

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**WARREN BUFFETTOV PRISTOP K VLAGANJU NA PRIMERU  
PODJETJA THE COCA-COLA COMPANY**

Ljubljana, junij 2011

Jure Štimac

## **IZJAVA**

Študent/ka \_\_\_\_\_ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom \_\_\_\_\_, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 PRISTOPI K VLAGANJU .....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 PASIVNO VLAGANJE .....</b>	<b>2</b>
<b>1.2 TEHNIČNA ANALIZA .....</b>	<b>3</b>
<b>1.3 TEMELJNA ANALIZA .....</b>	<b>4</b>
<b>1.3.1 Arbitraža .....</b>	<b>4</b>
<b>1.3.2 Vlaganje v rastoča podjetja .....</b>	<b>5</b>
<b>1.3.3 Vlaganje v vrednost .....</b>	<b>6</b>
<b>2 USMERJENO VLAGANJE .....</b>	<b>11</b>
<b>2.1 ISKANJE PRIMERNEGA PODJETJA .....</b>	<b>15</b>
<b>2.1.1 Enostavnost in razumljivost podjetja .....</b>	<b>16</b>
<b>2.1.2 Uspešen management .....</b>	<b>16</b>
2.1.2.1 Učinkovita uporaba zadržanih dobičkov .....	17
<b>2.1.3 Finančna uspešnost podjetja .....</b>	<b>17</b>
2.1.3.1 Donosnost lastniškega kapitala.....	17
2.1.3.2 Čisti dobiček na delnico .....	18
2.1.3.3 Profitna marža.....	19
2.1.3.4 Denarni tok .....	19
<b>2.1.4 Analiza plačilne sposobnosti podjetja .....</b>	<b>21</b>
2.1.4.1 Delež dolga v kapitalu .....	21
2.1.4.2 Število let za odplačilo dolga.....	22
<b>2.1.5 Ocenjevanje vrednosti podjetja .....</b>	<b>22</b>
<b>2.1.6 Varnostna marža .....</b>	<b>23</b>
<b>3 PRIMER ZAVAROVALNICE GEICO .....</b>	<b>23</b>
<b>4 PRIMER PODJETJA THE COCA-COLA COMPANY .....</b>	<b>25</b>
<b>4.1 ENOSTAVNOST IN RAZUMLJIVOST PODJETJA .....</b>	<b>27</b>
<b>4.2 USPEŠEN MANAGEMENT .....</b>	<b>27</b>
<b>4.2.1 Učinkovita uporaba zadržanih dobičkov .....</b>	<b>28</b>
<b>4.3 FINANČNA USPEŠNOST PODJETJA .....</b>	<b>30</b>
<b>4.3.1 Donosnost lastniškega kapitala .....</b>	<b>30</b>
<b>4.3.2 Profitna marža .....</b>	<b>32</b>
<b>4.3.3 Denarni tok .....</b>	<b>33</b>
<b>4.4 ANALIZA PLAČILNE SPOSOBNOSTI PODJETJA .....</b>	<b>34</b>
<b>4.4.1 Delež dolga v kapitalu .....</b>	<b>34</b>
<b>4.4.2 Število let za odplačilo dolga .....</b>	<b>34</b>
<b>4.5 OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA .....</b>	<b>35</b>
<b>4.6 VARNOSTNA MARŽA .....</b>	<b>36</b>
<b>SKLEP .....</b>	<b>38</b>







## UVOD

Cilj večine vlagateljev je »premagati« trg in doseči čim višje donose. Za analizo vrednostnih papirjev uporabljajo različne metode, ki so jim v pomoč pri njihovem odločanju.

Nekateri vlagatelji analizirajo delnice le s pomočjo grafov ter na podlagi preteklih cen delnic na borzi. Ta metoda se imenuje tehnična analiza, vlagatelji, ki to metodo uporabljajo, pa »čartisti«. Svoje odločitve sprejemajo na podlagi matematičnih in statističnih izračunov ter grafov. Vlagatelji, ki prisegajo na tehnično analizo, menijo, da se cene delnic gibljejo v trendu, zato poskušajo najti pretekle vzorce, ki naj bi se ponovili v prihodnosti.

Drugi vlagatelji pri svojem odločanju uporabljajo temeljno analizo. Pri analizi podjetja si pomagajo s poslovnimi izkazi podjetja in makroekonomskimi kazalci ter uporabljajo različne kazalnike vrednotenja, ki jih primerjajo med podjetji in panogami. Najbolj pogosta kazalnika vrednotenja sta razmerje med tržno ceno in knjigovodsko vrednostjo P/B ter razmerje med tržno ceno in dobičkom na delnico P/E. Vlagatelje, ki uporabljajo temeljno analizo, lahko razvrstimo na vlagatelje, ki vlagajo v vrednost, in tiste, ki vlagajo v rast podjetja. Prvi kupujejo delnice, katere imajo nizke kazalnike vrednotenja P/B in P/E. Pri drugih pa so zaradi pričakovane višje rasti podjetij ti kazalniki višje vrednoteni, zato pri svojih odločitvah uporabljajo kazalnik PEG, ki kaže razmerje med kazalnikom P/E in pričakovano letno stopnjo rasti dobička na delnico.

Warren Buffett je razvil svojo metodo analize podjetij in jo poimenoval usmerjeno vlaganje. Pri analizi podjetij se ne zanaša le na ceno delnice in kazalnike vrednotenja, temveč podjetja prouči bolj podrobno ter se osredotoča na njihovo poslovanje in možnosti za nadaljnjo rast. Išče podjetja, ki jih razume in jih vodijo sposobni managerji, ki dosegajo odlične poslovne rezultate. Zanima ga, kako managerji vodijo podjetje, kako racionalni so pri svojih odločitvah, kakšne profitne marže dosega podjetje in kakšni so zaslužki za lastnike. Najbolj pomembna pri njegovih odločitvah je varnostna marža, ki predstavlja razliko med oceno notranje vrednosti podjetja in trenutne cene na trgu. Buffett se za nakup podjetja odloči šele, ko je varnostna marža dovolj velika, da se nakup izplača. Bistvo njegove metode je, da se osredotoča le na nekaj podjetij, ki jih lahko nadzoruje.

Namen diplomskega dela je predstaviti Warren Buffettov pristop k usmerjenem vlaganju. Na začetku bom predstavil različne pristope k vlaganju, s katerimi vlagatelji poizkušajo dosegati čim višje donose. V drugem delu bom predstavil glavna načela usmerjenega vlaganja. Na primeru podjetja GEICO bom predstavil, kako Buffettu zavarovalnice služijo kot investicijsko orodje. Na primeru podjetja Coca-Cola pa bom predstavil kriterije, ki jih Buffett išče pri nakupu podjetij, kazalnike, na katere se osredotoča, in pomembnost varnostne marže.

# 1 PRISTOPI K VLAGANJU

Želja vseh vlagateljev je premagovati trg, vendar le maloštevilnim to uspeva na dolgi rok. Vsak si po svoje razlaga delovanje trga. Pri tem si pomagajo z različnimi, včasih celo nasprotujočimi si pristopi, katere bom predstavil v tem poglavju. Fabozzi (2009) razlikuje med dvema najbolj razširjenima pristopoma analiziranja vrednostnih papirjev: temeljno oziroma fundamentalno analizo in tehnično analizo. Privrženci tehnične analize skušajo prihodnjo vrednost napovedati s pomočjo preteklih cen in »branja« grafov s pomočjo različnih statističnih in stohastičnih instrumentov. Fundamentalisti se osredotočajo na celotno podjetje, podatke pa pridobivajo iz poslovnih izkazov in iz letnih poročil. Privrženci temeljne analize se delijo na vlagatelje, ki iščejo že uveljavljena dobro stoječa podjetja, katerih cena na trgu naj bi bila nižja od njihove notranje vrednosti (angl. *intrinsic value*), in na tiste, ki iščejo podjetja, za katere se pričakuje visoka rast dobičkov.

## 1.1 Pasivno vlaganje

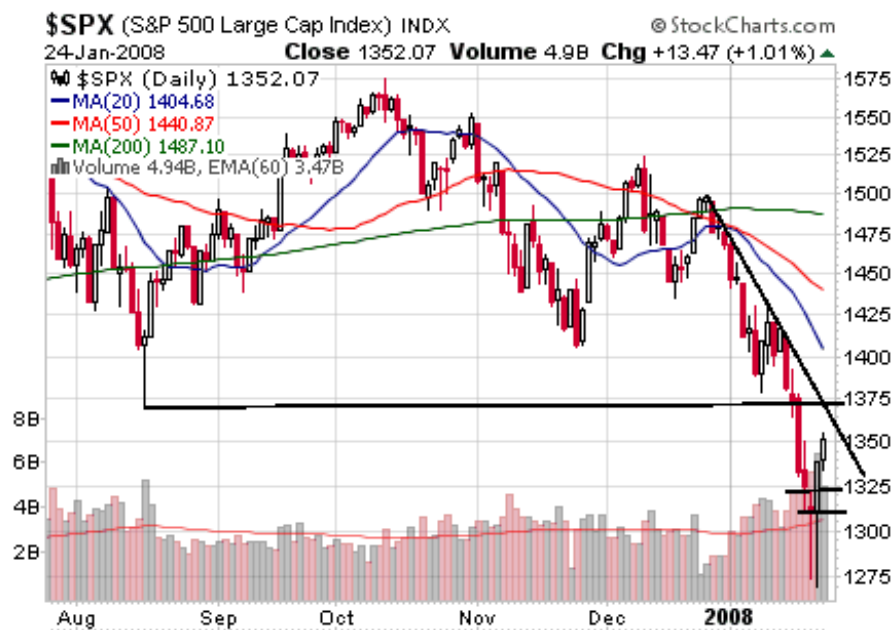
Damodaran (2003, str. 439) pravi, da povprečen posamezni vlagatelj zaradi visokih transakcijskih stroškov ne premaga trga. Vlagatelji, ki jim ne uspe premagovati trga, lahko za vlaganje uporabljajo aktivno upravljanje s portfeljem, vlagajo v vzajemne sklade, indekse ali indeksne sklade. Ena izmed možnosti upravljanja s finančnimi naložbami je aktivno upravljanje s portfeljem s strani strokovnjakov ali vlaganje v vzajemne sklade. Aktivni upravljalci s portfeljem skušajo zadovoljiti svoje stranke s tem, da kupujejo ali prodajajo vrednostne papirje. Raziskave kažejo, da kar 90-odstotkov aktivno vodenih vzajemnih skladov dosega slabše donose kot trg (Hagstrom, 2005, str. 219). Razlika v donosnosti znaša približno toliko, kot znašajo stroški upravljanja sklada in transakcijski stroški (Graham, 2003, str. 377). Vzrok neučinkovitosti aktivnih upravljalcev je prevelika aktivnost, kar vodi do višjih transakcijskih stroškov, višjih davkov na kapitalski dobiček in zaračunavanje visokih upravljaljskih provizij. Druga možnost so indeksirane naložbe. Indeksirane naložbe so pasivni pristop k vlaganju, kjer vlagatelj kupi delnice in jih drži. To pomeni sestavljanje in ohranitev razpršenega portfelja, oblikovanega tako, da naj bi posnemal sestavo izbranega borznega indeksa, na primer Standard & Poor 500 ali SBI TOP. Najenostavnejši način, kako oblikovati tak portfelj, je vlaganje v indeksne sklade. Graham (2003, str. 249) in Buffett (1997) sta mnenja, da so za individualnega vlagatelja najboljša izbira indeksni skladi z minimalnimi upravljaljskimi stroški. Stroški njihovega vodenja znašajo 0,2-odstotkov letno ter 0,1-odstotka letnih transakcijskih stroškov, kar je znatno manj kot povprečen delniški vzajemni sklad z 1,5-odstotnimi stroški upravljanja ter 2-odstotno trgovalno provizijo (Graham, 2003, str. 249).



## 1.2 Tehnična analiza

Tehnična analiza je strategija vlaganja in analiziranja finančnih trgov z uporabo preteklih informacij. Glavni vir informacij so največkrat pretekle cene in obseg prometa. Tehnični analitiki pri napovedovanju prihodnjih gibanj cen z razliko od »fundamentalistov« ne uporabljajo kazalcev, kot so dividende, dobički ali vrednost podjetja. Njihova glavna orodja so grafi, zato jih včasih imenujemo tudi »čartisti« (angl. *chartists*) (Siegel, 2003, str. 241). Ta strategija je v nasprotju z Random Walk teorijo, ki pravi, da se cene delnic gibljejo slučajno. Privrženci tehnične analize menijo, da so vlagatelji pogosto neracionalni, njihova pričakovanja pa so po navadi postavljena previsoko ali prenizko. Predvidevajo, da se cene gibajo v trendu, zato poizkušajo odkrivati vzorce (angl. *pattern*), ki so se dogajali v preteklosti, in menijo, da se bodo v prihodnosti zopet pojavljali (Murphy, 1999, str. 3-4).

Slika 1: Primer tehnične analize S&P500 indeksa velikih podjetij



Vir: *Internetnews.com* (2008). *Technical Analysis: S&P Nears a Big Test*

Metode, ki jih analitiki uporabljajo, so linijski graf, graf z japonskimi svečniki (angl. *candlestick*) in HLC (High, Low, Close) oziroma OHLC (Open, High, Low, Close) graf (Murphy, 1999, str. 36). Metode, ki jih uporabljajo pri določanju trenda, so trendne linije. Trendne linije povezujejo najmanj dva zaporedna vrhova ali dna na grafu. Linija, ki povezuje vrhove, se imenuje odporna, linija, ki povezuje več dnov, se imenuje podporna (Murphy, 1999, str. 55). Analitiki uporabljajo tudi indikatorje, s katerim poizkušajo napovedati obrat trenda preden pride do obrata. Obstajata dva tipa indikatorjev. Vodilni indikatorji (angl. *leading indicators*) skušajo predvideti gibanje cen in dajejo signale za nakup ali prodajo. Drug tip indikatorjev so sledilni indikatorji (angl. *lagging indicators*),

ki sledijo trendu gibanja cene (Bernstein, 2002, str. 57-58). Najbolj pogosti vodilni indikatorji so indeks relativne moči (RSI – angl. *Relative Strength Index*), stohastični oscilator (angl. *stochastic oscillator*) in Bollingerjevi obroči (angl. *Bollinger bands*) (Murphy, 1999, str. 223-255). Najbolj pogosta sledilna indikatorja sta drseča sredina (angl. *moving average*) in MACD (angl. *moving average convergence/ divergence*) (Appel, 2005, str. 165).

Slika 1 nam prikazuje primer tehnične analize. Na sliki je prikazano gibanje vrednosti S&P 500 indeksa velikih podjetij od avgusta 2008 do januarja 2009. Za analizo indeksa je bil uporabljen graf z japonskimi svečniki. Rdeči svečniki prikazujejo dan, ko je bila vrednost indeksa ob zaprtju trgovanja nižja kot ob odprtju, črni svečniki pa prikazujejo dan, ko je bila vrednost na začetku trgovanja višja kot ob zaključku. Preko prikazov vrednosti indeksov potekajo modre, rdeče in zelene krivulje. Modra krivulja predstavlja 20-, rdeča 50- in zelena 200-dnevno drsečo sredino. Drseče sredine so pogosto uporabljeni način računanja podcenjenosti ali precenjenosti trga. Črna vodoravna črta predstavlja podporno linijo. Podporna linija je psihološka črta, za katero tehnični analitiki menijo, da se vrednost pod to linijo ne bo spustila in se bo vrednost indeksa odbila navzgor (Murphy, 1999, str. 55-56). Pod grafom s svečniki je prikazana vrednost prometa v posameznem dnevu in eksponentna drseča sredina.

