11 in 14 milijardami dolarjev. Leta 2006 je bil opazen močan dvig kratkoročnih obveznosti, za 51,65 %, in padec kratkoročnih sredstev za 26,82 %. Kratkoročna sredstva so se zmanjšala predvsem zaradi občutnega zmanjšanja postavke denar. Kratkoročne obveznosti pa so narasle predvsem zaradi povečanja posojil in obveznic.
- Prav tako je bil dolgoročni dolg med letoma 2000 in 2005 dokaj stabilen, potem pa se je leta 2006 dvignil za 60,62 %. Lastniški kapital se je od leta 2002 dvigal in je do leta 2006 pridobil 73,23 %. Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom se je v zadnjih letih gibalo med 20 in 30 %. Podjetje bo v letu 2009 moralo poplačati 240 milijonov vreden dolgoročni dolg, medtem ko je v ostalih letih to poplačilo okoli 9 milijonov.
- Razen v letu 2005 se delež celotnega dolga giba med 40 in 45 % celotne bilance. Deleža kratkoročnega in dolgoročnega dolga ostajata dokaj stabilna.

Analiza denarnega toka

Podatki o izplačilih dividend po letih in DT po letih so bili povzeti po spletni strani Yahoo! Finance in se nahajajo v tabelah 14 in 15 v Prilogi. Podjetje je na svoji domači strani objavilo, da je leta 2006 doseglo 73. zaporedno povečanje prodaje in 44. zaporedno povečanje dividend. Prav tako je doseglo že 21. zaporedno leto rast v višini dveh števk (Johnson & Johnson, 2007). Od leta 2004 so se sredstva, namenjena izplačilu dividend, povečala za 31,25 %. Glede na dosedanjo politiko izplačevanja se povečanje lahko pričakuje tudi v prihodnje. Prisotno je tudi letno dviganje kazalnika EPS; v zadnjem letu se je povečal za 11,2 %. Povprečna dividendna donosnost v zadnjih petih letih je znašala 1,90 %.

Celotni DT je bil v letu 2006 negativen. V letu 2005 je doživel dvig za 79,0 %, potem je pa v letu 2006 padel za 174,7 %, na leto 2005. Za padec je kriv predvsem zelo velik DT iz investiranja oziroma prevzemov podjetij v letu 2006.

- DT iz poslovanja se je v obdobju 2004–2006 neprestano povečeval. V letu 2006 je – glede na leto 2004 – dosegel dvig za 28,0 %. Največja postavka so bili neto prihodki, ki so pomenili 77,58 % celotnega DT iz poslovanja. Vsako leto se povečujejo, leta 2006 so bili za 29,9 % večji kot leta 2004.
- Podjetje ima vsa tri leta negativni DT iz investiranja, vendar je v letu 2006 ta še veliko večji. Glede na leto 2005 se je povečal 71-krat, predvsem zaradi povečanja dejavnosti prevzemanja podjetij v letu 2006.
- DT iz financiranja je vsa leta negativen in se giba nestanovitno. Leta 2006 je bil negativni tok denarja za 18,67 % večji kot v letu 2004 oziroma za 35,12 % večji kot v letu 2005. Višina izplačil, namenjenih dividendam, se vsako leto povečuje. Podjetje je tudi v teh treh letih

kupovalo lastne delnice, znesek, namenjen nakupu lastnih delnic, se močno povečuje. Zadnji dve leti si je podjetje izposojalo denar.

Izračun prihodnje vrednosti podjetja

Pri izračunu prihodnje vrednosti podjetja sem uporabil model diskontirane dividende. Najprej je bilo treba izračunati z enačbo 3 strošek lastniškega kapitala oziroma pričakovani donos, ki znaša 6,31 %. Pri izračunu sem za netvegano stopnjo uporabil donos 10-letne ameriške državne obveznice, ki je bila 7. 6. 2007 5,03 % na letni ravni (Rozman, 2007). Za beto sem vzel vrednost 0,26 (Yahoo! Finance, 2007) in za tržno premijo 4,94 % (Krause Fund Research, 2007). V modelu sem uporabil vrednosti o pričakovanih vrednostih dobička na delnico (EPS) in pričakovanih vrednostih dividend na delnico (Div_t), povzete po študiji *Krause Fund Research*. Z izračunanim diskontnim faktorjem sem diskontiral pričakovane vrednosti dividend na delnico, ocenjeno do leta 2011, na današnjo vrednost. Za izračun vrednosti po letu 2011 sem upošteval pričakovano vrednost dobička na delnico po letu 2011 in sedanji kazalnik P/E (*angl. trailing P/E*), s pomočjo katerih sem dobil diskontirani DT po letu 2011. Izračun je podan v tabeli 16 v Prilogi. Na koncu analize sem prišel do končne cene delnice na 11. 6. 2007 v višini \$70,81. Zadnja tržna cena delnice, 8. 6. 2007, je bila \$62,13.

Tehnična analiza podjetja

Tehnično analizo sem uporabil za pregled trenutnega in zgodovinskega gibanja cene delnice. Slika 4 v Prilogi je graf, ki kaže zelo dolgoročno gibanje cene delnice od leta 1970 in slika 5 v Prilogi krajše od septembra 2005. Dolgoročni graf nam lepo kaže, da je cena delnice J&J rasla počasi in enakomerno ter je zato priporočljiva za dolgoročne vlagatelje. Na grafu od septembra 2005 sta dodani še 50- in 200-dnevni eksponentni sredini. 50-dnevna sredina je v sredini marca 2007 sekala 200-dnevno od zgoraj navzdol, kar naj bi kazalo na padajoči prihodnji trend. Delnica je v marcu res doživela padec, vendar se je konec istega meseca zopet začela dvigati, kar si razlagam kot pozitivni odziv investitorjev na povečanje prihodkov in dobičkov, izkazanih v letnem poročilu za leto 2006. Posledično sta se približali tudi obe sredini, ki sta se do danes, 11. 6. 2007, gibali vzporedno, na podobnih ravneh. Vprašanje je, ali bo 50-dnevna sredina presekala 200-dnevno in tako napovedala naraščajoči trend ali pa bosta obe sredini še nekaj časa potekali vzporedno, brez večjih nihanj cene, v t. i. fazi trgovanja. Ta faza potrjuje povprečen obseg trgovanja z delnico v zadnjih dneh.

Enako nam prikazuje kazalnik MACD skupaj s signalno 9-dnevno sredino. Od konca maja do danes se je divergenca (razlika) med obema gibala okoli ničle, kar kaže na fazo trgovanja. Tretji kazalnik, ki tudi kaže na fazo trgovanja, je RSI, katerega vrednost se giba okoli 50. Mejni vrednosti precenjenosti oziroma podcenjenosti sta vrednosti 70 in 30. Ves junij 2007 je RSI padal, na zadnji dan trgovanja, 8. 6. 2007, pa je doživel manjši dvig. Mogoče ravno ta premik kaže na ponovni začetek dviganja tržne cene.

5.5.3 Splošne ugotovitve

Podjetje je že dolgo v trendu naraščajočih celotnih prihodkov in od leta 2003 ima tudi naraščajočo čisto dobičkonosnost celotnih prihodkov. Prav tako je dohodek delničarjev v letu

2006 dosegel višjo raven kot Indeks S&P 500 ali Indeks S&P farmacevtskih podjetij. To kaže na nadzorovano rast podjetja. Razlog za rast prihodkov je rast v obsegu prodaje in delno v dvigu cen. Za manjši del pa je krivo tudi gibanje tečaja dolarja. Podjetje v letu 2006 ni imelo nobenega kupca, ki bi presegel 10 % prodaje. To kaže na manjšo pogajalsko moč kupcev. V letu 2006 je podjetje kljub naraščajočemu DT iz poslovanja zabeležilo velik padec celotnega DT. Za padec je krivo predvsem prevzemanje podjetij v zadnjem delu leta 2006. Podjetje dosega največje vrednosti celotnega DT v svoji panogi. Podjetje se še vedno drži trenda naraščajočih dividend, kar je dobrodošlo za vlagatelje.

V letu 2006 je podjetje povečalo višino celotnih sredstev, enako pa tudi delež celotnega dolga; trenutno je med bolj zadolženimi. Temu primerno je tudi kratkoročni koeficient padel rekordno nizko.

V potrošniškem delu podjetja so vsi pododdelki doživeli rast med 0,8 in 12,2 %. V farmacevtskem delu podjetja je pet glavnih zdravil doseglo rast glede na leto 2004. Stopnje rasti se gibajo med 4,7 in 19,1 %. Na drugi strani pa so štiri zdravila doživela padec med 5,1 in 23,9 %. Prav tako je tretji del podjetja, medicinska oprema, doživelo rast vseh glavnih izdelkov; stopnje rasti so bile od 8,8 do 24,0 %. Podjetje zagotavlja ohranjanje trenda rednega izplačevanja dividend.

V letu 2008 se pričakuje nadaljnja rast prihodkov, dobičkov ter s tem tudi dobičkov na delnico. Za rast se pričakuje, da bo preseгла rast Indeksa S&P 500 v letu 2007 za 0,8 odstotne točke. Prav tako so analitiki podcenili prihodnje dobičke na delnico v vseh zadnjih četrletjih. Podcenjevanje podjetja lahko pomeni, da je tudi cena delnice podcenjena, kar lahko vodi v njen prihodnji dvig. V daljšem obdobju pa se bo cena delnice zaradi temeljnih dejavnikov skoraj gotovo dvignila. To lahko potrdimo tudi z upoštevanjem mnenj analitikov na Yahoo! Finance, ki so v večini dvignili svoja pričakovanja glede podjetja (Yahoo! Finance, 2007).

S svojim izračunom sem prišel do sklepa, da je notranja vrednost delnice \$70,81, medtem ko je tržna cena \$62,13. Glede na to bi predlagal, da imetniki delnic z morebitno prodajo počakajo na poznejši dvig cene delnice. Tudi tehnična analiza še ni pokazala na kakšen prihodnji očiten trend tržne cene. 50- in 200-dnevni sredini še ne kažeta, kam bi se trend v bližnji prihodnosti lahko obrnil. Pri kazalnikih MACD in RSI sta vidna malo večja razmika, ki mogoče kažeta na bolj živo prihodnje gibanje tržne cene. Glede na to, da je kazalnik RSI blizu spodnje meje, bi pričakoval, da se bo začel dvigati, kar pomeni, da se bo dvigala tudi tržna cena. MACD sicer še ne kaže na začetek dviga. Zaradi premajhnega obsega informacij o tehnični analizi ter notranji vrednosti delnice nad trenutno tržno ceno predlagam, da imetniki delnico še držijo v svojem portfelju.

6 Sklep

Pri odločanju o izbiri najprimernejšega VP je temeljni problem dobiti takega, ki bo vlagatelju prinesel največji donos glede na sprejeto tveganje. Vlagatelji se osebno med seboj zelo razlikujejo. Na trgu se srečujejo trdni in samozavestni ter bojazljivi in do svojih odločitev nezaupljivi vlagatelji. Glede na njihove osebne lastnosti so različne tudi njihove metode

oziroma načini izbiranja VP. Nekateri med njimi so temeljitejši pri svojih raziskavah, medtem ko drugi podležejo priporočilom analitikov v medijih in ne opravljajo svojih raziskav.

Vlagatelji se torej med seboj razlikujejo predvsem po načinu opravljanja raziskav VP. Ločijo se na temeljne vlagatelje oz. fundamentaliste in tehnične vlagatelje oz. tehnike.

Zamisel za vsebino moje diplomske naloge je nastala ob branju teorij o temeljni in tehnični analizi ter medsebojnem izpostavljanju pomanjkljivosti obeh pristopov. Ker obe analizi vsebujeta pomanjkljivosti in prednosti, se je pojavila ideja o skupni rabi obeh teorij pri investicijskih odločitvah. Tudi sam vidim prednost sinteze obeh analiz. Thomsett C. Michael predlaga, da se podjetje najprej analizira s temeljno analizo. S tem se oblikuje skupina finančno in poslovno zdravih podjetij. Nato pa se s tehnično analizo išče primerni trenutek za nakup oziroma prodajo VP podjetja. Tehnična analiza se uporablja tudi kot potrditev rezultatov, pridobljenih s temeljno analizo.

Naloga temeljne analize je podrobno spoznanje širšega poslovnega okolja in poslovanja podjetja. Pri analizi se največkrat uporabljajo različni kazalniki, koeficienti in razmerja ter njihova medsebojna logična primerjava. S tem se predstavi (ne)uspešnost delovanja podjetja na realnem trgu, ki pa le posredno vpliva na finančni trg, kjer se trguje z VP. Tudi na finančnem trgu sta glavni gibalni ponudba in povpraševanje. Tržna cena VP se vzpostavi na ravni, kjer pride med prodajalcem in kupcem do sporazuma. Ker pa se ljudje in njihovi razlogi trgovanja med seboj zelo razlikujejo, prihaja do bolj ali manj racionalnih odločitev. Zato je pri oblikovanju povpraševanja in ponudbe močno prisotna človekova psihologija. Temeljna analiza psihologije na trgu ne upošteva, je pa psihologija pomemben dejavnik pri tehnični analizi.

Tehniki sledijo cenovnim trendom in na podlagi izsledkov trgujejo z VP. Zaradi prisotnosti psihologije verjamejo, da se bo človek na iste dogodke odzival enako – zgodovina se ponavlja. Tudi sam se strinjam s tem, da je psihologija človeka močan dejavnik pri trgovanju z VP. O tem veliko govori teorija vedenjskih financ, ki za razumevanje anomalij na finančnem trgu uporablja psihološki pristop.

S tem smo prišli do sklepa, da temeljna analiza s podrobno analizo prispeva k razumevanju dogajanja na trgu in v podjetju, tehnična pa z opazovanjem povpraševanja in ponudbe po VP prispeva k boljšemu razumevanju psihologije na trgu. Vlagatelj, ki razume delovanje obeh analiz in ju primerno uporablja, na trgu dosega prednost pred drugimi.