### **1.3 Temeljna analiza**

Temeljna oziroma fundamentalna analiza pri napovedi primerne cene delnice uporablja pričakovane dobičke in dividende, prihodnje obrestne mere in oceno tveganja. Pri temeljni analizi poizkušamo ugotoviti sedanjo vrednost diskontiranih dobičkov, ki jih bodo dobili lastniki od svojih delnic (Bodie, Kane & Marcus 2001, str. 348). Temeljna analiza izhaja iz stališča, da ima delnica pravo ali notranjo vrednost, ki ji skuša slediti cena na trgu. Cena se na kratek rok lahko razlikuje od te vrednosti, na dolgi rok, pa se bosta cena in notranja vrednost zblížali (Gray, Cusatis, Woolridge, 2004, str. 84). Analiza vključuje različne ekonomske in poslovne podatke, kot so izkazi uspeha, pretekli dobički, prodaja, bilance stanja, management in razvoj podjetja, ki so nam v pomoč pri napovedi prihodnje uspešnosti ali neuspešnosti podjetja. Temeljna analiza torej preučuje temelje podjetja; njihove proizvode, kupce, dobavitelje, prihodnja pričakovanja in moč managementa (Fontanills, 2005, str. 416).

#### **1.3.1 Arbitraža**

Arbitraža vključuje kupovanje aktivnih sredstev na enem trgu in obenem prodajanje na drugem trgu. Namen arbitraže je ustvarjanje dobičkov zaradi razlik v cenah, do katerih prihaja zaradi neučinkovitosti med dvema trgoma (Bodie et al., 2001, str. 320).

Pri čisti arbitraži gre za dve obliki sredstev z enakimi denarnimi tokovi in različnimi cenami, na primer opcije in terminske pogodbe na trgu izvedenih finančnih instrumentov. Ta vrsta arbitraže ne predstavlja nobenega tveganja in je zelo redka (Pabrai, 2007, str. 40). Druga vrsta je špekulativna arbitraža, pri kateri ni nujno, da gre za pravo arbitražo. Vlagatelji izkoriščajo nepravilno ocenjene in podobne vrednostne papirje tako, da kupujejo podcenjene in prodajajo precenjene (Focardi & Fabozzi, 2004, str. 576).

Posebna vrsta špekulativne arbitraže je parna arbitraža. Pri parni arbitraži vlagatelj kupuje ali prodajajo dva različna vrednostna papirja, ki imata podobne značilnosti (delnice dveh podjetij v isti panogi). Pri tej vrsti obstaja veliko tveganje, saj ni nujno, da delnice v ceni konvergirajo. Druga vrsta špekulativne arbitraže je arbitraža združitve. Cena delnice podjetja po navadi ob objavi prevzemne ponudbe zraste, vendar je še vedno malo nižja od končne prevzemne cene. Vlagatelji pri tem poizkušajo izkoristiti razliko med ceno na trgu in prevzemno ceno (Stanyer, 2006, str. 154).

Za primer arbitraže na borzi lahko izberemo delnice podjetja Citigroup. Delnice te banke kotirajo na newyorški, tokijski in mehiški borzi (Citigroup, 2008, str. 203). 30. januarja 2009 se je cena delnic na tokijski borzi gibala med 351 in 339 jeni. Na newyorški borzi so se vrednosti delnice gibale med 3,99 in 3,57 dolarji. Srednji menjalni tečaj med valutama je znašal 89,60 jenov za dolar. V primeru Citigroup bi lahko kupili delnice na tokijski borzi za 340 jenov. Na newyorški borzi bi delnice lahko prodali po ceni 3,99 dolarjev na delnico, kar znaša 357,5 jenov. Dolarje bi zamenjali nazaj v jene in bi s tem imeli dobiček 17,5 jenov na delnico oziroma pet-odstotni donos. Tveganje, ki pri tej arbitraži obstaja, je da tokijska in newyorška borza nista odprti ob istem času. Tako moramo pri nakupu na tokijski borzi počakati do odprtja newyorške, v tem času pa lahko pride do novih informacij.

### **1.3.2 Vlaganje v rastoča podjetja**

Vlagatelji, ki sledijo vlaganju v rastoča podjetja, vlagajo v tista podjetja, za katere pričakujejo nadpovprečno rast dobičkov, ki ne plačujejo oziroma plačujejo zelo nizke dividende in veliko reinvestirajo. Prepričanje, da vlagatelji vlagajo v podjetja z visokimi kazalniki (P/E, P/B), velja za zmotno, kar bi pomenilo, da jih vrednost investicije ne zanima. Ravno tako kot vlagatelji v vrednost tudi vlagatelji v rast iščejo podjetja, katerih pričakovana vrednost rasti je v danem trenutku podcenjena. Razlika je le v tem, da vlagatelji v vrednost iščejo že uveljavljena podjetja in dajejo večji pomen vrednosti sredstev, medtem ko vlagatelji v rast iščejo priložnost v rastočih podjetjih (Damodaran, 2003, str. 268).

Damodaran (2003, str. 21-30) predstavi tri kazalnike, ki odražajo rastoča podjetja. To so visoka rast dobičkov, podjetja z visokim razmerjem P/E in podjetja z nizkim kazalnikom

PEG<sup>1</sup>. Vlagatelji lahko izbirajo podjetja, ki so izkazovala visoko rast dobičkov v preteklosti, ali za katere se pričakuje visoka rast v prihodnosti. Vlaganje v podjetja z visokim razmerjem P/E vlagatelji zagovarjajo s tem, da je rast podcenjena.

PEG je z razliko od P/E manj uporaben kazalnik (Jean-Jacques, 2003, str. 65). PEG je razmerje med kazalnikom P/E in pričakovano letno stopnjo rasti dobička na delnico (enačba 1). Kazalnik PEG manjši od 0,5 nakazuje, da je cena delnice podcenjena in primerna za nakup. Kadar je PEG kazalnik med 0,5 in 1, je delnica ovrednotena primerno, in v primeru, da je vrednost PEG nad 1, je delnice precenjena in nakup ni primeren (Sincere, 2004, str. 102).

$$PEG = \frac{P / E}{\text{Pričakovana letna stopnja rasti dobička na delnico v \%}} \quad (1)$$

Vzrok za neprijateljnost kazalnika PEG je, da se ga lahko računa na različne načine. Nekateri investitorji namesto trenutnega razmerja P/E uporabljajo prihodnji P/E (angl. *forward P/E*), kar je zavajajoče, saj je pričakovana rast že upoštevana v prihodnjem P/E (Jean-Jacques, 2003, str. 65).

Jean-Jacques (2003, str. 65-66) omenja naslednje težave pri primerjavi kazalnika PEG z drugimi podjetji:

- podjetja rastejo na različne načine,
- različna dividendna politika,
- različna donosnost lastniškega kapitala,
- višja pričakovana stopnja rasti pomeni višje tveganje.

Kazalnik PEG ne sme biti edino orodje pri ocenjevanju vrednosti podjetja. Z njegovo uporabo je treba biti previden, primerno ga je uporabljati z drugimi kazalniki za ocenjevanje vrednosti podjetja.

### 1.3.3 Vlaganje v vrednost

Pristop k vlaganju, pri katerem vlagatelji iščejo podjetja, katerih cena na trgu naj bi bila nižja od notranje vrednosti podjetja, imenujemo vlaganje v vrednost (angl. *value investing*). Damodaran (2003, str. 220) podaja dve definiciji vlagateljev v vrednost. Splošna definicija pravi, da je vlagatelj v vrednost tisti, ki plača nižjo ceno kot je prava vrednost sredstev podjetja. Dogovorjena definicija pravi, da je vlagatelj v vrednost tisti, ki vlaga v delnice z nizkim razmerjem med ceno in knjigovodsko vrednostjo ter nizkim razmerjem med ceno in dobičkom. Ta podjetja naj bi imela počasnejšo rast dobička in visoke dividendne donose.

---

<sup>1</sup> PEG je kratica za Price/Earnings To Growth Ratio.

Začetnika te strategije vlaganja sta Benjamin Graham in David Dodd (1934) z delom *Security Analysis*. Njuna definicija vlaganja (1934, str. 54-56) pravi, da je investicija tisto, kar po skrbni analizi obeta varnost glavnice in primeren donos. Vse drugo, kar ne spada pod to definicijo, je špekulativne narave. Pojem skrbna analiza je preučevanje dejstev v zvezi z uveljavljenimi standardi varnosti in vrednosti. Varnost glavnice ni vedno popolna, vendar predstavlja zaščito pred izgubami v normalnih okoliščinah. Primeren donos predstavlja vsakršen dobiček, ne glede na višino, ki ga je vlagatelj pripravljen sprejeti, če razmišlja razumno.

Druga največja razlika med vlagateljem in špekulantom, ki jo je definiral Graham (2003, str. 205), je v njunem odnosu do cenovnih premikov na trgu delnic. Glavni interes špekulanta je v predvidevanju tržnih nihanj in služenju z njimi. Interes vlagatelja je v pridobivanju in držanju primernih vrednostnih papirjev po ustreznih cenah. Tržna nihanja so vlagatelju pomembna in se na njih odzove z nakupom, ali pa se nakupu odpove oziroma je zanj v primeru, da so tržne cene visoke, pametneje prodajati.

Vlagatelj, ki drži portfelj s primerno ovrednotenimi delnicami, mora pričakovati, da bodo cene nihale. Zaradi tega ga ne bi smelo skrbeti, kadar bodo cene nižje in ne bi smel biti preveč navdušen, ko cene zrastejo. Borzne cene bi moral obrniti vedno k sebi v prid, ali jih izkoristi, ali popolnoma ignorira. Grahamovo mnenje (2003, str. 206) je, da se delnic nikoli ne kupuje po njihovi znatni rasti in jih po krepkem padcu takoj prodaja. Vlagatelj ne bi smel kupovati delnic le zato, ker so cene zrasle, ali jih prodajati, ker je vrednost delnic padla.

Idealen način delniške analize vodi v vrednotenje delnice, katere vrednost lahko primerjamo s trenutno borzno ceno z namenom odločitve o atraktivnosti nakupa. Vrednotenje se običajno vrši z oceno povprečnih dobičkov za več let vnaprej in pomnožitvijo ocen z ustreznim faktorjem kapitalizacije.

Vlagatelj poleg prihodnjih povprečnih dobičkov upošteva tudi ostale faktorje, ki vplivajo na stopnjo kapitalizacije. Predpostavke, ki vplivajo na različne multiplikatorje so (Graham, 2003, str. 291 – 295):

- splošna dolgoročna pričakovanja,
- management,
- finančno zdravje in kapitalska struktura,
- zgodovina dividend,
- sedanja stopnja dividende.

Nihče ne more predvideti prihodnosti, vendar imajo analitiki in vlagatelji vsak svoja splošna pričakovanja. Pričakovanja se izkazujejo v stvarnih razlikah med multiplikatorji P/E posameznih podjetij in industrijskih panog.

Pri managementu je smiselno domnevati, da ima podjetje z nadpovprečno dobrimi rezultati prav tako dobro upravo. Ta faktor je vključen v preteklih poslovnih rezultatih in se upošteva tudi pri napovedih prihodnjih dobičkov in v splošnih dolgoročnih pričakovanjih. Graham meni (2003, str. 293), da je faktor managementa najkoristnejši, ko se pretekle spremembe in ukrepi še niso pokazali v polni moči v aktualnih rezultatih.

Delnica podjetja s presežnim denarnim tokom in nizkimi dolgovi je v primerjavi z drugo delnico pri enakem dobičku na delnico in s preobsežnimi posojili, boljša priložnost za nakup ob enaki ceni na delnico. Finančno zdravje in kapitalska struktura je pri borzni analizi pazljivo upoštevana. Zmerna količina obveznic ali prednostnih delnic in najemanje kreditov še ne pomeni težave za podjetje.

Graham je predstavil sedem kriterijev primernih za izbiranje navadnih delnic (2003, str. 348-349). To so:

- ustrezna velikost podjetja,
- zadostna finančna moč,
- stabilni dobički,
- dividende,
- rast dobička,
- ustrezno visoko razmerje P/E,
- ustrezno razmerje cena/sredstva.

Predpogoj za obravnavo delnice je velikost podjetja. Iz analize je potrebno izključiti mala podjetja, katerih položaj je spremenljiv. Za izpolnitev drugega kriterija, morajo biti tekoča sredstva podjetja vsaj dvakrat višja od tekočih obveznosti, dolgoročne obveznosti ne smejo biti višje od neto tekočih sredstev oziroma delovnega kapitala, dolg ne sme biti višji od 110-odstotkov neto tekočih sredstev. Na ta način imajo podjetja dovolj rezerv, da z njimi preživijo tudi slabe čase. Za izpolnjevanje kriterija dobičkov morajo dobički podjetja v preteklih desetih letih doseči vsaj 30-odstotno rast, ne smejo pretirano nihati in biti popolnoma brez izgube v zadnjih petih letih. Za zagotavljanje kriterija o dividendah mora podjetje imeti vsaj 20 let dolgo zgodovino neprekinjenega izplačevanja dividend. Za zadostitev pogoja o ceni trenutna borzna cena ne sme biti višja od 15-kratnika povprečnega dobička zadnjih treh let in ne sme presegati 1,5-kratnika knjigovodske vrednosti v zadnji bilanci, prav tako mora biti nižja od 120-odstotkov neto materialnih sredstev.

Vlagatelji morajo pri svojih investicijah upoštevati tudi poslovnost. Na vsak vrednostni papir je najbolje najprej gledati kot na lastništvo ali terjatev do podjetja. Vlagatelji se s trgovanjem na borzi prav tako soočajo s poslovnimi tveganji, zato morajo, če želijo doseči uspeh, delovati v skladu s splošnimi poslovnimi načeli (Graham, 2003, str. 523).

Prvo načelo poslovnosti pravi, da se morajo vlagatelji zavedati, kaj počnejo in poznati podjetje. To pomeni, da ne poskušajo dosegati dobičkov s podjetji, katerih rezultati odstopajo od povprečja, razen v primeru, da jih poznajo tako dobro, da bi lahko njihove izdelke proizvajali ali prodajali sami.

Drugo poslovno načelo svari, da vlagatelji ne smejo nikomur dopustiti, da vodi njihove posle, razen v primeru, da lahko njegove rezultate nadzirajo, ali imajo popolno zaupanje v njegove sposobnosti.

Tretje načelo pravi, da se ne lotimo proizvodnje ali prodaje nekega izdelka, razen če imamo zanesljive izračune, da obstajajo možnosti za doseganje sprejemljivega dobička. Predvsem pa se je potrebno izogibati tveganjem, pri katerih lahko zelo malo pridobimo in zelo veliko izgubimo.

Zadnje, četrto načelo poslovnosti pravi, da moramo zaupati v svoje znanje in sposobnosti. Če smo do rezultatov prišli na podlagi dejstev in vemo, da je naša presoja razumna, se moramo teh dejstev držati, čeprav drugi temu nasprotujejo. Če se množica ne strinja, to ne pomeni niti, da imamo prav niti, da se motimo. Prav imamo lahko v tem, da so podatki in sklepanje pravilni.

Damodaran (2003, str. 10-20) definira štiri splošne vrednostne kazalnike, ki kažejo na podcenjene delnice.

- razmerje med tržno ceno in knjigovodsko vrednostjo (razmerje P/B),
- razmerje med tržno ceno in dobičkom na delnico (razmerje P/E),
- razmerje med tržno ceno in prodajo na delnico (razmerje P/S),
- dividendna donosnost (angl. *dividend yield*).

Razmerje med ceno delnice in čistim dobičkom na delnico je eden izmed enostavnejših načinov vrednotenja podjetij. Kot vidimo iz enačbe 2, je za izračun treba poznati le ceno delnice na trgu in dobiček podjetja:

$$P / E = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Dobiček na delnico}} \quad (2)$$

Kazalnik P/E je primerno uporabljati s primerjavo kazalnika z ostalimi podjetji, po navadi iz iste panoge. Uporabljamo lahko tudi relativen kazalnik P/E, katerega primerjamo s kazalnikom P/E borznega indeksa oziroma tržnega povprečja. S primerjavo razmerij v preteklih obdobjih s sedanjimi lahko ugotovimo, ali so delnice trenutno podcenjene ali precenjene. Relativen kazalnik lahko uporabimo tudi za primerjavo P/E podjetja s povprečjem panoge. Višje vrednosti tega kazalnika lahko pričakujemo pri podjetjih, za katera se pričakuje, da bodo v prihodnje poslovala bolje, kot so v preteklosti (Mastnak, 2007, str. 53).