Literatura

1. Achelis Steven B.: Technical Analysis from A to Z. [URL: <http://www.equis.com/Education/TAAZ>], 15. 10. 2006.
2. Alexander Gordon J., Sharpe William F., Bailey Jeffery V.: Fundamentals of Investments. Englewood Cliffs (NJ) : Prentice-Hall International, 1993. 875 str.
3. Arnott Robert D., Asness Clifford S.: Does Dividend Policy Foretell Earnings Growth?. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=295974], december 2001.
4. Bairoch Paul, Kozul-Wright Richard: Globalization Myths: Some Historical Reflections on Integration, Industrialization and Growth in the World Economy. WIDER Conference on Transnational Corporations and the Global Economy. Cambridge (UK), Kings College, 35 str. [URL: http://www.unctad.org/en/docs/dp_113.en.pdf], september 1995.
5. Barberis Nicholas, Thaler Richard: A Survey of Behavioral Finance. National Bureau of Economic Research, Working Paper Series. [URL: <http://www.nber.org/papers/w9222.pdf>], september 2002.
6. Chang Kevin P. H., Osler Carol L.: Methodical Madness: Technical Analysis and the Irrationality of Exchange-Rate Forecasts. Economic Journal, Oxford (UK), 109(1999), 458, str. 636–661.
7. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation: Measuring and managing the value of companies. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2000. 494 str.
8. Damodaran Aswath: The Dark Side of Valuation: Firms with No Earnings, No History and No Comparables. [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/HighGrow.pdf>], marec 2000.
9. Goldberg Steven T.: The World's Worst Funds, Revisited – Steadman Funds. The Kiplinger Washington Editors, Inc. [URL: http://findarticles.com/p/articles/mi_m1318/is_5_53/ai_54432763], maj 1999.
10. Griffioen Gerwin A. W.: Technical Analysis in Financial Markets. Working Paper Series. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=566882], 3. 3. 2003.
11. Healy Paul M., Palepu Krishna G.: The Fall of Enron. Journal of Economics Perspectives, Pittsburgh, 17(2003), 2, str. 3–26.
12. Herper Matthew, Kang Peter: World's 10 Best-Selling Drugs. Forbes.com. [URL: http://www.forbes.com/2006/03/21/pfizer-merck-amgen-cx_mh_pk_0321topdrugs.html], 22. 4. 2007.
13. Hudli Afroz: Hybrid Multi-Agents, Financial Trading & The Technimentalist Approach. Melbourne : La Trobe University. [URL: <http://homepage.cs.latrobe.edu.au/ahudli/Final/PDFs/FinalLitSurvey.pdf>], 19. 10. 2005.
14. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje : Pozoj, 2003. 160 str.
15. Jorion Phillipe, Goetzmann William N.: Global Stock Markets in the Twentieth Century. Journal of Finance, Berkeley, 54(1999), 3, str. 953 - 980.
16. Kahneman Daniel, Riepe Mark W.: Aspects of Investor Psychology. Journal of Portfolio Management, New York, 24(1998), 4, 22 str.

17. Kaufman Marc: Merck CEO Resigns as Drug Probe Continues. Washington Post, Washington. [URL: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/05/05/AR2005050501115.html>], 6. 5. 2005.
18. Kent Daniel, Hirshleifer David, Subrahmanyam Avaidhar: A Theory of Overconfidence, Self-Attribution and Security Market Under- and Over-reactions. Working Paper Series, University of Michigan Business School. [URL: <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/2027.42/35542/2/b1924278.0001.001.pdf>], 1998.
19. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana : GV Založba, 2001. 542 str.
20. Köke Jens F.: Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers. Journal for institutional innovation, development and transition, 4(2000), 1, str. 15-34.
21. Kostolany Andre: Borzna psihologija. Ljubljana : Soleco, 2002. 215 str.
22. Krause Fund Research, Spring 2007: Johnson & Johnson. [URL: http://www.biz.uiowa.edu/krause/Spring_2007/JNJ_sp07.pdf], 13. 4. 2007.
23. Lindenberg Eric, Ross Michael: To Purchase or to Pool: Does It Matter?. Journal of Applied Corporate Finance, New York, 12(1999), 2, str. 32–47.
24. Loderer Claudio, Roth Lukas: Do cash distributions justify share prices? Evidence from the NYSE, AMEX, and NASDAQ. The 10th Symposium on Finance, Banking, and Insurance at the Universität Karlsruhe. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=514882], 20. 10. 2006.
25. Malkiel Burton: A Random Walk Down Wall Street. New York : W. W. Norton & Company, 2003. 522 str.
26. Moore Gwen: Strategic Management Lecture Notes. St. Louis : University of Missouri-St. Louis, 2004. 50 str.
27. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV Založba, 2002. 682 str.
28. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
29. Murphy, John J.: Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications. New York : New York Institute of Finance, 1999. 542 str.
30. Odean Terrance: Do Investors Trade Too Much?. The American Economic Review, Pittsburgh, 89(1999), 5, str. 1279-1298.
31. Porter Michael E.: How Competitive Forces Shape Strategy. Harvard Business Review, Tampa, 57(1979), 2, str. 137–145.
32. Pring Martin: Introduction to Technical Analysis. Dubuque : McGraw-Hill, 1997. 304 str.
33. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
34. Reitz Stefan: Why Technical Trading Works – A Simple Illustration. University of Giessen. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300079], 12. 11. 2006.
35. Riahi-Belkaoui Ahmed: Earnings Opacity, Stock Market Wealth Effect and Economic Growth. Chicago : University of Illinois. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=453560], oktober 2003.
36. Rozman Jure: Državne obveznice grozijo delnicam ameriških bank. Finance, Ljubljana. [URL: <http://www.finance.si/183720>], 7. 6. 2007.

37. Schwager D. Jack: Schwager on Futures: Fundamental Analysis. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1995. 639 str.
38. Senjur Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 502 str.
39. Soros George: Kriza globalnega kapitalizma: odprta družba v nevarnosti. Ljubljana : Cankarjeva založba, 1999. 251 str.
40. Šimon Aleksander: Metode za analizo vrednostnih papirjev. Ljubljana : samozaložba, 1996. 125 str.
41. The Consumer Confidence Press Release. The Conference Board, Inc.. [URL: <http://www.conference-board.org/economics/ConsumerConfidence.cfm>], 27. 3. 2007.
42. Thomsett Michael C.: Getting Started in Fundamental Analysis. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2006. 232 str.
43. Thomsett Michael C.: Mastering Fundamental Analysis: How to Spot Trends and Pick Winning Stocks Like the Pros. Chicago : Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998. 234 str.
44. Turk Ivan et al.: Finančno računovodstvo: Splošni del. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 814 str.
45. Turkovic Zlatko: To je borza. Ljubljana : Soleco, 2003. 225 str.
46. Wilcox Cole, Crittenden Eric: Does Trend Following Work on Stocks?. [URL: http://www.trendfollowing.com/whitepaper/Does_trendfollowing_work_on_stocks.pdf], 10. 11. 2006.
47. Zvi Bodie, Merton Robert C.: Finance. New Jersey : Prentice Hall, Inc., 2000. 442 str.

Viri

1. Bloomberg. [URL: <http://www.bloomberg.com/>], 21. 4. 2007.
2. Čas Miloš, Rotar Tomaž: Borzni izrazi s trojezičnim slovarjem. Maribor : Kapital, 1994. 190 str
3. Glaxosmithkline plc. [URL: <http://www.gsk.com>], 30. 4. 2007.
4. IMS Health. [URL: <http://www.imshealth.com>], 23. 4. 2007.
5. Investopedia. [URL: <http://www.investopedia.com>], 10.3.2007.
6. Johnson & Johnson. [URL: <http://www.jnj.com/home.htm>], 30. 4. 2007.
7. Stroški pri trgovanju z vrednostnimi papirji. Ljubljanska borza d.d. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1665&sid=>], 13. 3. 2007.
8. Market Watch from Dow Jones. [URL: <http://www.marketwatch.com/tools/marketsummary/screener.asp>], 15. 3. 2007.
9. Novartis AG. [URL: <http://www.novartis.com>], 30. 4. 2007.
10. Pfizer Inc.. [URL: <http://www.pfizer.com/pfizer/main.jsp>], 30. 4. 2007.
11. Slovar slovenskega knjižnega jezika. Ljubljana : DZS, 2005. 1714 str.
12. Teradata Magazin Online. [URL: <http://www.teradata.com/t/page/131951/>], 22. 4. 2007.
13. The Federation of International Trade Association. [URL: <http://www.fita.org/>], 22. 4. 2007.
14. The Free Dictionary by Farlex. [URL: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>], 11. 2. 2007.
15. Zunanje trgovinski podatki o ZDA. TradeStats Express Home. [URL: <http://tse.export.gov/>], 16. 4. 2007.

16. U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. [URL: <http://www.bea.gov/>], 21. 4. 2007.
17. U. S. Department of Labor. Poročilo o indeksu CPI za junij 2007. [URL: <http://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>], 21. 4. 2007.
18. U.S. Census Bureau. Največji trgovinski partnerji ZDA. [URL: <http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/highlights/top/top0701.html>], 17. 4. 2007.
19. Yahoo! Finance. [URL: <http://biz.yahoo.com>], 15. 4. 2007.
20. World Economic Situation and Prospects 2007. New York, United Nations. [URL: http://www.unctad.org/en/docs/wesp2007_en.pdf], 15. 4. 2007.
21. Wyeth. [URL: <http://www.wyeth.com>], 30. 4. 2007.
22. Zgodovina in analiza gibanja cen nafte. WTRG Economics. [URL: <http://www.wtrg.com/prices.htm>], 17. 4. 2007.

Priloge

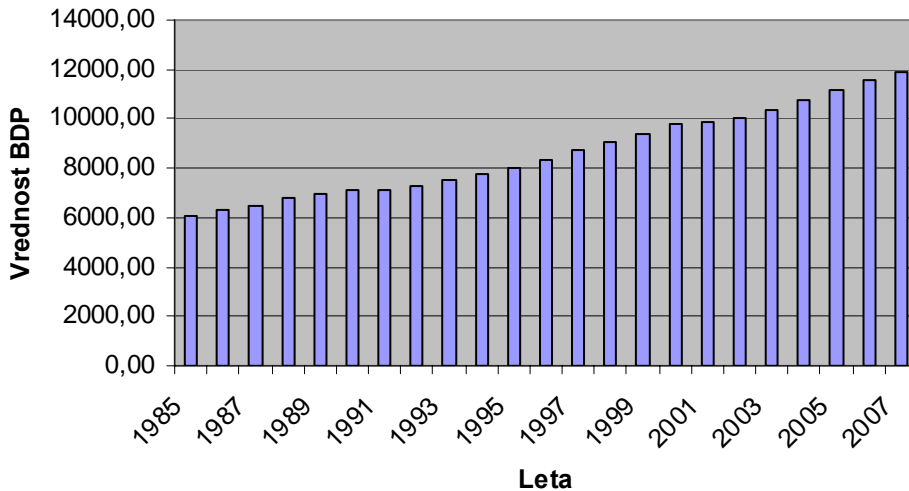
Kazalo slik

Slika 1: Gibanje BDP v ZDA med leti 1985 in 2007.....	2
Slika 2: Gibanje vrednosti indeksa CPI med letoma 1985 in 2006.....	2
Slika 3: Gibanje cen surove nafte skozi zgodovino	2
Slika 4: Gibanje cene delnice podjetja Johnson & Johnson med letom 1970 in 11. junijem 2007	3
Slika 5: Gibanje cene delnice podjetja Johnson & Johnson ter 50- in 200- dnevnih drsečih sredin med septembrom 2005 in 11. junijem 2007	3

Kazalo tabel

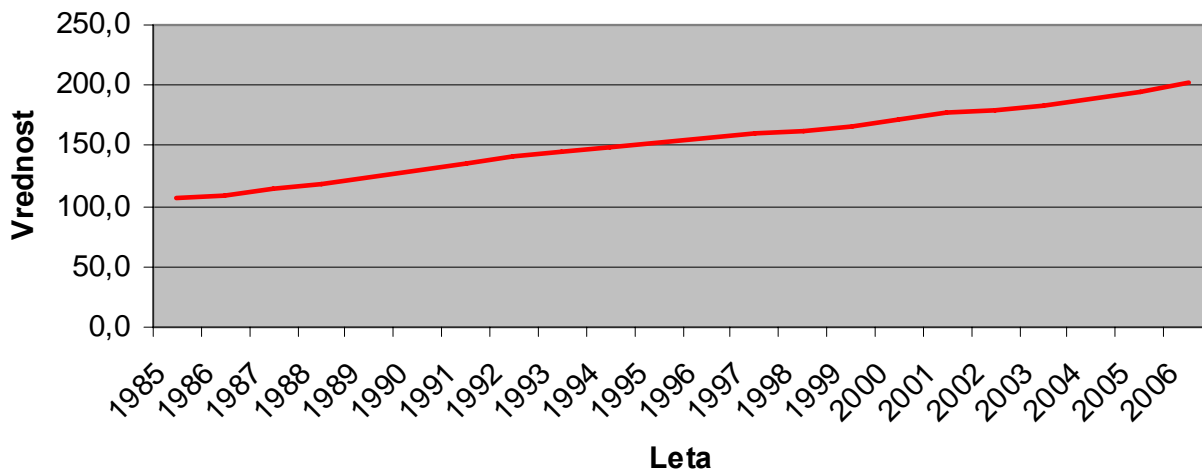
Tabela 1: Celotna zunanja blagovna trgovina ZDA v januarju 2007 (v milijardah USD).....	4
Tabela 2: 14 največjih ameriških izvoznih panog na Kitajsko v letu 2006 (v 1000 USD).....	4
Tabela 3: 14 največjih ameriških izvoznih panog v EU v letu 2006 (v 1000 USD).....	5
Tabela 4: 14 največjih ameriških izvoznih panog v Kanado v letu 2006 (v 1000 USD).....	5
Tabela 5: 14 največjih ameriških izvoznih panog na Japonsko v letu 2006 (v 1000 USD).....	6
Tabela 6: Kazalniki po izbranih panogah (v oklepaju vrednost kazalnika za pripadajoči sektor)..	6
Tabela 7: Prodaja farmacevtske panoge v svetu med letoma 1999 in 2006	7
Tabela 8: 10 največjih farmacevtskih podjetij po prodaji v ZDA (v milijardah USD).....	7
Tabela 9: Skupina kazalnikov drugega kriterija po podjetjih	7
Tabela 10: Izkaz poslovnega izida (v 1000 USD).....	8
Tabela 11: Kratkoročni koeficient (v 1000 USD).....	8
Tabela 12: Razmerje dolgoročni dolg/lastniški kapital (v 1000 USD)	9
Tabela 13: Delež dolgoročnega, kratkoročnega in celotnega dolga v financiranju podjetja	9
Tabela 14: Izplačilo dividend po letih (v 1000 USD)	9
Tabela 15: Denarni tok (DT) (v 1000 USD)	10
Tabela 16: Izračun prihodnje vrednosti podjetja (v dolarjih).....	10