Čeprav je razmerje med ceno delnice in čistim dobičkom na delnico eden izmed najbolj uporabljenih kazalnikov, ima slabosti in omejitve. Investitorji se pri svojem odločanju ne smejo zanašati samo na kazalnik P/E, vendar ga lahko uporabljajo kot orodje pri računanju vrednosti podjetja. Jean-Jacques (2003, str. 55) omenja štiri slabosti in omejitve kazalnika P/E:

- neuporabnost v primeru negativnih dobičkov,
- precejšnja odvisnost od računovodskih postavk,
- neupoštevanje poslovnih in finančnih tveganj,
- neupoštevanje investicij, ki so potrebne za delovanje in rast podjetja.

Višje vrednosti tega kazalnika lahko pričakujemo kadar (Mastnak, 2007, str. 67):

- so bančne obresti nizke;
- so makroekonomske razmere obetavne;
- se pričakujejo velike rasti dobičkov podjetij v prihodnje;
- se pričakuje val prevzemov;
- so bili kazalniki v preteklosti visoki.

Kadar so bančne obresti nizke, se vlagatelji odločijo, da dvignejo denar z bančnih računov in ga naložijo v delnice, kar povzroči zvišanje cen le-teh in s tem kazalnika P/E. Raven optimizma vlagateljev se postopoma zviša, ko podjetja več let poslujejo uspešno. Pričakuje se, da bodo podjetja v prihodnje rasla precej hitreje kot v preteklosti, kar privabi vlagatelje, da kupujejo delnice in s tem zvišujejo vrednost kazalnika P/E. Kadar se pričakujejo večji prevzemi podjetij, se cene delnic navadno oblikujejo na precej višjih ravneh kot sicer. Vlagatelji pričakujejo, da bo prevzemnik plačal prevzemno premijo in vrednost kazalnika P/E podjetja, ki naj bi bilo prevzeto, se zviša. Poleg tega se navadno zviša tudi vrednost kazalnika P/E preostalih podjetij, saj vlagatelji predvidevajo, da bo vsaj del kupnine od prevzema namenjen za nove nakupe delnic na istem trgu (Mastnak, 2007, str. 68).

Razmerje P/B nam kaže razmerje med tržno vrednostjo podjetja in knjigovodsko vrednostjo podjetja (enačba 3). Kazalnik nam pove, kolikokratnik vrednosti celotnih sredstev podjetja na podlagi računovodskih kazalcev mora vlagatelj plačati za delnico podjetja. Podjetja, ki imajo visok donos na kapital, navadno dosežajo višjo vrednost tega kazalnika.

$$P / B = \frac{\text{Tržna cena delnico}}{\text{Knjigovodska vrednost na delnico}} \quad (3)$$

Razmerje P/S nam kaže razmerje med tržno ceno delnice in prodaje na delnico (enačba 4). Kazalnik nam pove, kolikokratnik prihodkov od prodaje podjetja na delnico mora vlagatelj plačati za delnico podjetja. Višje vrednosti kazalnika imajo predvsem podjetja z



velikimi profitnimi maržami (Mastnak, 2007, str. 53). Taka podjetja namreč iz enakih prihodkov ustvarijo več dobička, zato so vlagatelji pripravljeni plačati več.

$$P / S = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Prihodki od prodaje na delnico}} \quad (4)$$

Dividendna donosnost nam kaže razmerje med višino dividende na delnico in tržno ceno delnice v odstotkih. Kazalnik nam pove, kakšen odstotek tržne cene delnice predstavlja vrednost zadnjih izplačanih dividend v enem letu.

$$\text{Dividendna donosnost} = \frac{\text{Zadnje izplačane dividende v enem letu}}{\text{Trenutna tržna cena}} \quad (5)$$

Ta strategija vlaganja se je izkazala za precej uspešno. Povprečna letna donosnost velikih vrednostnih podjetij med leti 1928 in 2005 je bila 11,9-odstotkov, velikih rastočih podjetij pa 9,1-odstotkov. Razlika je bila še bolj opazna pri majhnih vrednostnih podjetjih, ki so rasla s povprečno letno donosnostjo 14,7-odstotkov, majhna rastoča pa z 9,5-odstotkov (Fund Evaluation Group, 2006).

O tem ne govorijo le empirični dokazi, temveč tudi uspešnost znanih vlagateljev. Poleg že omenjenega Benjamina Grahama, je eden najuspešnejših njegov učenec Warren Buffett. Buffett se je v preteklosti precej opiral na načela Benjamina Grahama pri vlaganju v podjetja, v zadnjih letih pa je svojo strategijo vlaganja še bolj razvil in jo poimenoval usmerjeno vlaganje (Hagstrom, 2005, str. 218).

## **2 USMERJENO VLAGANJE**

Po smrti Benjamina Grahama je naslednik njegova posebnega pristopa k investiranju postal Warren Buffett. Vendar se je Buffett že pred njegovo smrtjo začel zavedati, da ima Grahamova strategija vlaganja svoje slabosti. Graham je svoja raziskovanja podjetij omejil le na bilance in letna poročila. Za nakup se je odločil, če je ugotovil, da je cena podjetja na trgu nižja od realnega premoženja, ni pa raziskoval podrobnosti poslovanja podjetja in sposobnosti managementa (Hagstrom, 2005, str. 56).

Ne glede na Grahamove slabosti se Buffettu zdi najbolj pomembna teorija o varnostni marži, ki jo je Graham predstavil v knjigi *The Intelligent Investor* (2003, str. 512). Graham je na Buffetta vplival tudi s trditvijo, da na trgu vrednostnih papirjev prevladujejo čustva. To povzroča, da se cene vrtoglavo dvigujejo ali močno padajo, čustva pa je treba obvladovati in samostojno razmišljati. Graham je Buffettu svetoval, da naj ravna v skladu s svojimi ugotovitvami in se drži svojih rezultatov, ne glede na strinjanje ali nestrinjanje drugih (Hagstrom, 2005, str. 57).

Buffett je prevzel načela Benjamina Grahama, Philipa Fisherja, Johna Burra Williamsa, Charlija Mungerja in poimenoval svoj pristop k vlaganju usmerjeno vlaganje. Bistvo usmerjenega vlaganja je (Hagstrom, 2005, str. 221):

- usmeritev naložbe v odlična podjetja, ki jih vodijo sposobni managerji,
- omejitev na tista podjetja, ki so vlagatelju razumljiva,
- omejitev na deset do dvajset podjetij,
- izbira samo najboljših podjetij in usmeritev večino svojih naložb vanje,
- vlaganje na dolgi rok, vsaj za pet do deset let,
- neupoštevanje kratkoročnih premikov na trgu.

Leta 1996 je Buffett za lažje razumevanje njegovega načina vodenja podjetja svojim delničarjem predstavil poslovna načela, po katerih se ravna, in po katerih bi se morali ravnati managerji. Načel do danes ni spreminjal in svoje podjetje vodi še vedno na isti način (Buffett, 1996a, str. 1):

- delničarji Berkshire Hathaway so po njegovem mnenju partnerji v lastništvu, medtem ko sta Buffett in Charlie Munger upravljavska partnerja.
- Tako kot Buffett ima večina direktorjev, katerih lastnik je Berkshire Hathaway, velik delež premoženja vloženega v svoje podjetje.
- Dolgoročni cilj podjetja Berkshire Hathaway je doseči najvišjo povprečno letno stopnjo rasti notranje vrednosti podjetja na delnico.
- Cilj želi doseči z direktnim lastništvom raznolike skupine podjetij, ki ustvarjajo denar in konsistentno nadpovprečno donosnost kapitala. Druga možnost je lastništvo le manjšega dela podobnih podjetij z nakupi navadnih delnic na trgu preko svojih zavarovalniških podružnic.
- Zaradi dvojnega pristopa v lastništvo podjetij konsolidirani rezultati ne odsevajo resnične vrednosti poslovanja.
- Računovodstvo ne vpliva na njegove poslovne odločitve in razdelitev kapitala. Raje plača 2 dolarja za dobiček, ki ni prikazan v rezultatih standardnih računovodskih izkazov, kot 1 dolar za dobiček, ki je prikazan.
- Dolg uporablja zmerno in kadar si izposoja, uporablja dolgoročne finančne instrumente. Raje zavrne priložnost za investiranje, kot da preveč zadolži svoje podjetje.
- Želje managerjev ne bodo izpolnjene na račun delničarjev. Izpeljani bodo le tisti nakupi, ki lahko dvignejo notranjo vrednost delnice podjetja.
- Podjetje periodično preverja uporabo zadržanih dobičkov za povečanje vrednosti lastnikom. Ko zadržani dobički ne bodo več zmogli ustvariti dodane vrednosti, se bodo izplačali delničarjem.
- Navadne delnice bodo izdane le, če bodo z izdajo dobili enako vrednost, kot znaša njihova notranja vrednost.
- Nima namena prodati nobenega podjetja v lasti Berkshire Hathaway, dokler poslujejo z dobičkom in so odnosi z managerji ter zaposlenimi dobri.

- V svojih poročilih je iskren in poudarja tako dobre kot slabe stvari. Ne uporablja nobenih računovodskih prijemov, ki bi izboljšali izgled dobičkov.
- O svojih odločitvah na borzi govori le toliko, kolikor zahteva zakon. Dobre priložnosti za investicije so redke in odkritje bi privabilo konkurenco.
- Želi, da bi delničarji Berkshire Hathaway beležili take dobičke in izgube v tržni vrednosti delnice, ki bi bili enaki dobičkom in izgubam notranje vrednosti podjetja. Za uresničitev tega načela, bi moralo biti razmerje med notranjo vrednostjo delnice in tržno vrednostjo na borzi konstantno.
- Redno primerja knjigovodsko vrednost na delnico Berkshire Hathaway z donosom indeksa S&P 500 in želi imeti boljše donose, kot jih dosega trg.

Warren Buffett je razvil načela, ki mu služijo kot orodja pri iskanju primerne podjetja za vlaganja, da odkrije podjetja s stabilnim poslovanjem, sposobnim managementom in dolgo zgodovino uspehov. Stabilnost podjetja pomeni, da obstaja velika verjetnost, da bo podjetje tudi v prihodnje poslovalo enako uspešno. Ta orodja predstavljajo metodo za prepoznavanje podjetij, za katere je najbolj verjetno, da bodo poslovala nadpovprečno dobro in katerih delnice bodo verjetno najdonosnejše.

Uspešnost Buffettovega pristopa k vlaganju se kaže tudi v vrednosti njegovega podjetja Berkshire Hathaway. Od njegove ustanovitve leta 1965 do leta 2010 je bila povprečna letna rast knjigovodske vrednosti na delnico 20,2-odstotna (Berkshire Hathaway, 2011a, str. 2). V enakem obdobju je indeks S&P500 vključno z dividendami dosegal 9,4-odstotno povprečno letno rast. V tem obdobju so njegove delnice imele negativno donosnost le v letih 2001 in 2008, kar je posledica terorističnih napadov 11. septembra, ki so ne le povzročili paniko na svetovnih trgih, temveč so povzročili visoke stroške zavarovalnicam (Berkshire Hathaway, 2002, str. 7), ter v letu 2008 zaradi svetovne finančne krize (Berkshire Hathaway, 2009, str. 4). V zadnjih 40 letih v Berkshire Hathaway niso nikoli izplačali dividende ali odkupovali lastnih delnic, temveč so ves denar so zadržali za povečanje poslovanja (Berkshire Hathaway, 2011a, str. 24).

Ko Buffett kupuje delnice podjetja, se osredotoči na ceno in vrednost podjetja. Ne zanimajo ga dogajanja na trgu in ne skrbijo ga razmere v gospodarstvu. Pravzaprav kupuje podjetja, ki so uspešna v vseh gospodarskih razmerah. Vrednost podjetja zahteva računanje prihodnjih denarnih tokov, branje letnih poročil, cena pa je vidna iz borzne kotacije vrednostnih papirjev. Uspešnost Warrena Buffetta je prav v tem, da išče prave priložnosti za nakup podjetij (Hagstrom, 2005, str. 263):

- ko trg vrednostnih papirjev na silo zniža ceno delnic dobrega podjetja;
- ko določen dejavnik tveganja začasno prizadene neko podjetje;
- ko nezanimanje vlagateljev povzroči, da se delnice odličnega podjetja prodajajo po zelo nizki realni ceni.

Njegov dolgoročni cilj je doseči najvišjo povprečno letno stopnjo rasti notranje vrednosti podjetja na delnico. Zaveda se, da bo stopnja rasti v prihodnje zaradi vedno večjega kapitala nižja, vendar želi doseči vsaj stopnjo rasti povprečnega ameriškega podjetja. Cilj želi doseči z direktnim lastništvom raznolike skupine podjetij, ki ustvarjajo denar in konsistentno nadpovprečno donosnost kapitala. Druga možnost je lastništvo le dela podobnih podjetij z nakupi navadnih delnic na trgu preko svojih zavarovalniških podružnic.

Ključ do uspešnega vlaganja je nakup delnic uspešnih podjetij, v času, ko se tržne cene gibajo precej nižje, kot je dejanska vrednost podjetja. Podjetje, ki ga Buffett želi kupiti, mora biti njemu razumljivo, imeti mora ugodne dolgoročne zmožnosti, voditi ga morajo iskreni in sposobni ljudje, na voljo mora biti po zelo privlačni ceni (Buffett, 1993).

Večina analitikov meni, da je za določitev privlačne cene potrebno izbirati med dvema, po mnenju večine, nasprotujočima oblikama vlaganja: vlaganje v vrednost ali vlaganje v rast. Buffett (1998, str. 85) meni, da je tako mišljenje nedosledno, saj je rast vedno sestavni del pri računanju vrednosti in ima nanjo različen vpliv, tako pozitivnega kot negativnega. Vlaganje v vrednost po navadi predstavlja nakup delnic s karakteristikami, kot so nizko razmerje med ceno in knjigovodsko vrednostjo, nizko razmerje med ceno in dobičkom na delnico ali visoka dividendna donosnost. Vendar te karakteristike, čeprav na prvi pogled izgledajo primerne, ne morejo biti pravi pokazatelj vlagatelju, ali bo delnico lahko kupil, za kolikor je dejansko vredna, in tako sledil načelu o ohranjanju vrednosti svojih naložb.

Za določitev vrednosti se Buffett zanaša na enačbo Johna Burra Williamsa iz dela *The Theory of Investment Value* (2001, str. 56). Enačba pravi, da je današnja vrednost delnice, obveznice ali podjetja določena z denarnimi pritoki in odtoki, diskontiranimi po primerni obrestni meri, za katere lahko pričakujemo, da se bodo zgodili v prihodnjem obdobju investicije. Vlagatelj bi se moral odločiti za tisto investicijo, ki se po izračunu diskontiranih denarnih tokov izkaže za najcenejšo, ne glede na to, ali poslovanje raste ali ne, ali so dobički stalni ali spremenljivi, ter ne glede na to, kakšno je razmerje med ceno in dobički ali knjigovodsko vrednostjo (Buffett, 1993). Ne glede na ceno, je najboljša podjetja za nakup tista, ki lahko skozi daljše obdobje zaposluje velike količine kapitala in obenem uspeva dosežati zelo visoke donose. Vendar je ta vrsta podjetij zelo redka. Večina podjetij z visokimi donosi potrebuje relativno malo kapitala. Delničarji takih podjetij imajo po navadi koristi, kadar podjetje večino svojih dobičkov izplača v dividendah, ali v veliki meri odkupuje lastne delnice.

Čeprav je izračun za vrednotenje investicije preprost, analitiki lahko naredijo napako pri oceni prihodnjih denarnih donosov. Warren Buffett ta problem rešuje na dva načina (Buffett, 1993). Analizira le tista podjetja, za katere misli, da jih razume. Poslovanje mora biti preprosto in stabilno. Kadar je podjetje preveč zapleteno za analizo in je njegovo poslovanje preveč spremenljivo, je težje napovedati prihodnje dobičke. Drug način je

uporaba varnostne marže pri nakupni ceni. Če se izračunana vrednost delnice izkaže, da je le malenkost višja od cene, po kateri jo je možno pridobiti, Buffetta nakup ne zanima. Po njegovem mnenju je varnostna marža temelj za uspešno investiranje (Buffett, 1993).