Slika 1: Gibanje BDP v ZDA med leti 1985 in 2007



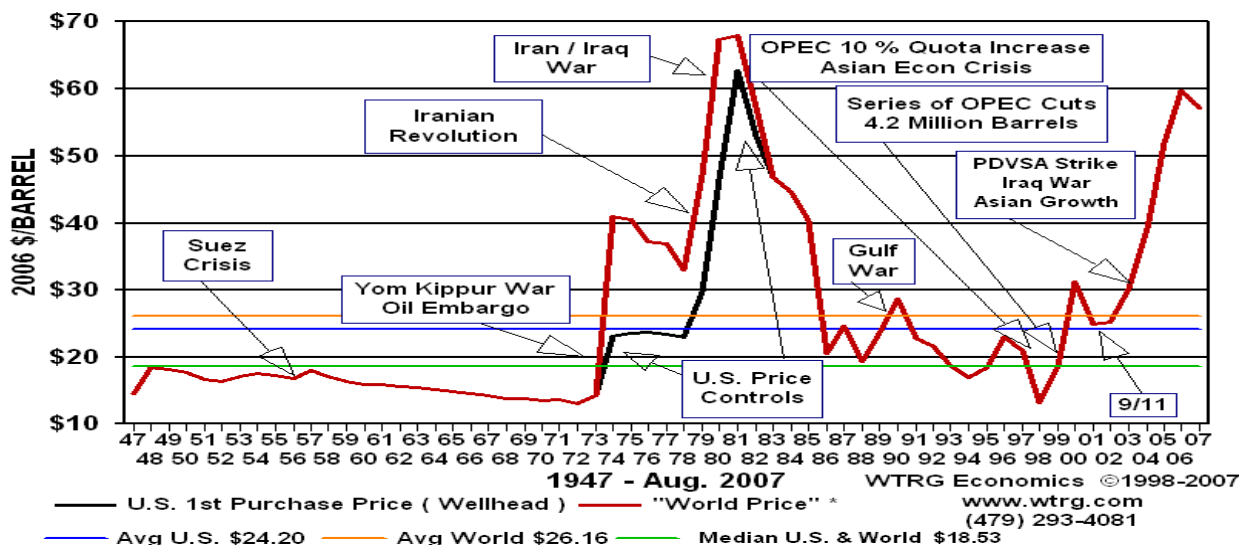
Vir: Bureau of Economic Analysis, 2007.

Slika 2: Gibanje vrednosti indeksa CPI med letoma 1985 in 2006



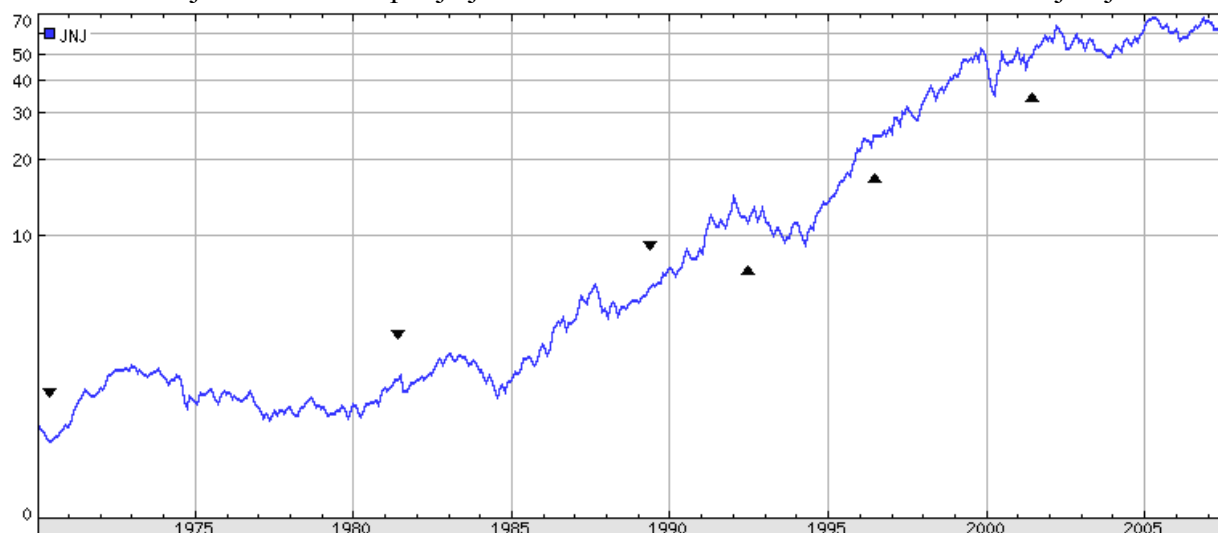
Vir: U.S. Department of Labor, 2007.

Slika 3: Gibanje cen surove nafte skozi zgodovino



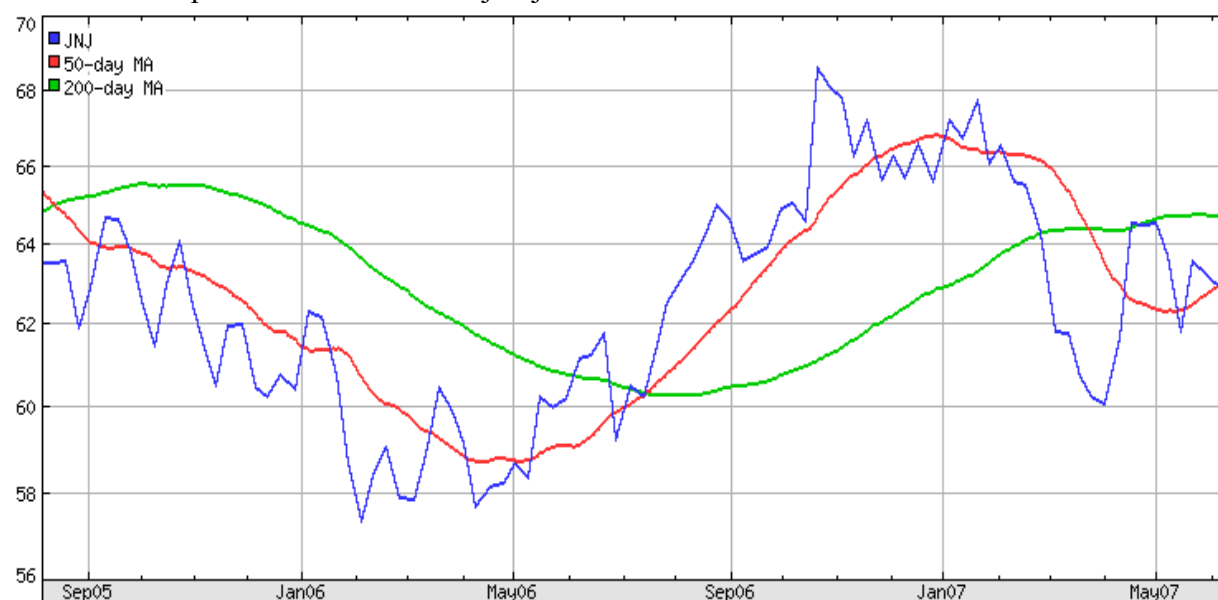
Vir: WTRG Economics, 2007.