Buffett ne gleda na trg kot na odsev dogajanja v podjetju, temveč mu služi kot priložnost, ki jo lahko izkoristi sebi v prid (Buffett & Cunningham, 1998, str. 64). Pri tem se zanaša na teorijo o gospodu Trgu (Mr. Market), ki ga je predstavil Graham (2003, str. 80). Hipotetični gospod Trg postavlja cene delnicam vsak dan glede na svoje počutje. Včasih jih vrednoti visoko, naslednji dan lahko močno padejo. Padeč cen pri večini vlagateljev povzroča paniko, vendar je to dobra novica za pametnega vlagatelja, ki se ne zmenja za čustva na trgu, in ki se za investicije odloči na podlagi ocene prave vrednosti podjetij, ki jih razume. Vlagatelji, ki sledijo temu pristopu, bodo iskali priložnosti za nakup delnic, kadar bodo cene padale. Sčasoma bo trg potrdil njihove odločitve in cena se bo dvignila na raven njihove dejanske vrednosti.

Investicijske odločitve bi morale namesto predvidevanj o kratkoročnih pričakovanjih vsebovati presojo o dolgoročnih zmožnostih določenega podjetja. Buffett se ne strinja s priljubljenim pojmom o razpršitvi naložb, saj meni, da bi se vlagatelji morali osredotočiti na tisto, kar razumejo (Buffett, 1997).

## **2.1 Iskanje primerne podjetja**

Warren Buffett kupuje delnice tako, kot da bi kupoval del celotnega podjetja. Išče podjetja, ki imajo dolgoleten finančni uspeh, kvalitetni management, široko komparativno prednost, ki so ustvarili vsem znane blagovne znamke in prodajajo izvrstne proizvode.

Preden se odloči za nakup podjetja ovrednoti, ali ustrezajo njegovim kriterijem. Šele nato pogleda ceno delnice podjetja in se odloči, ali mu ustreza. Pred nakupom ga zanima (Ross, 2000, str. 13-14):

- ali je poslovanje podjetja preprosto in razumljivo,
- ali je vodilni management glede na rezultate prodaje in dobička podjetja sposoben in kako je podjetje vodeno,
- ali so managerji odkriti, ko komunicirajo z delničarji,
- ali ima podjetje kvalitetne proizvode z blagovno znamko, ki jo kupci znova in znova kupujejo in so ji zvesti,
- ali ima podjetje konkurenčno moč in ovire za vstop potencialne konkurence;
- ali podjetje ustvarja dobre zaslužke lastnika in prosti denarni tok,
- ali ima podjetje dolgoročno zgodovino rastoče prodaje in dobička po ugodni stopnji rasti,
- ali je podjetje doseglo 15- ali več-odstotno donosnost lastniškega kapitala ali bolj ugodne donose glede na druge primerljive naložbe,

- ali je podjetju uspelo ohraniti visoko profitno maržo v primerjavi s konkurenco;
- kakšni so cilji podjetja in načrti, kako jih doseči,
- kakšna so tveganja podjetja,
- ali ima podjetje dobro finančno moč z nizkim dolgom,
- ali se delnica prodaja po razumni ceni, glede na prihodnje dobičke in potencialno ceno.

### **2.1.1 Enostavnost in razumljivost podjetja**

Napovedovanje prihodnosti podjetja je največja težava, s katero se vlagatelji soočajo. Vlagatelji morajo razumeti osnovne poslovne funkcije, da bi prihodnje donose podjetja lahko napovedali s čim večjo stopnjo gotovosti. Buffetovo mnenje je, da je uspeh vlagateljev povezan z razumevanjem svojih naložb. To je poimenoval (Buffett, 1997) krog kompetenčnosti (angl. *circle of competence*).

### **2.1.2 Uspešen management**

Preden se vlagatelji odločijo za nakup, bi si morali natančno ogledati tudi uspešnost managementa. Buffett poudarja (Hagstrom, 2005, str. 123), da morajo podjetja, ki jih kupuje, voditi pošteni in sposobni direktorji, ki jim lahko zaupa. Z vidika vlagatelja je pomembno, da se managerji pri vodenju podjetja obnašajo, kot da so lastniki podjetja. Njihove odločitve bodo običajno usmerjene k doseganju glavnega cilja za lastnike - povečevanju vrednosti vloženih sredstev.

Tako kot Buffett ima večina direktorjev v podjetjih, katerih lastnik je Berkshire Hathaway, vloženega velik delež svojega premoženja. Vodilni v podjetju ne prejemajo visokih plač ali delniških opcij. Na ta način se premoženje vseh partnerjev v podjetju giba v isti smeri.

V nasprotju z večino managerjev, kateri želijo, da bi bila cena delnic njihovih podjetij čim višja, Buffett želi, da se cene delnic Berkshire Hathaway čim bolj približajo notranji vrednosti podjetja. Ne glede na to, v katerem obdobju bodo novi delničarji kupili delnice, bo njihova korist držanja delnic v skladu s poslovnimi rezultati podjetja v tem obdobju.

Buffett se od ostalih managerjev razlikuje tudi po dividendni politiki. Njegovo podjetje, Berkshire Hathaway, v svoji zgodovini še ni izplačalo dividende. Meni, da bi bilo za vsak dolar dobička, ki ga podjetje zadrži, potrebno ustvariti vsaj en dolar za lastnike. Glavni razlog za njegov uspeh je ravno v tem, da mu je učinkovito uspelo uporabiti denar, ki ga ustvarjajo njegova podjetja. Še posebej pozdravlja tiste managerje, ki se odločijo za nakup delnic svojega podjetja, kadar so na voljo po nižji ceni od njihove notranje vrednosti.

### 2.1.2.1 Učinkovita uporaba zadržanih dobičkov

Management ima pri odločanju o tem, kaj narediti z dobičkom podjetja, dve možnosti: ali ga reinvestirati v razvoj podjetja ali ga izplačati. Če management dobiček reinvestira v podjetje in s tem poveča donosnost lastniškega kapitala, bi bilo racionalni zadržati ves dobiček in ga reinvestirati v podjetju. Če ima podjetje veliko prostih denarnih sredstev in managerji ne najdejo učinkovitih naložb, ki bi omogočile rast podjetja, se lahko odločijo za izplačilo dobička delničarjem. Dobiček delničarjem lahko izplačajo v obliki dividend ali z odkupom lastnih delnic (Campbell & Schiller, 2001, str. 9).

### 2.1.3 Finančna uspešnost podjetja

Finančna načela, po katerih Buffett ocenjuje tako menedžersko odličnost, kot finančno uspešnost podjetja, so združena v štiri načela (Hagstrom, 2008, str. 109):

- osredotoča se na donosnost lastniškega kapitala, namesto na donosnost delnice,
- izračuna, kolikšni so zaslužki lastnikov, da dobi pravo oceno vrednosti,
- izbira podjetja z visokimi profitnimi maržami,
- prepriča se, da je podjetje za vsak dolar zadržanega dobička ustvarilo vsaj en dolar tržne vrednosti.

Za vsa načela velja, da Buffett ne daje prevelike teže letnim rezultatom, ampak ga bolj zanimajo štiri- ali petletna povprečja.

#### 2.1.3.1 Donosnost lastniškega kapitala

Donosnost lastniškega kapitala (angl. *return on equity*) oziroma ROE, je eden najpomembnejših finančnih kazalnikov za lastnike podjetja (Sincere, 2004, str. 103). Meri, kako uspešno podjetje ustvarja dobiček s premoženjem lastnikov. Kot kaže enačba 6, ROE predstavlja razmerje med čistim dobičkom podjetja in povprečnim lastniškim kapitalom v odstotkih.

$$ROE = \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Povprečni kapital}} \quad (6)$$

Donosnost lastniškega kapitala lahko po Dupont formuli razčlenimo na tri komponente (Brealey, Myers, 2003, str. 830):

$$ROE = \frac{\text{Čisti dobiček}}{\text{Prihodki}} \times \frac{\text{Prihodki}}{\text{Povprečna sredstva}} \times \frac{\text{Povprečna sredstva}}{\text{Povprečni kapital}} \quad (7)$$

Podjetja višjo donosnost lastniškega kapitala lahko dosežajo na 3 načine:

- z višjo dobičkovnostjo prihodkov oziroma profitno maržo,
- z višjim obračanjem celotnih sredstev,
- z višjim finančnim tveganjem.

Buffettu se donosnost lastniškega kapitala zdi eden najpomembnejših kazalnikov za podjetje (Ross, 2000, str. 25). Kazalnik mu pove, kako uspešno management upravlja z denarjem, ki so ga vložili delničarji. Ne zanima ga le, ali ima podjetje visoko donosnost lastniškega kapitala, temveč da donosnost tudi stabilno raste. Pri računanju kazalnika iz čistega dobička izloči vse finančne prihodke in odhodke ter izredne dobičke. Tako se osredotoči samo na to, kar je managementu uspelo ustvariti z denarjem delničarjem v običajnem letu (Boroson, 2001, str. 63). Pri računanju donosnosti lastniškega kapitala sem zato uporabil razmerje med dobičkom iz poslovanja (angl. *operating income*) in povprečnim kapitalom (angl. *shareholder equity*).

#### 2.1.3.2 Čisti dobiček na delnico

Čisti dobiček na delnico (angl. *earnings per share*) oziroma EPS, kaže razmerje med čistim dobičkom podjetja in številom izdanih delnic (enačba 8). Kazalnik nam kaže, koliko čistega dobička je ustvarilo podjetje na eno delnico.

$$\text{Čisti dobiček na delnico} = \frac{\text{Celotni čisti dobiček}}{\text{Število navadnih delnic podjetja}} \quad (8)$$

Benjamin Graham (2003, str. 310) svetuje, naj vlagatelji letnih dobičkov ne jemljejo resno. Namesto tega naj se osredotočajo na povprečne dobičke v daljših obdobjih, od sedem do deset let. Prednost večletnih povprečnih dobičkov je v tem, da zgladijo pogoste vzpone in padce poslovnih ciklov, in s tem kažejo boljšo predstavo o resničnem dobičku podjetja kot rezultati enega leta. Dodatna prednost je tudi v tem, da povprečje rešuje probleme izrednih odhodkov in odloženih davkov, saj je v povprečnem dobičku vključeno oboje.

Pri dobičkih je pomembno tudi upoštevanje dinamike rasti preteklih dobičkov podjetja. Kadar je rast dobičkov visoka, so dobički v zadnjih obdobjih nadpovprečni in rezultati sedem- ali desetletnega obdobja so v tem primeru podcenjeni. Graham predlaga (2003, str. 319), da se dobiček prikaže kot povprečni dobiček daljšega obdobja in kot dobiček zadnjih let, ter se nato izračunana stopnja rasti za celotno obdobje primerja s povprečno stopnjo rasti v zadnjih treh letih.

Buffett za svoje naložbe išče podjetja s stabilno preteklostjo (Ross, 2000, str. 21). Čeprav pretekli dobički ne zagotavljajo enakega stanja v prihodnosti, lahko s stabilnimi in rastočimi preteklimi dobički z večjo gotovostjo napovemo nadaljnjo rast podjetja. Buffett



išče podjetja, ki lahko dosegajo vsaj 15-odstotno letno rast (Boroson, 2001, str. 64). Visoka rast nadomesti odplačevanje davkov, zniža tveganje inflacije in stopnjo tveganja podjetja.

### 2.1.3.3 Profitna marža

Profitna marža (angl. *profit margin*) ali dobičkovnost prihodkov je finančni kazalnik, ki kaže razmerje med čistim dobičkom ali izgubo podjetja in njegovimi prihodki (enačba 9). Izražen je v odstotkih in nam pove, kolikšen dobiček ali izgube podjetje ustvari s svojo prodajo. Z vidika lastnikov je pomemben finančni kazalnik, ki kaže, koliko dobička ostane lastnikom po odbitju vseh stroškov. Profitno maržo je smiselno primerjati s podjetji iz iste panoge, ali z njenim letnim spreminjanjem znotraj podjetja.

$$\text{Profitna marža} = \frac{\text{Celotni dobiček}}{\text{Celotni prihodki}} \quad (9)$$

Pri analiziranju podjetja ne smemo gledati samo na rast dobička. Rast dobička je dobra za podjetje, vendar to ne pomeni, da raste tudi profitna marža. Če podjetje poveča prodajo na račun relativno višjih stroškov, se profitna marža zniža. To pomeni, da mora podjetje svoje stroške bolj nadzirati. Višja profitna marža kaže na to, da je podjetje bolj profitabilno in da managerji s stroški ravnajo bolj učinkovito od konkurence.

Za analizo profitabilnosti podjetja lahko izračunamo tudi profitno maržo iz poslovanja (angl. *operating margin*). Ta kaže razmerje med dobičkom iz poslovanja in prihodki od prodaje in je prav tako izražena v odstotkih (enačba 10).

$$\text{Profitna marža iz poslovanja} = \frac{\text{Dobiček iz poslovanja}}{\text{Prihodki od prodaje}} \quad (10)$$

Profitna marža iz poslovanja nam pokaže, kakšen delež prodaje nam ostane po pokritju variabilnih stroškov, stroškov plač in stroškov materiala. Višja profitna marža iz poslovanja je pomembna za odplačevanje fiksnih stroškov, kot je odplačilo obresti. Pri analizi podjetja je primerna primerjava, kako se profitna marža iz poslovanja spreminja skozi čas, ali pa se primerja z ostalimi podjetji iz iste panoge. Višji kazalnik nam kaže učinkovitejše podjetje v primerjavi s konkurenco.

### 2.1.3.4 Denarni tok

John Burr Williams (2001, str. 56) je bil prvi, ki je predstavil model diskontiranega denarnega toka za ugotavljanje vrednosti podjetja. Model pravi, da je vrednost podjetja

vsota njegovega pričakovanega denarnega toka, ki ga diskontiramo po ustrezni obrestni meri.

Buffett meni, da vsi donosi niso ustvarjeni enako (Buffett, 1985). Merjenje denarnega toka je primeren način za ocenjevanje vrednosti tistih podjetij, ki so morala na začetku v posel veliko vložiti, kasneje pa imajo le sprotne izdatke. Nekatera proizvodna podjetja imajo ves čas veliko izdatkov, zato njihove vrednosti ne moremo oceniti samo na podlagi njihovega denarnega toka.

Zato je Buffett razvil svoj način ocenjevanja vrednosti podjetij, ki ga je poimenoval zaslužek lastnika (angl. owner earnings). Zaslužek lastnika je definiral kot dobiček podjetja, h kateremu se prišteje deprecijacija, amortizacija in nedenarna sredstva ter odšteje povprečne letne stroške obratnega kapitala in opreme, če je potrebno, še dodatni delovni kapital za vzdrževanje nadaljnjega dolgoročnega poslovanja (Buffett, 1987).

Dobiček podjetja je dobiček po davkih, ki ga podjetje prikaže v svojem izkazu uspeha in je osnova za izračun zaslužka lastnika. Čeprav dobiček lahko uporabimo tudi kot merilo za uspešnost poslovanja podjetja, ni pravo sredstvo za računanje njegove vrednosti. Težava je v tem, da je podvržen računovodskemu pravilom, in je z njim enostavno manipulirati (Ponzio, str. 86).

Deprecijacija in amortizacija sta zmanjšanje vrednosti, katerega podjetja uporabijo za znižanje dobička in s tem davčne osnove. Kadar podjetje nabavi nove stroje, po navadi ne všteje vrednosti nabave v svoje stroške že v prvem letu, temveč razdeli stroške nabave skozi več let. Na ta način si zmanjša davčno osnovo in priredi dobiček (Ponzio str. 87). Čeprav deprecijacija in amortizacija omogočata zmanjšati prihodnjo davčno osnovo, za to ne potrebuje dodatnih denarnih izdatkov. Tako sta deprecijacija in amortizacija strošek v prihodnjih letih, vendar gre ta strošek pravzaprav v roke lastnikov. Ker ne potrebuje dodatnih denarnih stroškov, ju prištejemo k dobičku podjetja.

Zaslužek lastnika je definiran podobno kot prosti denarni tok (Ross, 2000, str. 22). Razlika je v tem, da Buffett namesto letnih uporablja povprečne stroške kapitala skozi več let. Stroški kapitala so denar, ki ga mora podjetje porabiti, da lahko normalno vzdržuje poslovanje. Strošek kapitala je lahko v obliki stroška, potrebnega za rast ali stroška, potrebnega za vzdrževanje (Ponzio, str. 99). Strošek kapitala, potrebnega za vzdrževanje je strošek, ki ga podjetje porabi za vzdrževanje svoje trenutne prodaje. Denar je po navadi porabljen za posodobitev, popravilo ali zamenjavo opreme, ki jo podjetje uporablja za proizvodnjo svojih proizvodov. Podjetje se lahko odloči, da bo denar vložilo v strošek kapitala za rast, kadar ustvarja veliko prodaje, ali vidi priložnost za povečanje prodaje in mora za to povečati svoje zmogljivosti. Iz izkazov podjetja ni vedno mogoče izračunati, koliko denarja je namenjeno za vzdrževanje in koliko za rast, zato je potrebno na stroške kapitala gledati skozi več let (Ross, 2000, str. 22).

Zasluzek lastnika prav tako vključuje dividende, izplačane delničarjem. Čeprav se dividende izplačujejo poljubno, jih vlagatelji pri podjetjih, ki imajo dolgo zgodovino izplačila dividend, vključijo v svoja pričakovanja. Pri računanju prostega denarnega toka poleg odštevanja stroškov kapitala lahko odštejejo tudi dividende (Ross, 2000, str. 23).

Buffett za svoje naložbe išče podjetja s stabilno preteklostjo. Čeprav pretekli dobički ne zagotavljajo enakega stanja v prihodnosti, lahko s stabilnimi in rastočimi preteklimi dobički z večjo gotovostjo napovemo nadaljnjo rast podjetja. Buffett išče podjetja, ki lahko dosega vsaj 15-odstotno letno rast (Borison, 2001, str. 64). Visoka rast nadomesti odplačevanje davkov, zniža tveganje inflacije in stopnjo tveganja podjetja.

#### 2.1.4 Analiza plačilne sposobnosti podjetja

Warren Buffett ugotavlja, da imajo podjetja z dolgoročno komparativno prednostjo zelo malo dolgov (Buffett & Clark, 2008, str. 118). Zaradi svoje prednosti so zelo profitabilna, zato lahko same financirajo širitev svojega poslovanja in ne potrebujejo dodatnega zadolževanja. Meni (Buffett, 1988), da bi morala dobra podjetja ustvarjati dobičke za delničarje z zelo malo ali brez dolgov. Uspešna podjetja lahko po njegovem mnenju dosega zadovoljive ekonomske dosežke tudi brez pomoči finančnih vzvodov.

Buffett dolgovom ni naklonjen (Schroeder, 2008, str. 296). Zmerno uporablja dolg in kadar si izposoja, uporablja dolgoročne finančne instrumente. Dobro priložnost za investiranje raje zavrne, kot da postane podjetje preveč zadolženo. Zaradi nekaj odstotkov višje stopnje rasti noče tvegati svojega premoženja in premoženja delničarjev podjetja. Raje se zanaša na cenejše in varnejše vire zadolžitve v obliki odloženih davkov ali denarnih sredstev svojih zavarovalnic.

V nadaljevanju bom predstavil kazalnike, na katere je potrebno biti pozoren pri analiziranju poslovanja podjetja in njegovi plačilni sposobnosti.

##### 2.1.4.1 Delež dolga v kapitalu

Višino finančnega vzvoda nam kaže delež dolga v kapitalu (angl. *debt/equity ratio*). Delež dolga v kapitalu je razmerje med dolgoročnimi in kratkoročnimi dolgovi ter lastniškim deležem kapitala. Razmerje kaže, ali podjetje za širitev svojega poslovanja uporablja ali dolg, ali kapital oz. zadržane dobičke (Buffett & Clark, 2008, str. 123).

$$\text{Delež dolga v kapitalu} = \frac{\text{Celotne obveznosti do virov sredstev} - \text{kapital}}{\text{Kapital}} \quad (11)$$

Visoki delež dolga v kapitalu kaže na prezadolženost podjetja, kar lahko pomeni, da podjetje ne bo moglo ustvariti dovolj dobička za odplačevanje dolgov.

#### 2.1.4.2 Število let za odplačilo dolga

Buffett meni, da bi moralo podjetje svoje morebitne dolgove, odplačevati z dobički. Daljše, kot je to obdobje, bolj ranljivo je podjetje za zunanje dejavnike; njegovi prihodnji dobički pa so manj predvidljivi (Buffett, 1988).

Buffetta ne zanima le trenutni dolg, temveč kako podjetje z dolgovi ravna v daljšem obdobju. Izbira tista podjetja, ki vsako leto dosegajo dovolj visoke dobičke, da svoje dolgoročne dolgove poravnajo v obdobju treh do štirih let (Buffett & Clark, 2008, str. 123). Kazalnik, ki kaže zmožnost odplačevanja dolgov, je število let potrebnih za odplačilo dolgov. Kazalnik kaže razmerje med dolgoročnim dolgom in trenutnim letnim dobičkom (enačba 12).

$$\text{Število let za odplačilo dolga} = \frac{\text{Dolgoročni dolgovi}}{\text{Trenutni letni dobiček}} \quad (12)$$

#### 2.1.5 Ocenjevanje vrednosti podjetja

Investitorji in finančni analitiki se poslužujejo različnih načinov za določanje notranje vrednosti podjetja. Najboljši način računanja notranje vrednosti podjetja je po Buffettovem mnenju (Hagstrom, 2005, str. 174) načelo diskontirane sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki ga je predstavil John Burr Williams (2001, str. 56).

Model diskontiranega denarnega toka pravi, da je vrednost podjetja, delnice ali obveznice vsota pričakovanega denarnega toka, diskontiranega po ustrezni obrestni meri. Za izračun vrednosti podjetja moramo upoštevati tri dejavnike vrednotenja, ki vplivajo na vrednost. To so (Jean-Jacques, 2003, str. 66):

- denarni tok podjetja,
- diskontna stopnja,
- časovna razporeditev denarnih donosov.

Diskontna stopnja odraža stopnjo tveganja, ki je povezana z denarnimi tokovi. Buffett je mnenja, da je za diskontiranje najbolj primerna diskontna stopnja, ki ne odraža tveganja. Zanimajo ga tista podjetja, katerih prihodnje dobičke je lahko napovedati z enako gotovostjo kot donose obveznic, zato pri svojih izračunih uporablja obrestno mero državnih obveznic, saj te nosijo najmanjše tveganje (Boroson, 2001, str. 66). Z osredotočanjem samo na podjetja s predvidljivimi dobički in z nizkim finančnim tveganjem lahko iz diskontne stopnje izključi premijo za tveganje.

### **2.1.6 Varnostna marža**

Benjamin Graham (2003, str. 512) je varnostno maržo opisal kot najpomembnejši del investiranja. Varnostna marža temelji na razliki med ceno delnice, ki jo je potrebno plačati na trgu, in vrednostjo podjetja. Za Grahama je bila varnostna marža pomembna, saj omogoča več napak pri ocenjevanju poslovanja in prave vrednosti podjetja. Večja, kot je razlika med ceno in vrednostjo, višja je varnostna raven.

Z upoštevanjem varnostne marže lahko investitorji zmanjšajo tveganje znižanja cene delnice ali se izognejo prevelikemu nihanju cen. Kadar so cene delnic visoke, imajo investitorji velika pričakovanja, zato lahko slaba novica spremeni pričakovanja in močno zniža ceno delnice. Z upoštevanjem varnostne marže lahko zmanjšamo izgubo do katere pride zaradi znižanja cene delnice. Po drugi strani pa nam varnostna marža ponuja izredne donose. Zaradi različnih razmer, ki vladajo na trgu, lahko trg delnice vrednoti ceneje, kot je njihova prava vrednost. Nakup pod pravo vrednostjo nam lahko prinese dodatno donosnost, ko na trgu pride do korekcije.

Buffettu iskanje najbolj uspešnega podjetja z odličnim managementom in poslovnimi rezultati še ne prinese uspeha. Najbolj se osredotoča na varnostno maržo. Ni mu dovolj, da je cena na trgu nižja od notranje vrednosti podjetja, razlog za nakup mora biti dovolj velika razlika. S tem se zavaruje pred morebitnim padcem vrednosti podjetja, čemur bi sledil tudi padec cene na trgu. Varnostna marža pa zanj predstavlja tudi priložnost za izredne dobičke, ko trg ugotovi pravo vrednost podjetja, in se cena delnic dvigne.

## **3 PRIMER ZAVAROVALNICE GEICO**

Glavna dejavnost Buffettovega podjetja Berkshire Hathaway je zavarovalništvo. Prvi zavarovalnici je Buffett kupil leta 1967 za 8,6 milijonov dolarjev. To sta bili National Indemnity Company in National Fire & Marine Insurance Company. Leta 1967 sta njegovi prvi zavarovalnici upravljali 17 milijonov dolarjev sredstev. Leta 2011 je lastnik več kot 50 zavarovalnic, ki upravljajo okoli 62 milijard sredstev (Berkshire Hathaway, 2011b, str. 8). Zavarovalnice mu zagotavljajo zanesljiv vir dohodka, ki ga uporablja za nakup podjetij.

Zavarovalnice so za Buffetta pomembne zato, ker ustvarjajo velik dotok denarja. Na podlagi ocen in zavarovalniške regulative nekaj denarja obdržijo kot rezervna sredstva za primere izplačil odškodninskih zahtevkov, preostali del pa naložijo drugam. Večina zavarovalnic v takratnem času je s svojimi sredstvi upravljala zelo konzervativno in zadrževala več kapitala, kot je bilo potrebno (Lowenstein, 2008, str. 135). Zavarovalnice zaradi velikih denarnih sredstev za Buffetta predstavljajo odlično investicijsko orodje.

Ena največjih zavarovalnic v portfelju Berkshire Hathaway je Government Employees Insurance Company - GEICO (Hagstrom, 2005, str. 64). GEICO je ustanovil Leo Goodwin leta 1936. Njegove prve stranke so bili zaposleni v državni upravi ter vojaški uslužbenci. Poslovanje zavarovalnice temelji na enostavnem konceptu, da se zavarujejo le dobri vozniki in s tem se znižajo stroški izplačanih odškodnin, ter z neposredno prodajo zavarovalnih polic brez agentov, s čimer zavarovalnica zniža stroške poslovanja. Zavarovalnica GEICO ponuja zavarovanja za vse vrste vozil, plovil, lastnike in najemnike nepremičnin, zavarovanja v primeru sodnih tožb, kraje identitete in življenjska zavarovanja (GEICO at a Glance, 2011).

GEICO je bilo v petdesetih in šestdesetih letih zelo uspešno podjetje. Sledile so težave, ki jih je podjetje skušalo reševati z nižjimi cenami in pogoji za sklenitev zavarovalne police. Sredi sedemdesetih let je zaradi napačne ocene o rezervnih sredstvih podjetje skoraj bankrotiralo. Leta 1976 je cena njihovih delnic padla z 61 na 2 dolarja. Takrat je delnice začel kupovati Warren Buffett in v petih letih vložil 45,7 milijona dolarjev (Hagstrom, 2005, str. 65).

Do leta 1991 je imel Buffett v lasti že 48-odstotkov zavarovalnice. Zaradi vedno bolj uspešnega poslovanja, je prišlo do pogovorov za odkup cele zavarovalnice. Leta 1995 je imel Berkshire Hathaway v lasti 51-odstotkov delnic, zato so se odločili, da preostali delež odkupi za 2,3 milijardi dolarjev. Čeprav je Buffett na začetku kupoval GEICO za dva dolarja na delnico, cena 70 dolarjev za delnico, ki jo je moral plačati leta 1996 ob nakupu preostalega deleža, zanj ni bila previsoka. Buffett je v zavarovalnici videl odlično podjetje z velikim potencialom, ki se ga spleča kupiti ne glede na ceno (Hagstrom, 2005, str. 66).

Poleg poslovnih rezultatov je za Buffetta pomembno, da podjetje vodijo odlični in racionalni managerji. Leta 1979 je na mesto izvršnega finančnega direktorja v GEICO prišel Lou Simpson. Portfelj zavarovalnice GEICO, ki ga je vodil Lou Simpson, je med letoma 1980 in 1986 dosegal 24,7-odstotni povprečni donos, medtem ko so se povprečni donosi na borzi gibali okoli 17,8-odstotkov (Hagstrom, 2007, str. 212). Simpsonov način investiranja je bil enako konservativen in usmerjen kot Buffettov (Buffett, 1996b). Ni ga zanimalo dogajanje na Wall Streetu, osredotočal se je predvsem na branje letnih poročil podjetij. Zanimala so ga podjetja, ki so ustvarjala visoke prihodke, in so jih vodili sposobni managerji. Investiral je le v začasno podcenjene delnice, ki posamezno niso predstavljala tveganja za stalne izgube, zato tudi kot celota niso nosile skoraj nobenega tveganja (Buffett, 1987). V tem primeru lahko vidimo, da za Buffetta tveganje ni bilo povezano s cenovno nestabilnostjo na trgu, temveč z gotovostjo, da bodo sčasoma donosne vse delnice v portfelju (Hagstrom, 2007, str. 212).

Tabela 1: Primerjava donosnosti portfelja zavarovalnice GEICO in indeksa S&P500

Leto	Delnice GEICO v %	Indeks S & P 500 v %
1980	23,7	32,3
1981	5,4	-5,0
1982	45,8	21,4
1983	36,0	22,4
1984	21,8	6,1
1985	45,8	31,6
1986	38,7	18,6
1987	-10,0	5,1
1988	30,0	16,6
1989	36,1	31,7
1990	-9,1	-3,1
1991	57,1	30,5
1992	10,7	7,6
1993	5,1	10,1
1994	13,3	1,3
1995	39,7	37,6
1996	29,2	37,6
Povprečni donos	24,7	17,8

Vir: Hagstrom, R. G. (2007). *Buffettova načela*, str. 21.

Danes je GEICO najhitreje rastoča avtomobilska zavarovalnica (Buffett, 2008, str. 10). Ko je leta 1996 Warren Buffett v celoti prevzel zavarovalnico leta 1996, je njen tržni delež znašal 2,7-odstotkov. Leta 2007 je njen tržni delež znašal 7,2-odstotkov, kar jo uvršča na tretje mesto med največjimi avtomobilskimi zavarovalnicami glede na število zavarovalnih premij (GEICO.com, 2009). Osem milijonov strank ima zavarovanih kar 14 milijonov vozil. GEICO deluje na vzdrževanju dolgoročnih odnosov s svojimi strankami. Čim dlje je zavarovanec pri zavarovalnici, tem večja je profitna marža zavarovalnice. Buffett je po prevzemu vpeljal dodatni sistem za spodbujanje dolgoročnih odnosov s strankami. Polovica ugodnosti in dobička temelji na zavarovalnih policah, ki so stare vsaj eno leto, druga polovica pa sloni na pridobivanju novih zavarovancev (Hagstrom, 2005, str. 66).

#### 4 PRIMER PODJETJA THE COCA-COLA COMPANY

Podjetje The Coca-Cola Company je ustanovil farmacevt John Pemberton leta 1886. V prvem letu je podjetje prodajalo okoli devet kozarcev kokakole na dan. Danes je Coca-Cola največji proizvajalec, prodajalec in distributer brezalkoholnih pijač na svetu in v več kot 200 državah dnevno prodajo 1,5 milijarde proizvodov. Podjetje med drugim ponuja

2.800 različnih vrst gaziranih in negaziranih brezalkoholnih pijač, sadnih sokov, vitaminskih napitkov, energijskih pijač, vod, kav in čajev. Glavne blagovne znamke Coca-Cola Company so (The Coca-Cola Company, 2008, str. 3):

- Coca-Cola,
- Fanta,
- Sprite,
- Coca-Cola Zero,
- POWERADE,
- Nestea,
- Mello Yello.