Slika 4: Gibanje cene delnice podjetja Johnson & Johnson med letom 1970 in 11. junijem 2007



Vir: Yahoo! Finance, 2007.

Slika 5: Gibanje cene delnice podjetja Johnson & Johnson ter 50- in 200- dnevnih drsečih sredin med septembrom 2005 in 11. junijem 2007



Vir: Yahoo! Finance, 2007.

Tabela 4: Celotna zunanja blagovna trgovina ZDA v januarju 2007 (v milijardah USD)

Država	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Odstotek od celotne zunanje trgovine
Skupaj vse države	85,8	150,5	236,3	100,0%
Kanada	17,7	24,6	42,2	17,9%
Kitajska	4,4	25,6	30,0	12,7%
Mehika	10,7	15,3	26,1	11,0%
Japonska	5,0	11,5	16,5	7,0%
Nemčija	3,6	6,9	10,5	4,5%
Velika Britanija	3,7	4,1	7,8	3,3%
Južna Koreja	2,7	4,2	6,9	2,9%
Francija	2,4	3,0	5,3	2,3%
Tajvan	1,8	3,2	5,0	2,1%
Brazilija	2,2	2,0	4,2	1,8%
Nizozemska	3,0	1,2	4,2	1,8%
Malezija	0,9	2,9	3,9	1,6%
Italija	1,1	2,6	3,8	1,6%
Singapur	2,0	1,6	3,6	1,5%
Irska	0,8	2,5	3,2	1,4%

Vir: U.S. Census Bureau, 2007.

Tabela 5: 14 največjih ameriških izvoznih panog na Kitajsko v letu 2006 (v 1000 USD)

Panoga	Vrednost
Skupaj	55.224.163
85--electric machinery etc; sound equip; tv equip; pts	10.177.854
84--nuclear reactors. boilers. machinery etc.; parts	7.704.327
88--aircraft. spacecraft. and parts thereof	6.089.579
90--optic. photo etc. medic or surgical instrments etc	2.941.329
39--plastics and articles thereof	2.715.573
12--oil seeds etc.; misc grain. seed. fruit. plant etc	2.584.557
52--cotton. including yarn and woven fabric thereof	2.081.783
72--iron and steel	1.800.256
74--copper and articles thereof	1.774.424
76--aluminum and articles thereof	1.735.441
47--wood pulp etc; recovd (waste & scrap) ppr & pprbd	1.473.603
29--organic chemicals	1.418.254
87--vehicles. except railway or tramway. and parts etc	1.291.026
41--raw hides and skins (no furskins) and leather	876.258

Vir: [TradeStats Express Home](#), 2007.

Tabela 6: 14 največjih ameriških izvoznih panog v EU v letu 2006 (v 1000 USD)

Panoga	Vrednost
Skupaj	13.769.011
84--nuclear reactors. boilers. machinery etc.; parts	3.448.731
87--vehicles. except railway or tramway. and parts etc	1.781.756
88--aircraft. spacecraft. and parts thereof	1.464.668
85--electric machinery etc; sound equip; tv equip; pts	1.346.674
02--meat and edible meat offal	865.096
90--optic. photo etc. medic or surgical instrments etc	822.604
98--special classification provisions. nesoi	449.956
27--mineral fuel. oil etc.; bitumin subst; mineral wax	253.960
39--plastics and articles thereof	226.112
24--tobacco and manufactured tobacco substitutes	209.021
29--organic chemicals	200.107
30--pharmaceutical products	184.260
86--railway or tramway stock etc; traffic signal equip	166.450

Vir: [TradeStats Express Home](#), 2007.

Tabela 7: 14 največjih ameriških izvoznih panog v Kanado v letu 2006 (v 1000 USD)

Panoga	Vrednost
Skupaj	230.256.796
87--vehicles. except railway or tramway. and parts etc	46.090.332
84--nuclear reactors. boilers. machinery etc.; parts	41.449.590
85--electric machinery etc; sound equip; tv equip; pts	22.978.313
39--plastics and articles thereof	10.577.656
27--mineral fuel. oil etc.; bitumin subst; mineral wax	8.517.171
90--optic. photo etc. medic or surgical instrments etc	7.341.758
98--special classification provisions. nesoi	5.706.579
73--articles of iron or steel	5.479.161
72--iron and steel	5.017.174
48--paper & paperboard & articles (inc papr pulp artl)	5.014.535
94--furniture; bedding etc; lamps nesoi etc; prefab bd	3.948.265
29--organic chemicals	3.770.349
40--rubber and articles thereof	3.562.406
30--pharmaceutical products	3.241.746

Vir: [TradeStats Express Home](#), 2007.

Tabela 8: 14 največjih ameriških izvoznih panog na Japonsko v letu 2006 (v 1000 USD)

Panoga	Vrednost
Skupaj	59.649.181
84--nuclear reactors. boilers. machinery etc.; parts	8.206.781
90--optic. photo etc. medic or surgical instrments etc	6.638.612
85--electric machinery etc; sound equip; tv equip; pts	6.275.089
88--aircraft. spacecraft. and parts thereof	5.859.948
10--cereals	2.897.664
87--vehicles. except railway or tramway. and parts etc	1.732.161
28--inorg chem; prec & rare-earth met & radioact compd	1.727.899
29--organic chemicals	1.725.781
39--plastics and articles thereof	1.705.390
71--nat etc pearls. prec etc stones. pr met etc; coin	1.662.602
98--special classification provisions. nesoi	1.439.464
30--pharmaceutical products	1.379.635
12--oil seeds etc.; misc grain. seed. fruit. plant etc	1.350.657
38--miscellaneous chemical products	1.346.869

Vir: [TradeStats Express Home](#), 2007.

Tabela 9: Kazalniki po izbranih panogah (v oklepaju vrednost kazalnika za pripadajoči sektor)

Kazalnik Panoga	Dividendna stopnja donosa (%)	Čista dobi čkon osno t prod aje (%)
Glavne farmaceutsk e družbe	2,9 (1,71)	21,7 (11,7 4)
Pridelovanje žit in drugih poljščin	1,0 (2,03)	0,9 (7,11)
Pohištvena oprema	2,0 (2,03)	6,0 (7,11)
Mesni izdelki	0,7 (2,03)	1,9 (7,11)
Papirnati proizvodi	2,7 (2,03)	4,2 (7,11)

)
Železniški transport	1,2 (1,27)	13,7 (6,68)
Guma in plastika	1,0 (2,03)	0,3 (7,11)
Tobačni izdelki	3,7 (2,03)	12,8 (7,11)

Vir: Yahoo! Finance, 2007.

Tabela 10: Prodaja farmacevtske panoge v svetu med letoma 1999 in 2006

Svetovna prodaja	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Celotni svetovni trg (v milijardah ameriških dolarjev)	334	362	387	427	498	559	601	643
Stopnja rasti glede na prejšnje leto (%)	14,5	11,7	11,8	10,6	10,4	8,0	6,8	7,0

Vir: IMS Health Market Prognosis, 2007.