Poleg proizvodnje pijač prodaja različnim polnilnicam in prodajalcem po svetu razne koncentrate in sirupe. V lasti ima 35-odstotkov največje ameriške polnilnice Coca-Cola Enterprises in 30-odstotkov Coca-Cola Amatil, ki ima podružnice v Avstraliji, na Novi Zelandiji in v Vzhodni Evropi (The Coca-Cola Company, 2008, str. 7-8).

Tržni delež podjetja na področju brezalkoholnih pijač je v letu 2007 znašal 10-odstotkov. Trg brezalkoholnih pijač je zelo konkurenčen, tako na globalni kot na regionalni ravni. Njihovi glavni konkurenti so med drugim PepsiCo, Nestlé, Cadbury Schweppes, Group Danone, Kraft foods in Unilever (The Coca-Cola Company, 2008, str. 9).

Coca-Cola se s konkurenco bori s spreminjanjem cen, oglaševanjem, prodajnimi promocijskimi programi, inovacijami, večanju učinkovitosti proizvodnje, uvajanjem nove embalaže ter razvijanjem in varovanjem blagovnih znamk.

Warren Buffett se je za delnice podjetja Coca-Cola začel zanimati leta 1988. S svojim podjetjem Berkshire Hathaway je v dveh letih kupil 23 milijonov delnic Coca-Cole, za katere je odštél 1.299 milijonov dolarjev. Nakup Coca-Cole je bil do tedaj njegova največja naložba. S tem je postal 7-odstotni lastnik podjetja, ob enem pa je dobil tudi mesto v upravnem odboru, v katerem je sedel do leta 2006. Delnice Coca-Cole so predstavljale 34-odstotni delež v celotnem portfelju Berkshire Hathaway. Vrednost naložbe se je do danes povečala na 13.268 milijonov dolarjev (Berkshire Hathaway, 2011b, str. 8). Največji delež v portfelju ima še danes Coca-Cola, vendar se je njen delež zaradi nakupov drugih delnic zmanjšal na 21-odstotkov.

V nadaljevanju bom predstavil, kaj je Warrena Buffetta navdušilo, da se je odločil vložiti tolikšen delež v delnice Coca-Cola, katerim njegovim načelom je podjetje ustrezalo, v čem je videl potencial podjetja in kakšna je bila njegova notranja vrednost.



## 4.1 Enostavnost in razumljivost podjetja

Coca-Cola ima precej enostavno poslovanje. Proizvaja in prodaja brezalkoholne pijače in njihove sestavine v obliki koncentratov in sirupov. Njeni kupci so drugi proizvajalci brezalkoholnih pijač, polnilnice, distributerji, gostinci in trgovine z živili. Njeno poslovanje se vse od ustanovitve do danes ni veliko spremenilo. Razlika je le v obsegu poslovanja in globalni razširjenosti. Na začetku je Coca-Cola prodajala eno samo pijačo, ki se še vedno prodaja in je morebiti najbolj znana pijača na svetu.

Glavna prednost podjetja so njene blagovne znamke. Blagovne znamke Coca-Cola, Diet Coke, Fanta in Sprite so med petimi najboljšimi blagovnimi znamkami na trgu brezalkoholnih pijač (The Coca-Cola Company, 2008, str. 1). Njena moč pa ni le v blagovnih znamkah, temveč tudi v njihovem globalnem distribucijskem omrežju. Podjetje sklepa partnerstva s polnilnicami in proizvajalci brezalkoholnih pijač preko lastništva ali z individualnimi pogodbami. Polnilnice, v katerem imajo delno lastništvo, so:

- Coca-Cola Enterprise, ki oskrbuje ameriški in kanadski trg,
- Coca-Cola Hellenic Bottling Company, ki oskrbuje evropski trg,
- Coca-Cola FEMSA, ki oskrbuje srednje in južnoameriški trg,
- Coca-Cola Amatil, ki ima podružnice v Avstraliji, na Novi Zelandiji in v Vzhodni Evropi.

## 4.2 Uspešen management

Warrena Buffetta so k naložbi v Coca-Colo pritegnile spremembe v podjetju, ki jih je vpeljal Robert Goizueta. Sedemdeseta leta za Coca-Colo niso bila preveč uspešna. Bili so v sporih s polnilnicami pijač, okoljevarstveniki, delavci, komisijo za trgovinsko dejavnost, imeli pa so tudi probleme s poslovanjem na tujem. Takratni predsednik Robert Woodruff je zato za glavnega managerja postavil Roberta Goizueta.

Med Goizuetinim vodenjem Coca-Cole je bila glavna naloga podjetja povečevanje vrednosti naložb delničarjev (The Coca-Cola Company, 1985, str. 1). Povečati je moral prodajo podjetja, za kar je potreboval več kapitala. S povečanjem profitnih marž in donosnosti lastniškega kapitala, je lahko zvišal dividendo, ob tem pa je znižal delež izplačanega dobička v obliki dividend. Višina dividend se je od leta 1978 do leta 1989 več kot podvojila, delež izplačanega dobička pa se je znižal iz 57,4- na 30,9-odstotkov. Podjetje je tako večji del dobička investiralo v svoje poslovanje, kar je povečalo rast podjetja in oplemenitilo premoženje delničarjev.

Goizueta je želel, da bi bila Coca-Cola aktivno podjetje (Hagstrom, 2005, str. 119). Svoje sodelavce je spodbujal, naj se prepustijo k premišljenemu tveganju. Od podjetij v Coca-

Colini lasti je zahteval, da optimizirajo donose na premoženja, in začel zniževati stroške. Ukrepi so omogočili višje profitne marže, kar je pritegnilo pozornost Warrena Buffetta.

*Tabela 2: Delež izplačanega dobička na delnico podjetja The Coca-Cola Company med letoma 1978 in 1989*

Leto	Čisti dobiček na delnico v \$	Rast čistega dobička	Dividenda na delnico v \$	Rast dividend	Delež izplačanega dobička
1978	0,25	13,1%	0,15	13,0%	57,4%
1979	0,28	12,2%	0,16	12,6%	57,6%
1980	0,29	0,6%	0,18	10,2%	63,2%
1981	0,33	14,0%	0,19	7,4%	59,5%
1982	0,33	1,3%	0,21	6,9%	62,8%
1983	0,34	3,3%	0,22	6,5%	64,7%
1984	0,40	17,6%	0,23	4,5%	57,5%
1985	0,46	15,0%	0,25	8,7%	54,3%
1986	0,60	30,4%	0,26	4,0%	43,3%
1987	0,61	1,7%	0,28	7,7%	45,9%
1988	0,71	16,4%	0,30	7,1%	42,3%
1989	1,10	54,9%	0,34	13,3%	30,9%

*Vir: The Coca-Cola Company. The Coca-Cola Company Annual Report 1995; The Coca-Cola Company Annual Report 1980.*

Najprej je začel prodajati nepovezane posle in poslovanje podjetja usmeril v njegovo osnovno dejavnost, proizvodnjo in prodajanje koncentratov in sirupov za brezalkoholne pijače. Proizvodnjo podjetja je skrčil na proizvodnjo le enega izdelka ravno v času, ko so ostala podjetja v panogi delovala nasprotno. Pivovarna Anheuser-Busch je svoje dobičke vlagala v tematske parke, Pepsi je kupil proizvajalce prigrizkov Frito-Lay in restavracije s hitro hrano Taco Bell in Kentucky Fried Chicken (Hagstrom, 2005, str. 145). Coca-Cola se je na drugi strani usmerila k njihovem najpomembnejšemu izdelku. Prodaja sirupa je bila najdonosnejši del njihovega posla, zato so vsa svoja sredstva vlagali v proizvodnjo sirupa in koncentratov. Goizueta se je uspel upreti diktatu institucij in z investiranjem dobička v najdonosnejšo proizvodnjo večal donose za lastnike.

#### **4.2.1 Učinkovita uporaba zadržanih dobičkov**

Management ima pri odločanju o tem, kaj narediti z dobičkom podjetja, dve možnosti: ali ga reinvestira v razvoj podjetja ali ga izplača. Če management dobiček reinvestira v podjetje in s tem poveča donosnost lastniškega kapitala, bi bilo racionalno zadržati ves dobiček in ga reinvestirati v podjetje. Če ima podjetje veliko prostih denarnih sredstev in managerji ne najdejo učinkovitih naložb, ki bi omogočile rast podjetja, se lahko odločijo

za izplačilo dobička delničarjem. Dobiček delničarjem lahko izplačajo, ali v obliki dividend ali z odkupom lastnih delnic.

*Tabela 3: Zadržani dobiček in tržna vrednost podjetja The Coca-Cola Company med letoma 1978 in 1987 (v milijon dolarjev)*

Leto	Zadržani dobiček	Tržna vrednost podjetja
1978	159,7	5.440,5
1979	177,9	4.278,0
1980	155,5	4.138,5
1981	195,3	4.309,0
1982	190,5	6.760,0
1983	197,3	7.276,0
1984	267,3	8.233,5
1985	329,6	11.069,5
1986	529,3	14.603,7
1987	495,5	14.380,8
Skupaj	2.697,9	

*Vir: The Coca-Cola Company. The Coca-Cola Company Annual Report 1995; The Coca-Cola Company Annual Report 1980.*

Podjetje Coca-Cola je med leti 1978 in 1987 ustvarilo 5.971 milijonov dolarjev čistega dobička. V tem obdobju so 3.273 milijonov razdelili delničarjem v obliki dividend, 2.698 milijonov pa so zadržali za reinvestiranje. Leta 1987 je bila tržna vrednost Coca-Cole 14.381 milijonov dolarjev, kar pomeni, da so na enoto zadržanega dobička ustvarili 5,33 enot tržne vrednosti.

Warren Buffett meni, da bi morali dobički ostati zadržani samo v primeru, če za vsak zadržani dolar dobička, podjetje ustvari vsaj en dolar tržne vrednosti za lastnike (Buffett, 1985). Coca-Cola je s 5,33 enotami ustvarjene tržne vrednosti na enoto zadržanega dobička povsem ustrezala Buffettovemu kriteriju.

Prvi odkup lastnih delnic je Coca-Cola odobrila leta 1984. Povečanje denarnega toka je omogočilo zvišanje dividend in odkup njenih delnic na trgu. Ob prvem odkupu so kupili 6 milijonov delnic v skupni vrednosti 336 milijonov dolarjev (The Coca-Cola Company, 1985, str. 33). Od prvega odkupa je Coca-Cola odkupila več kot 1,3 milijarde svojih delnic po povprečni ceni 18,45 dolarjev (The Coca-Cola Company, 2008, str. 59). Delež odkupljenih delnic predstavlja 36-odstotkov vseh izdanih delnic. Podjetje je tako porabilo okoli 24 milijard dolarjev denarja za odkup delnic, ki so danes vredne okoli 60 milijard dolarjev. Coca-Cola ustvarja velik denarni tok, zato imajo kljub temu, da veliko vlagajo v

svoje poslovanje na tujih trgih, sposobnost, da zvišujejo dividende lastnikom in odkupujejo svoje delnice.

Buffett meni (2000, str. 17), da se podjetje za odkup lastnih delnic lahko odloči, kadar ima na voljo zadostna denarna sredstva in kadar lahko odkupi delnice po nižji ceni od njihove notranje vrednosti. Všeč so mu podjetja, ki odkupujejo svoje delnice s pravim namenom in ceneje od njihove notranje vrednosti. Odkup delnic z namenom napihovanja tržne vrednosti delnic ni pravi razlog. Coca-Cola je v obdobju pred Buffettovem nakupu ustvarjala velik denarni tok, zato je imela zadostna denarna sredstva za odkup delnic. Svoje delnice je odkupovala po nižji ceni od svoje notranje vrednosti, zato se je Buffettu zdelo, da jih odkupuje s pravim namenom.

Coca-Colin odkup lastnih delnic ima za Buffetta in njegovo podjetje dodatno prednost. Z odkupom lastnih delnic se manjša delež izdanih delnic in s tem se večja Buffettov delež v Coca-Coli.

### 4.3 Finančna uspešnost podjetja

Na primeru Coca-Cola bom prikazal, kakšna je bila finančna uspešnost podjetja v obdobju pred in po Buffettovem nakupu delnic podjetja.

#### 4.3.1 Donosnost lastniškega kapitala

Coca-Cola je že v sedemdesetih letih dosegala zadovoljivo stopnjo donosnosti lastniškega kapitala z več kot 20-odstotki. Goizuetti se to ni zdelo dovolj in je zahteval boljše rezultate. V svojem načrtu za prenovitev podjetja je zapisal, da bo Coca-Cola opustila vse posle, ki ne prinašajo ustreznega donosa. Njegov glavni cilj je bila donosnost delnic in kapitala (Hagstrom, 2005, str. 161).

*Tabela 4: Donosnost lastniškega kapitala podjetja The Coca-Cola Company v obdobju med letoma 1978 in 1992*

Leto	Dobiček iz poslovanja (v mio \$)	Rast v %	Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala (v mio \$)	Rast v %	ROE
1978	631	13,0%	1.740	10,3%	22,6%
1979	674	6,8%	1.919	10,3%	36,8%
1980	719	6,7%	2.075	8,1%	36,0%
1981	772	7,4%	2.271	9,4%	35,5%
1982	863	11,8%	2.779	22,4%	34,2%
1983	828	-4,1%	2.921	5,1%	29,1%

se nadaljuje

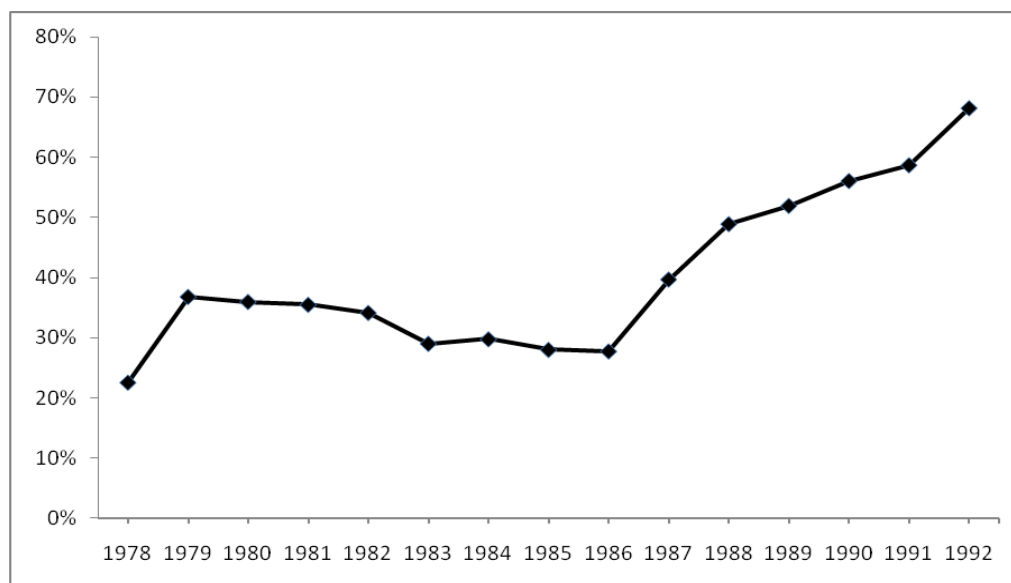
nadaljevanje

Leto	Dobiček iz poslovanja (v mio \$)	Rast v %	Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala (v mio \$)	Rast v %	ROE
1984	849	2,5%	2.778	-4,9%	29,8%
1985	807	-4,9%	2.979	7,2%	28,0%
1986	897	11,2%	3.479	16,8%	27,8%
1987	1.324	47,6%	3.187	-8,4%	39,7%
Povprečje		9,8%		7,6%	31,9%
1988	1.598	20,7%	3.345	5,0%	48,9%
1989	1.726	8,0%	3.299	-1,4%	52,0%
1990	1.952	13,1%	3.662	11,0%	56,1%
1991	2.319	18,8%	4.239	15,8%	58,7%
1992	2.770	19,4%	3.888	-8,3%	68,2%
Povprečje		16,0%		4,4%	56,8%

Vir: *The Coca-Cola Company. The Coca-Cola Company Annual Report 1995; The Coca-Cola Company Annual Report 1980.*

Kot vidimo iz tabele 4, je Coca-Cola v celotnem 10-letnem obdobju pred Buffettovim nakupom dosegala visoko donosnost in ustrezala njegovemu kriteriju z več kot 15-odstotno donosnostjo lastniškega kapitala. Do leta 1988, ko je Buffett pričel z nakupi delnic Coca-Cole, je donosnost lastniškega kapitala znašala že 49-odstotkov.