Tabela 11: 10 največjih farmacevtskih podjetij po prodaji v ZDA (v milijardah USD)

Podjetje	2006	2005
Pfizer	26,7	27,2
GlaxoSmithKline	21,7	20,0
Merck & Co	16,5	15,3
Johnson & Johnson	16,0	16,0
AstraZeneca	14,6	12,5
Amgen	14,5	11,9
Novartis	13,8	12,9
Sanofi-Aventis	10,9	11,1
Hoffman-LaRoche	10,2	8,2
Lilly	9,2	8,7
Skupaj	274,8	253,7

Vir: IMS Health, 2007.

Tabela 12: Skupina kazalnikov drugega kriterija po podjetjih

--	--	--	--

P			

Vir: Yahoo! Finance, 2007.

Tabela 13: Izkaz poslovnega izida (v 1000 USD)

	2006	2005	2004	2003	2002
Celoten prihodek	53.324.000	50.514.000	47.348.000	41.862.000	36.298.000
Stroški poslovanja	40.174.000	37.291.000	34.503.000	31.909.000	26.809.000
Dobiček iz poslovanja	13.150.000	13.223.000	12.845.000	9.953.000	9.489.000
Dobičkonosnost prodaje (%)	24,66	26,18	27,13	23,76	26,14
Neobdavčen dobiček	14.587.000	13.656.000	12.838.000	10.308.000	9.291.000
Dobičkonosnost neobdavčenega dobička (%)	27,36	27,03	27,11	24,62	25,60
Čisti dobiček	11.053.000	10.411.000	8.509.000	7.197.000	6.597.000
Dobičkonosnost čistega dobička (%)	20,73	20,61	17,97	17,19	18,17
Bilančni dobiček	11.053.000	10.411.000	8.509.000	/	/

Viri: Yahoo! Finance, 2007; Internetna stran podjetja, 2007; Lastni izračun.

Tabela 14: Kratkoročni koeficient (v 1000 USD)

Leto	Kratkoročna sredstva	Kratkoročne obveznosti	Kratkoročni koeficient
2000	16.691.000	7.255.000	2,30

2001	18.473.000	8.044.000	2,30
2002	19.266.000	11.449.000	1,68
2003	23.086.000	13.448.000	1,72
2004	27.320.000	13.927.000	1,96
2005	31.394.000	12.635.000	2,48
2006	22.975.000	19.161.000	1,20

Viri: Yahoo! Finance, 2007; Internetna stran podjetja, 2007; Lastni izračun.

Tabela 15: Razmerje dolgoročni dolg/lastniški kapital (v 1000 USD)

Leto	Dolgoročni dolg	Lastniški Kapital	Celotna kapitalizacija	Razmerje dolg/lastniški kapital
2000	6.595.000	20.395.000	26.990.000	32,34%
2001	6.211.000	24.233.000	30.444.000	25,63%
2002	6.410.000	22.697.000	29.107.000	28,24%
2003	7.946.000	26.869.000	34.815.000	29,57%
2004	7.577.000	31.813.000	39.390.000	23,82%
2005	7.519.000	37.871.000	45.390.000	19,85%
2006	12.077.000	39.318.000	51.395.000	30,72%

Viri: Yahoo! Finance, 2007; Internetna stran podjetja, 2007; Lastni izračun.

Tabela 16: Delež dolgoročnega, kratkoročnega in celotnega dolga v financiranju podjetja

Leto	Delež dolgoročnega dolga (%)	Delež kratkoročnega dolga (%)	Delež celotnega dolga (%)
2004	14,21	26,12	40,33
2005	12,96	21,76	34,73
2006	17,11	27,15	44,27

Vir: Lastni izračun, 2007.

Tabela 17: Izplačilo dividend po letih (v 1000 USD)

Leto	Izplačilo	Sprememba na prejšnje leto
2000	1.724.000	/
2001	2.047.000	+ 18,74%
2002	2.381.000	+ 16,32%
2003	2.746.000	+ 15,33%
2004	3.251.000	+ 18,39%
2005	3.793.000	+ 16,67%
2006	4.267.000	+ 12,50%

Viri: Yahoo! Finance, 2007; Internetna stran podjetja, 2007; Lastni izračun.

Tabela 18: Denarni tok (DT) (v 1000 USD)

	2006	2005	2004
DT iz poslovanja	14.248.000	11.877.000	11.131.000
DT iz investiranja	(20.291.000)	(279.000)	(2.347.000)
DT iz financiranja	(6.109.000)	(4.521.000)	(5.148.000)
Celotni DT	(11.972.000)	6.852.000	3.826.000

Vir: Yahoo! Finance, 2007.

Tabela 19: Izračun prihodnje vrednosti podjetja (v dolarjih)

	2007	2008	2009	2010	2011	2011+
Pričakovana vrednost dobička na delnico – EPS	4,04	4,22	4,25	4,48	4,7	4,91
Pričakovana vrednost dividend na delnico – Div	1,51	1,58	1,59	1,68	1,76	/
Prihodnja cena delnice (P/E * EPS)	/	/	/	/	/	87,0052
Diskontni faktor – (1+k)	1,0631	1,1303	1,2016	1,2775	1,3582	/
Prihodnji denarni tok	1,51	1,58	1,59	1,68	1,76	87,0052
Diskontirana pričakovana vrednost dividend na delnico po letih	1,42	1,40	1,32	1,32	1,30	64,06

Vir: Lastni izračun.

Angleško-slovenski slovar

<i>accumulation phase</i>	faza akumulacije
<i>active investment strategie</i>	aktivna strategija investiranja
<i>adjusted operating cash flow</i>	prilagojen denarni tok iz poslovanja
<i>advance/decline ratio</i>	razmerje med naraščajočimi in upadajočimi delnicami na trgu
<i>auditor's report</i>	mnenje neodvisnega revizorja model
<i>average annual turnover rate</i>	povprečna stopnja letnega obrata sredstev
<i>Average Directional Movement Index</i>	indeks ADX
<i>balance sheet, financial sheet</i>	bilanca stanja
<i>bear</i>	faza upada
<i>bear market correction</i>	korekcija medvedjih trgov
<i>bear trap</i>	past pri preboju podporne krivulje
<i>behavioral finance</i>	vedenjske finance
<i>bonds</i>	obveznice
<i>breadth index</i>	število

	naraščajočih in padajočih cen delnic na trgu, globina trga
<i>bull</i>	faza rasti
<i>bull trap, false breakout</i>	past pri preboju odporne krivulje
<i>bull/bear ratio</i>	razmerje med investitorji, ki se obnašajo bikovsko in medvedje
<i>business review</i>	poslovno poročilo
<i>buy-and-hold</i>	strategija kupi in drži
<i>buy-and-participate strategy</i>	kupi-in-sodeluj strategija
<i>capital gain</i>	kapitalski donos
<i>cash flows</i>	denarni tokovi
<i>chart patterns</i>	vzorci diagramov
<i>constant growth model</i>	model enakomerne rasti dividend
<i>contraction, recession</i>	upadanje
<i>core earnings</i>	dobiček pred izrednimi dogodki
<i>country risk</i>	deželno tveganje
<i>current dividend yield</i>	kazalnik tekočega dividendnega

	donosa
<i>current ratio</i>	kratkoročni koeficient
<i>debt/equity ratio</i>	koeficient dolgovno- kapitalskega razmerja
<i>demand</i>	povpraševanje
<i>discount brokerage account</i>	posredniški račun z diskontom
<i>distribution phase</i>	faza distribucije
<i>dividend discount model</i>	DDM – model diskontirane dividende
<i>dividend payout ratio</i>	delež čistega dobička izplačanega v obliki dividend
<i>dividends per share</i>	kazalnik dividend na delnico
<i>Dow theory</i>	Dow teorija
<i>Earnings Before Interes and Taxes</i>	kazalnik EBIT
<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>	kazalnik EBITDA
<i>earnings per share</i>	kazalnik EPS
<i>earnings report</i>	poročilo o dobičkih
<i>economic risk</i>	ekonomsko tveganje deviznega tečaja
<i>efficient market</i>	teorija