Slika 2: Donosnost lastniškega kapitala podjetja The Coca-Cola Company med leti 1978 do 1992



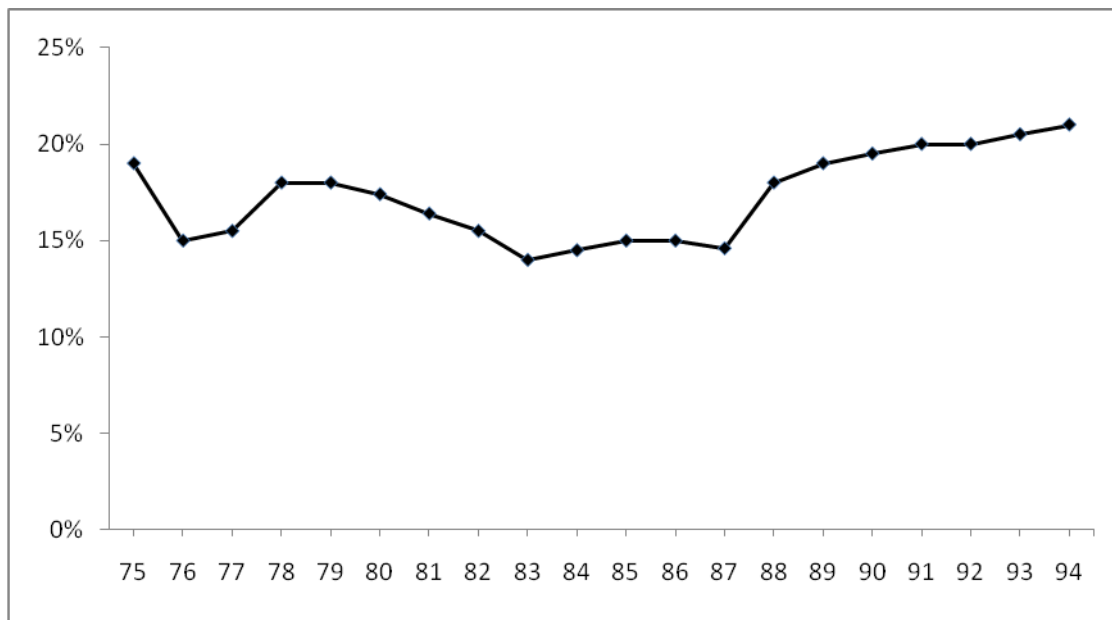
Vir: *The Coca-Cola Company. The Coca-Cola Company Annual Report 1995; The Coca-Cola Company Annual Report 1980.*

Tudi po letu 1988 je Coca-Cola nadaljevala svojo finančno uspešnost in dvigovala donosnost lastniškega kapitala. Poslovanje Coca-Cole je bilo v tem času celo bolj uspešno, kot v prejšnjih letih. Rast dobička iz poslovanja je v naslednjih petih letih rastla v povprečju 16-odstotkov na leto. Izračuni kažejo, da se Buffett ni motil o prihodnjem poslovanju Coca-Cole in uspešnosti njenega managementa. Vodstvu Coca-Cole je donosnost lastniškega kapitala glede na dobiček iz poslovanja uspelo povečati v vsakem letu. Tudi danes se donosnost lastniškega kapitala Coca-Cole giblje okoli 40-odstotkov.

#### 4.3.2 Profitna marža

Profitne marže Coca-Cole so se leta 1973 gibale okoli 18-odstotkov. Sledilo je slabo obdobje za podjetje in profitne marže so se začele zniževati. Do leta 1980, ko je vodenje Coca-Cole prevzel Goizueta, so profitne marže padle petič zapored in znašale okoli 12,9-odstotkov. V prvem letu vodenja je Goizueta dvignil profitne marže na 13,7-odstotkov. Do leta 1988 so se profitne marže dvignile na 19-odstotkov. Goizueti je to uspelo najprej z usmerjanjem poslovanja v najbolj profiten posel, proizvodnjo sirupov in koncentratov ter s prodajo nepovezanih poslov, ki so bili manj donosni, in z optimiziranjem donosa na premoženje. Spremembe poslovanja je leta 1988 opazil tudi Warren Buffett, zniževanje stroškov in višanje profitnih marž pa ga je še bolj pritegnilo.

Slika 3: Profitna marža podjetja The Coca-Cola Company v obdobju med letoma 1975 in 1994



Vir: Hagstrom, R. G. (2005). Warren Buffettov način, str. 162.

Buffett je glede izdatkov in nepotrebnih stroškov zelo strog (Hagstrom, 2005, str. 166-167). Zaveda se, da vsak posel zahteva določeno število zaposlenih, in da je za vsak

zaslužek potreben ustrezen strošek. Ne mara managerjev, ki dopuščajo naraščanje stroškov poslovanja. Odlična podjetja ne morejo biti uspešna, če managementu ne uspe iz prodaje ustvariti dobička.

### 4.3.3 Denarni tok

Denarni tok Coca-Cole je leta 1978 znašal 139 milijonov dolarjev in se v naslednjem letu celo znižal. Že v prvem letu vodenju, leta 1980, je Goizueta denarni tok podvojil. Od leta 1978 do 1987 je povprečna rast denarnega toka znašala 25-odstotkov. Leta 1987 je denarni tok znašal že 764 milijonov dolarjev, kar pomeni, da je v 10-letih zrasel za več kot petkrat. Rast denarnega toka se je odražala tudi v ceni delnic Coca-Cole. Povprečna donosnost delnic Coca-Cole je med letoma 1973 in 1982 rasla po 6,3-odstotni letni stopnji, medtem ko so delnice med letoma 1983 in 1992 rasle v povprečju za 31,1-odstotkov (Hagstrom, 2005, str. 166).

*Tabela 5: Denarni tok podjetja The Coca-Cola Company med letoma 1978 in 1987*

Leto	Denarni tok (v mio \$)	Letna rast v %
1978	139	
1979	119	-14,4%
1980	238	100,0%
1981	243	2,1%
1982	265	9,1%
1983	346	30,6%
1984	448	29,5%
1985	440	-1,8%
1986	739	68,0%
1987	764	3,4%
Povprečna rast		25,2%

*Vir: FwallStreet.com (2007). Buffett. Coca-Cola. 1988. Now I Get It.*

Coca-Cola je v obdobju pred Buffettovim nakupom doživljala velike spremembe. Goizueta je tako s prodajo manj donosnih poslov in usmerjanju k najbolj donosnim doseči 25-odstotno povprečno letno rast denarnega toka. Visoka rast je pritegnila pozornost Buffetta, ki je v Coca-Coli videl velik potencial za nadaljnjo rast, zato se je odločil za nakup tako velikega deleža podjetja.

## 4.4 Analiza plačilne sposobnosti podjetja

Na primeru Coca-Cola bom prikazal, kakšna je bila plačilna sposobnost podjetja v letih pred in Buffettovem nakupu.

### 4.4.1 Delež dolga v kapitalu

Tabela 6 prikazuje delež dolga v kapitalu podjetja Coca-Cola v obdobju od 1984 do 1992. Delež dolga v kapitalu se je v tem obdobju v povprečju počasi povečeval, kar pomeni, da je podjetje svojo visoko rast delno vzdrževala tudi s finančnim vzvodom. V tabeli je razvidno, da dolgovi nikoli ne presegajo lastniškega kapitala. To pomeni, da bi podjetje svoje dolgove lahko odplačevalo tudi z lastniškim kapitalom.

*Tabela 6: Prikaz deleža dolga v kapitalu podjetja The Coca-Cola Company med letoma 1984 in 1992*

Leto	Celotna sredstva (v mio \$)	Lastniški kapital (v mio \$)	Celotni dolg (v mio \$)	Delež dolga v kapitalu
1984	5.241	2.751	1.310	48%
1985	6.341	2.948	1.280	43%
1986	7.675	3.479	1.848	53%
1987	8.606	3.187	2.995	94%
1988	7.451	3.345	2.124	63%
1989	8.249	3.299	1.980	60%
1990	9.245	3.662	2.537	69%
1991	10.189	4.239	2.288	54%
1992	11.052	3.888	3.207	82%

*Vir: The Coca-Cola Company. The Coca-Cola Company Annual Report 1995*

### 4.4.2 Število let za odplačilo dolga

Iz tabele 7 vidimo, da je bila Coca-Cola v celotnem obdobju med letoma 1984 in 1992 sposobna poravnati dolgoročne dolgove iz letnega dobička že v enem letu. Buffettu se zato plačilna sposobnost Coca-Cola ni zdela vprašljiva. Po njegovem nakupu leta 1988 so letni dobički presegali dolgoročne dolgove, zato Coca-Cola ni bila nikoli v nevarnosti, da ne bi mogla poravnati svojih dolgov. Tudi danes Coca-Cola pazi na svoje dolgove. Dolgoročni dolgovi ne presegajo čistih dobičkov podjetja, zato jih lahko odplača v manj kot enem letu.



Tabela 7: Prikaz števila let za odplačilo dolga podjetja The Coca-Cola Company med letoma 1984 in 1992

Leto	Dolgoročni dolg (v mio \$)	Čisti dobiček (v mio \$)	Število let za odplačilo dolga
1984	631	629	1,0
1985	801	722	1,1
1986	996	934	1,1
1987	909	916	1,0
1988	761	1.045	0,7
1989	549	1.537	0,4
1990	536	1.382	0,4
1991	985	1.617	0,6
1992	1.120	1.664	0,7

Vir: The Coca-Cola Company. The Coca-Cola Company Annual Report 1995

#### 4.5 Ocenjevanje vrednosti podjetja

Denarni tok Coca-Cole je med letoma 1978 do 1987 v povprečju rasel 25-odstotkov na leto. Vendar Buffett ne zanima le rast v posameznih letih, za pravo notranjo vrednost je potrebno računati dobičke skozi večletno povprečje (Hagstrom, 2005, str. 159). Za povprečno rast lahko izberemo šest-, sedem- in osem-letna obdobja. Na ta način izločimo vpliv gospodarskega cikla in ugotovimo, kako podjetje posluje v dobrih in slabih obdobjih.

Tabela 8: Povprečna rast denarnega toka v večletnih obdobjih

Obdobje	Prosti denarni tok
1978-1985	17,9%
1979-1986	29,8%
1980-1987	18,1%
1978-1983	20,0%
1979-1984	30,4%
1980-1985	13,1%
1981-1986	24,9%
1982-1987	23,6%
Večletno povprečje	21,8%

Lastniški kapital Coca-Cole je leta 1987 znašal 3,187 milijarde dolarjev. Če podjetje ne bi prenehalo s poslovanjem in bi propadlo, bi lastniki bili deležni 3,187 milijarde dolarjev. Za podjetje, kot je Coca-Cola, je nesmiselno pričakovati, da bo propadlo. Podjetje bo v prihodnosti raslo in za lastnike ustvarjalo denarni tok. Povprečna rast denarnega toka v večletnih obdobjih je znašala 21,8-odstotkov, zato za izračun prihodnjega denarnega toka

uporabimo 21,8-odstotno letno rast. Vendar ne moremo pričakovati, da bo denarni tok po tako visoki stopnji vsa leta rasel. Po desetih letih visoke rasti lahko pričakujemo znižanje rasti na povprečno pet-odstotkov letno. Skupna vrednost prihodnjih denarnih tokov bo znašala 98,89 milijard dolarjev.

*Tabela 9: Pričakovan denarni tok podjetja Coca-Cola Company med letoma 1988 in 2007*

Leto	Pričakovan denarni tok pri 21,8% rasti (v mio \$)	Leto	Pričakovan dobiček lastnikov pri 5% rasti (v mio \$)
1988	931	1998	5.763
1989	1.133	1999	6.051
1990	1.380	2000	6.354
1991	1.681	2001	6.672
1992	2.048	2002	7.005
1993	2.494	2003	7.335
1994	3.038	2004	7.723
1995	3.700	2005	8.109
1996	4.506	2006	8.515
1997	5.489	2007	8.941

Ocenili smo, koliko naj bi bila vredna Coca-Cola leta 2007. Če bi prihodnji denarni tok podjetja kupili po tej ceni, bi ostali brez dobička. Zato je potrebno v naslednji stopnji ugotoviti, koliko je 98,89 milijard dolarjev vrednih danes. Buffett si želi, da bi njegova podjetja rasla v povprečju po vsaj 15-odstotni letni stopnji, zato lahko za diskontiranje uporabimo 15-odstotno stopnjo. Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov pri diskontni stopnji 15-odstotkov znaša 19,1 milijarde dolarjev. Če k temu prištejemo še lastniški kapital iz leta 1987, lahko ocenimo notranjo vrednost Coca-Cole na 22,3 milijarde dolarjev. Delnica Coca-Cole bi morala biti po tem izračunu leta 1988 vredna 59,2 dolarjev.

#### **4.6 Varnostna marža**

V prejšnjem poglavju smo ocenili, da je bilo podjetje Coca-Cola leta 1988 vredno 22,3 milijarde dolarjev oziroma 59,2 dolarjev na delnico. Warrenu Buffettu ni dovolj le ocena vrednosti podjetja. Zanj je najbolj pomembno, ali ga lahko kupi po nižji ceni, kot je njegova notranja vrednost. Tudi za tako stabilno podjetje, kot je Coca-Cola, je potrebno plačati nižjo ceno. V primeru, da bi bili prihodnji denarni tokovi napačno ocenjeni in bi bili nižji, bi se znižala vrednost podjetja in z njo tudi delnice.

Zato mora med tržno ceno in notranjo vrednostjo obstajati varnostna marža. Buffett ni zadovoljen le s kakršno koli varnostno maržo. Za uspešno podjetje, kot je Coca-Cola, bi si Buffett lahko izbral 25-odstotno varnostno maržo. Pri 25-odstotnem diskontu, bi Buffett lahko kupil delnice, kadar bi bila njihova tržna cena nižja od 45,4 dolarja.

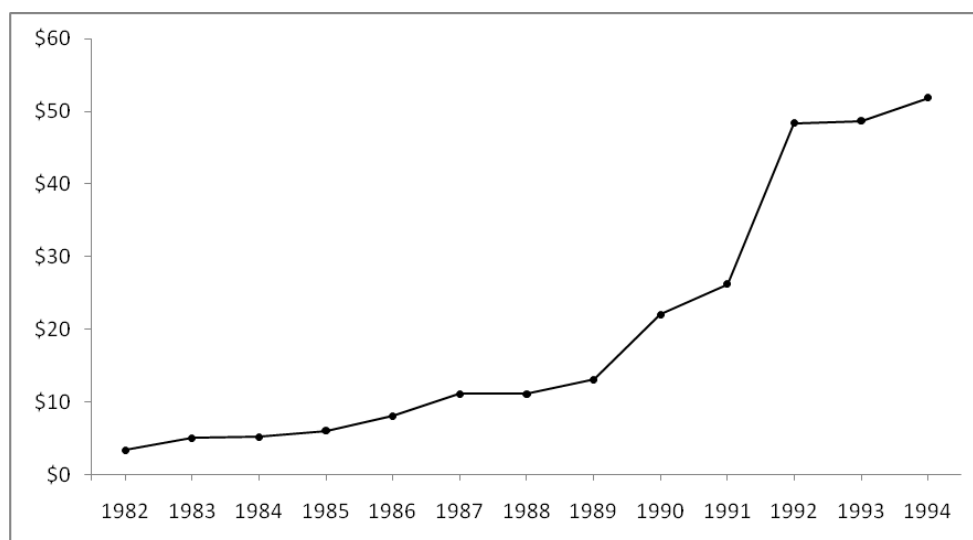
*Tabela 10: Prikaz Warren Buffettovega nakupa delnic Coca-Cola Company*

Datum nakupa	Število kupljenih delnic	Povprečna cena na trgu (v \$)	Varnostna marža (v %)
15.6.1988	292.594	38,68	36%
15.9.1988	4.311.194	42,04	31%
1.12.1988	10.664.394	43,00	29%
21.3.1989	22.092.399	50,04	17%
15.6.1989	23.160.989	55,72	8%

*Vir: History of Warren Buffett's purchases of stock of The Coca-Cola Company*

Tabela 10 nam prikazuje, da je Buffett je prve delnice Coca-Cole začel kupovati junija 1988. Takrat se je cena delnice gibala okoli 38,68 dolarja. Dobiček podjetja je bil v letu 1987 dva odstotka nižji kot v rekordnem letu 1986, zato je bilo za trg nemogoče dejstvo, da je Coca-Cola zmožna visoke rasti. Buffett je zaupal svojim izračunom in nakup pri tej ceni mu je omogočal 36-odstotno varnostno maržo glede na ocenjeno notranjo vrednost podjetja. Nazadnje je Buffett delnice Coca-Cole kupil junija 1989 za 23 milijonov, kar je bil do takrat največji nakup delnic doslej. Cena na dan njegovega nakupa se je gibala okoli 56 dolarjev, kar je bilo še vedno pod ocenjeno notranjo vrednostjo podjetja.

*Slika 4: Tržna vrednost podjetja Coca-Cola Company med letoma 1982 in 1994 (v milijardah dolarjev)*



*Vir: Yahoo! Finance. KO Historical Prices / Coca-Cola Company (The) Common Stock.*

Slika 4 nam prikazuje tržno vrednost Coca-Cole. Coca-Cola je že pred Buffettovim nakupom leta 1988 dosegala zavidljivo rast. Slaba napoved dobičkov leta 1987 je kazala na to, da se je Coca-Colina pretekla rast ustavila. To je povzročilo manjše zanimanje za Coca-Coline delnice. Cena na trgu se je spustila precej pod notranjo vrednost podjetja. Warrenu Buffettu se je ponudila priložnost, da je kupil Coca-Colo po ugodni ceni. Finančni uspeh Coca-Cole se je po slabem letu zopet nadaljeval, kar se je odrazilo tudi v ceni njenih delnic. Tržna cena se je približala notranji vrednosti, Buffettov delež Coca-Cole pa je medtem že dosegal dobičke.

## **SKLEP**

V diplomskem delu sem predstavil Warren Buffettovo strategijo usmerjenega vlaganja. Na začetku sem predstavil različne pristope k vlaganju, ki jih vlagatelji uporabljajo pri svojem odločanju. To so pasivno vlaganje, ki predvsem sledi trgu, in je zaradi nizkih transakcijskih stroškov v večini primerov bolj primerno, kot zaupanje profesionalnim vlagateljem ali vzajemnim skladom. Tehnična analiza, ki se zanaša predvsem na grafe in matematične in statistične izračune, je primerna za kratkoročno vlaganje in predstavlja predvsem špekulacije, kaj se bo dogajalo s cenami v prihodnje. Pri arbitraži lahko dosežemo donose s povsem netveganim naložbam. Dobičke lahko dosežemo z nakupom vrednostnega papirja na enem trgu in s prodajo na drugem. V sodobnem svetu s hitro dostopnimi informacijami so netvegane arbitraže zelo redko dostopne, z njimi pa so mogoči le kratkoročni zaslužki. Vlagatelji v vrednost kupujejo delnice razvitih in ustaljenih podjetij, za katere na podlagi kazalnikov vrednotenja smatrajo, da so podcenjene. Ta pristop se je v preteklosti izkazal za najbolj uspešen, saj je imela višjo donosnost kot pristop vlaganja v hitro rastoča podjetja.

Ugotovil sem, da je za donosno investiranje potrebno veliko pozornosti usmeriti v podjetje. Odmislimo trenutna dogajanja na borzi in v gospodarstvu ter se namesto na delnico, osredotočimo na podjetje. Preden se odločimo za nakup deleža podjetja, je potrebno napraviti skrbno analizo podjetja in trdnost njegovega poslovanja, zavarovati se moramo pred resnimi izgubami in se zadovoljiti s primernim dobičkom. Ključ Buffettovega uspeha je ravno v tem, da se je vselej držal svojih temeljnih načel pri investicijskih odločitvah. Buffettov pristop usmerjenega vlaganja nam kaže, da sta najbolj pomembna faktorja vrednost podjetja in cena na trgu. Le s podrobno analizo podjetja, njegovega delovanja, finančnih in poslovnih uspehov lahko ugotovimo njegovo notranjo vrednost. Notranjo vrednost podjetja Buffett računa s pomočjo diskontiranih denarnih tokov. Vendar dobrega poslovanja podjetja v prihodnosti ne moremo zagotoviti, zato gre pri tem bolj za ugibanje. Buffett se tu zanaša na še dve pomembni spremenljivki, s katerima zmanjša tveganje, da notranja vrednost podjetja ni takšna, kot jo je izračunal. To sta enostavno in stabilno poslovanje podjetja ter varnostna marža. Za podjetje, katerega poslovanje je enostavno in stabilno, obstaja večja verjetnost, da bo poslovanje stabilno tudi v prihodnje. Pri takem podjetju lahko z večjo gotovostjo napovemo pričakovane

prihodnje denarne tokove, s katerimi računamo njegovo notranjo vrednost. Varnostna marža predstavlja razliko med nakupno ceno podjetja in njegovo ugotovljeno vrednostjo. V primeru, da poslovanje podjetja v prihodnosti ni tako, kot ga je Buffett pričakoval, in je prihodnje denarne tokove napačno ocenil, mu varnostna marža omogoča zmanjšanje tveganja izgube. V drugem primeru, če podjetje nadaljuje uspešno poslovanje, ali ga celo izboljša, varnostna marža prinaša dodatno donosnost, ko se poslovni uspeh začne odražati v ceni delnic podjetja.

Na primeru zavarovalnice GEICO sem pokazal, kako Warren Buffett financira svoje nakupe. Zavarovalnice zaradi svojega značilnega poslovanja ustvarjajo dotok velike količine denarja, katerega Buffett uporabi za investicije. Uspeh zavarovalnice GEICO izhaja iz njenega enostavnega poslovnega koncepta in uspešnega upravljanja z denarjem. Poslovni koncept temelji na sklenitvi zavarovanj z vozniki, za katere je najmanj verjetno, da bodo udeleženi v prometni nesreči, in neposredno prodajo zavarovalnih polic brez agentov. S tem si je GEICO znižal stroške izplačila odškodnin in stroške poslovanja. Finančni uspeh je zavarovalnici prinesel Lou Simpson. Njegov način upravljanja z denarjem je bil podoben Buffettovemu. Vlagal je v podjetja, ki imajo konsistentno uspešno poslovanje in jih je možno kupiti poceni. Nižanje stroškov podjetja in dobro upravljanje s premoženjem je še bolj dvigovalo vrednost podjetja in s tem naložbo Warrena Buffetta.

Primer podjetja Coca-Cola je jasen primer Buffettovega podjetja. Ima svetovno prepoznavno blagovno znamko, v Robertu Goizueti je Buffett videl uspešen in racionalen management, dolgo zgodovino dividend in racionalno odkupovanje lastnih delnic, nizke dolgove, konsistenten finančni uspeh in kar je najpomembnejše, lahko je postal njen lastnik po nižji ceni, kot je bila njena notranja vrednost. Čeprav delnice Coca-Cole v zadnjih letih niso tako donosne, jih Buffett ni prodal. Zanj je pomemben predvsem poslovni uspeh podjetja, temu pa bo sledila tudi vrednost delnice na trgu.

Notranja vrednost vseh vrednostnih papirjev leži v prihodnosti. Formula je enostavna, vendar notranje vrednosti ni mogoče matematično natančno določiti. Je približek tistega, kar upamo, da bo naša investicija dosegla v prihodnosti. Vlagatelji v delnice morajo prihodnost predvideti. Pretekli rezultati podjetja nam prikazujejo, kako je bilo podjetje vodeno do danes; vrednost podjetja pa je odvisna od tega, koliko denarja bo ustvarilo v prihodnosti ne glede na to, kakšna je bila njegova preteklost. Da bi lažje ugotovili, koliko denarja podjetje lahko ustvari, je potrebno razumeti podjetje, njegovo panogo, položaj podjetja na trgu ter njegov ugled.

Pri investiranju v delnice, je treba vedeti, da so trgi večinoma učinkoviti in da se delnice podjetij po navadi trgujejo po ceni, ki je blizu njihove notranje vrednosti. Pametni vlagatelj, ki sledi Buffettovemu načelom, mora potrpežljivo čakati na priložnosti, ko trg podjetja oceni neučinkovito. Ko se mu taka priložnost ponudi, mora kupiti delnice le, če

ima zadostno varnostno maržo, ki ga zavaruje pred napačno analizo ali nagradi, če ima prav. Čez čas bo trg podjetje ponovno cenil učinkovito in cena ter vrednost delnice se bosta zopet zbližali. Od nakupa delnice do ponovne združitve njene cene in vrednosti se lahko zgodi dvoje. Poslovanje podjetja bo zraslo in cena bo sčasoma dosegla ali preseгла vrednost, ali pa se bo poslovanje zmanjšalo in vrednost delnice bo počasi padla pod svojo ceno. Vlagatelj, ki bo našel pravo vrsto podjetij, bo lahko dosegal zadovoljive donose na trgu, vlagatelj, ki bo uspel prepoznati drugo vrsto podjetij, pa se bo lahko izognil velikim izgubam.

## LITERATURA

1. Appel, G. (2005). *Technical Analysis*. Saddle River, New Jersey: Financial Times Prentice Hall
2. Berkshire Hathaway (2002). 2001 Annual Report. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/2001ar/2001ar.pdf>
3. Berkshire Hathaway (2009). 2008 Annual Report. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/2008ar/2008ar.pdf>
4. Berkshire Hathaway (2011a). 2010 Annual Report. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/2010ar/2010ar.pdf>
5. Berkshire Hathaway (2011b). 2011 First Quarter Report. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/qtrly/1stqtr11.pdf>
6. Bernstein, J. (2002). *Stock market strategies that work*. New York, New York: McGraw-Hill.
7. Bodie Z., Kane A. & Marcus A. (2001). *Investments*. (5<sup>th</sup> ed.). New York, New York: McGraw-Hill.
8. Boroson, W. (2001). *Pick Stocks Like Warren Buffett*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
9. Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2003). *Corporate finance*. (7<sup>th</sup> ed.). New York, New York: McGraw-Hill.
10. Buffett, M. & Clark, D. (2008). *Warren Buffett and the interpretation of financial statements*. New York, New York: Scribner.
11. Buffett, W. (1985). *Chairman's Letter 1984*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1984.html>
12. Buffett, W. (1987). *Chairman's Letter 1986*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1986.html>
13. Buffett, W. (1988). *Chairman's Letter 1987*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>
14. Buffett, W. (1993). *Chairman's Letter 1992*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1992.html>
15. Buffett, W. (1996a). *Owner's Manual*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/ownman.pdf>
16. Buffett, W. (1996b). *Chairman's Letter 1995*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1995.html>
17. Buffett, W. (1997). *Chairman's Letter 1996*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1996.html>
18. Buffett, W. (2000). *Chairman's Letter 1999*. Najdeno 2. junija 2010 na <http://www.berkshirehathaway.com/letters/final1999pdf.pdf>
19. Buffett, W. & Cunningham, L. (1998). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*. New York: Cunningham.
20. Campbell, J. Y. & Shiller, R. J. (2001). Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook. *Cowles foundation discussion paper no. 1295*.

21. Citigroup (2008). *Citigroup's 2007 Annual Report*. New York, New York: Citigroup.
22. Cunningham, L. A. (2001). *How to think like Benjamin Graham and invest like Warren Buffett*. New York: McGraw-Hill Companies.
23. Damodaran, A. (2003). *Investment philosophies: Successful strategies and the investors who made them work*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
24. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (2<sup>nd</sup>ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
25. Fabozzi, F. (2009). *Institutional Investment Management: Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications*. Najdeno 22. junija 2011 na spletnem naslovu <http://books.google.com/books?id=BHaFxWeaKmcC>
26. Focardi, S. & Fabozzi, F. (2004). *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
27. Fontanills, G. (2005). *The options course*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
28. Fund Evaluation Group (2006). *Growth vs. Value*. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.feg.com/news-insights/documents/Growthvs.Value-Summer2006.pdf>
29. FwallStreet.com (2007). *The Coca-Cola Company in 1988*. Najdeno 24. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.fwallstreet.com/article/24-buffett-coca-cola-1988-now-i-get-it/>
30. GEICO at a Glance, (2011). Najdeno 2. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.geico.com/about/corporate/at-a-glance/>
31. Graham, B. & Dodd, D. (1934). *Security Analysis*. New York, New York: McGraw-Hill.
32. Graham, B. (2003). *The Intelligent Investor* (Rev. ed). New York, New York: HarperBusiness Essentials.
33. Gray, G., Cusatis, P. J. & Woolridge, J. R. (2004). *Streetsmart Guide to Valuing a Stock The Savvy Investor's Key to Beating the Market*. New York, New York: McGraw-Hill.
34. Hagstrom, R. G. (2005). *Warren Buffettov način*. Varaždin: Katarina Zrinski.
35. Hagstrom, R. G. (2007). *Buffettova načela*. Varaždin: Katarina Zrinski.
36. Internetnews.com (2008). *Technical Analysis: S&P Nears a Big Test*. Najdeno 28. Januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.internetnews.com/business/article.php/3723771/Technical+Analysis+SP+Nears+a+Big+Test.htm>
37. Jean-Jacques, J. D. (2003). *The 5 Keys to Value Investing*. New York: McGraw-Hill Companies.
38. Lowenstein, R. (2008). *Buffett: The making of American capitalist*. New York, New York: Random House.
39. Mastnak, S. (2007). *Kako do visokih donosov in ob tem mirnem spati*. Ljubljana: Časnik Finance.



40. Murphy, J. (1999). *Technical Analysis Of The Financial Markets*. Paramus, New Jersey: New York Institute of Finance.
41. Pabrai, M. (2007). *The Dhandho investor: the low-risk value method to high returns*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
42. Ponzio, J. (2009). *F Wall Street: Joe Ponzio's No-Nonsense Approach to Value Investing For the Rest of Us*. Avon, Massachusetts: Adams Business.
43. Ross, N. (2000). *Lessons from the legend of Wall Street*. Chicago, Illinois: Dearborn.
44. Schroeder, A. (2008). *The Snowball*. New York, New York: Bantam Dell.
45. Siegel, J. J. (1998). *Stocks For The Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*. (2<sup>nd</sup> ed.). New York, New York: McGraw-Hill.
46. Sincere, M. (2004). *Understanding stocks*. New York, New York: McGraw-Hill.
47. Slapničar, S. (2006). *Analiza računovodskih izkazov*. Gradivo za vaje pri finančnem računovodstvu. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. Stayner, P. (2006). *Guide to Investment Strategy: How to understand markets, risk, rewards and behaviour*. London: The Economist Newspaper Ltd.
49. The Coca-Cola Company (1981). *The Coca-Cola Company Annual Report 1980*. Atlanta, Georgia: The Coca-Cola Company.
50. The Coca-Cola Company (1985). *The Coca-Cola Company Annual Report 1984*. Atlanta, Georgia: The Coca-Cola Company.
51. The Coca-Cola Company (1986). *The Coca-Cola Company Annual Report 1985*. Atlanta, Georgia: The Coca-Cola Company.
52. The Coca-Cola Company (1995). *The Coca-Cola Company Annual Report 1994*. Atlanta, Georgia: The Coca-Cola Company.
53. The Coca-Cola Company (2008). *The Coca-Cola Company Annual Report 2007*. Atlanta, Georgia: The Coca-Cola Company.
54. Williams, J. B. (2001). *The theory of investment value*. Burlington, Vermont: Fraser Publishing Company.