<i>theory</i>	učinkovitega trga kapitala
<i>equities</i>	lastniški papirji
<i>expansion, recovery</i>	oživljanje
<i>exponential</i>	eksponentno povprečje
<i>fait accompli</i>	pojav »fait accompli«
<i>fear and greed</i>	strah in pohlep
<i>financial review</i>	finančno poročilo
<i>financial statements</i>	računovodski izkazi (RI)
<i>firm-foundation theory</i>	teorija o temeljnih podjetja
<i>footnotes to financial statements</i>	pojasnila k računovodskim izkazom
<i>fundamental analysis</i>	temeljna analiza
<i>fundamentalist</i>	temeljni analitik
<i>fundamentals</i>	temeljni dejavniki
<i>future profits</i>	prihodnji dobički
<i>gaps</i>	razlika med zaključnimi in naslednjimi odpiralnimi tečajem
<i>GARP investing - growth at a reasonable price</i>	GARP strategija

<i>greater fool theory</i>	teorija večjega nepreudarnega investitorja
<i>gross margin</i>	bruto marža
<i>growth investing</i>	strategija investiranja na podlagi rasti
<i>herd instinct</i>	psihologija množice oziroma čredno obnašanje množice
<i>income statement</i>	izkaz poslovnega izida
<i>index fund</i>	indeksni investicijski sklad
<i>indexing</i>	strategija indeksiranja
<i>inflation</i>	inflacija
<i>initial risk</i>	začetno tveganje
<i>interest rate analysis</i>	analiza obrestnih mer
<i>interest rate risk</i>	tveganje spremembe obrestne mere
<i>intrinsic value</i>	notranja vrednost
<i>inventory turnover ratio</i>	koeficient obračanja zalog
<i>investors</i>	investitorji
<i>lagging indicators</i>	kazalniki, ki sledijo trendom
<i>letter to shareholders</i>	pismo delničarjem ali

	uvodna beseda uprave
<i>liquidity risk</i>	likvidnostno tveganje
<i>long term</i>	daljše obdobje
<i>loss aversion</i>	nenaklonjenost izgubam
<i>market price</i>	tržna cena tveganje
<i>market risk</i>	tržno tveganje
<i>McClellan oscillator</i>	McClellanov kazalnik nihanja
<i>minor trend</i>	manjši oz, krajši trend
<i>momentum indicators</i>	kazalnik momenta oziroma gonilne moči trga
<i>money management</i>	metoda denarnega upravljanja
<i>Moving Average Convergence Divergence</i>	kazalnik MACD
<i>moving averages</i>	drseče sredine
<i>multiple regression analysis</i>	multipla regresijska analiza
<i>multiple-factor model</i>	mnogokratni model
<i>multi-stage models</i>	model sestavljene enačbe – model neenakomerne rasti dividend

<i>naive base-year extrapolation</i>	naivna ekstrapolacija bazičnega leta
<i>naive overconservatism</i>	naiven prekomerni koservatizem
<i>net profit</i>	čisti dobiček
<i>net profit margin</i>	neto dobičkovna marža
<i>odd lot balance index</i>	razmerje med prodajami in nakupi, ki so nenormalno majhni za določeno delnico
<i>open interest</i>	število odprtih terminskih pogodb ali opcijskih pogodb
<i>oscillators</i>	kazalnik nihanj
<i>over- and under-reaction</i>	učinek pretiranega odzivanja na nove informacije
<i>overconfidence</i>	učinek pretirane samozavesti
<i>overoptimism</i>	učinek pretiranega optimizma
<i>overvalued</i>	precenjen
<i>passive investment strategie</i>	pasivna strategija investiranja

<i>peak</i>	ciklični vrh
<i>price earnings ratio</i>	model multiplikatorja dobička
<i>price/sales ratio</i>	model multiplikatorja prodaje
<i>primary</i>	primarni trend
<i>prime rate</i>	osnovna obrestna mera
<i>privat housing permit</i>	število novo izdanih stanovanjskih dovoljenj
<i>prospect theory</i>	teorija možnosti
<i>pseudo-science</i>	lažna znanost
<i>public participation phase</i>	faza širšega vstopa tržnih udeležencev
<i>purposeful overconservatism</i>	nameren prekomerni koservatizem
<i>quick ratio, acid test ratio</i>	pospešeni koeficient
<i>rates of mortgages</i>	stanje hipotek
<i>real business cycle theory</i>	realni poslovni cikli
<i>real business cycle theory</i>	teorija realnih poslovnih ciklov
<i>regret theory</i>	teorija obžalovanja
<i>reinvestment risk</i>	tveganje reinvestiranja,
<i>Relative Strenght</i>	indeks relativne

<i>Index</i>	moči
<i>resistance</i>	odporna črta
<i>secondary</i>	sekundarni trend
<i>securities</i>	vrednostni papirji
<i>selection bias</i>	pristranost izbire
<i>sentiment indicators</i>	kazalnik obnašanja
<i>short term</i>	kratko obdobje
<i>signal line</i>	signalna krivulja
<i>simple</i>	aritmetično povprečje
<i>sovereign risk</i>	tveganje suverenosti
<i>speculations</i>	špekulacije
<i>standard deviation</i>	standardni odklon
<i>statement of cash flow</i>	izkaz denarnega toka
<i>statement of retained earnings</i>	izkaz zadržanega dobička
<i>stochastic oscillator</i>	stohastični kazalnik nihanja
<i>supply</i>	ponudba
<i>support</i>	podporna črta
<i>survivorship bias</i>	pristranost preživetja
<i>tangible book value per share</i>	koeficient neto aktive na delnico, koeficient P/B

<i>technical analysis</i>	tehnična analiza
<i>technical trading rule</i>	<i>TTR</i> – pravila trgovanja tehnične analize
<i>technicians, chartists, technical traders</i>	tehnični analitik
<i>technimental analysis</i>	tehno-temeljna analiza
<i>technimental analysis</i>	tehno-temeljna analiza
<i>to sell short</i>	prodaja na kratko
<i>traders</i>	trgovci
<i>traders' remorse</i>	skesanost trgovca
<i>trading phase</i>	faza trgovanja
<i>transaction costs</i>	transakcijski stroški
<i>transaction risk</i>	transakcijsko tveganje deviznega tečaja
<i>transfer risk</i>	transferno tveganje
<i>translation risk</i>	tveganje preračunavanja deviznega tečaja
<i>trending phase</i>	faza trenda
<i>trough</i>	ciklično dno
<i>undervalued</i>	podcenjen
<i>value investing</i>	strategija vrednostnega

<i>volatility</i>	investiranja
<i>volume data</i>	spremenljivost
<i>working capital</i>	obseg trgovanja
<i>turnover ratio</i>	koeficient obračanja obratnih sredstev
<i>zero growth model</i>	model enakih dividend