

MAJ 2009

# NALOŽBENO PRIPOROČILO

## NFD TOP4 / drugo četrletje Q2

Poslovni rezultati družb, ki so izbrane v naložbenem portfelju NFD TOP4 v zadnjem četrletju kažejo, da se pogoji poslovanja izboljšujejo.

Večja stroškovna učinkovitost, konsolidacija v finančni in IT panogi, vrnitev likvidnosti in aktivna poseganje na evropske kapitalske trge ter okrevanje realnega gospodarstva – dobri obeti tudi za prihodnje.

Vendar še vedno velja osnovno pravilo : **imeti zmerno razpršen portfelj skladov, z nižjo stopnjo korelacije med izbranimi panogami in regijami.** To je NFD TOP4.

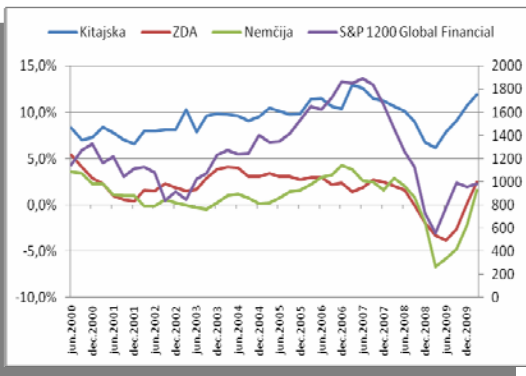
**ODLOČITEV, KAM INVESTIRATI,  
NI VEDNO LAHKA.  
NAJ VAM JO POENOSTAVIMO!**

NFD TOP4  
- izračun donosa za obdobje  
1. 4. 2009 - 31. 3. 2010



**TEMELJNA ANALIZA : MAKROEKONOMSKA SLIKA IN STANJE V GOSPODARSTVU**

**Graf 1:** Rast realnega BDP po četrtletjih glede na isto četrtletje preteklega leta v Nemčiji, ZDA in na Kitajskem ter gibanje indeksa finančne panoge S&P Global 1200 Financial (v USD), v zadnjih desetih letih.



Vir : Bloomberg, lastni izračuni

**ZDA so okrepile gospodarsko stabilnost**, stanje v Evropi pa se počasi izboljšuje po mesecih nemira, ki ga je na trg vnesel grški javno-finančni debakel. Kitajska je zaradi potencialnega pregrevanja domačega gospodarstva močneje pritisnila na zavoro (povečevanje obveznih rezerv – omejitev posojilne aktivnosti bank).

**Rast ameriškega BDP** se je začela v drugi polovici leta 2009, zadnji podatki za prvi kvartal letos kažejo porast za 3,2%.

**Stopnja brezposelnosti** se je ustalila pod 10% (stopnja brezposelnosti je praviloma zadnji izmed najpomembnejših podatkov, na katerega čaka trg, da se dokončno potrdi okrevanje gospodarstva).

**Izboljšano stanje** na medbančnem trgu, kar kaže na obnovljeno zaupanje med finančnimi institucijami.

**Poslovni rezultati podjetij** presegajo pričakovanja, kar je pozitiven signal za delniške trge. Finančne institucije so izvedle obsežne odpise sredstev, oklestile stroške poslovanja (večja produktivnost) in se kapitalsko okrepile.

**TEHNIČNA ANALIZA : KAPITALSKI TRGI IN DELNICE**

**Graf 2:** Gibanje vrednosti indeksa S&P Global 1200 Financial, 50-, 100- in 200-dnevna povprečja ter indeks relativne moči (RSI), v obdobju 5 let.



Vir : Bloomberg, lastni izračuni

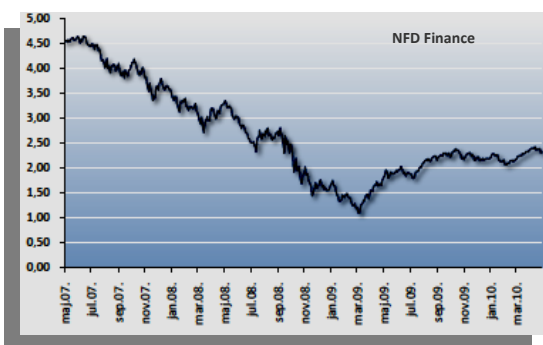
**Tečaji finančnih delnic** so se po strmi rasti, ki je trajala od marca do septembra 2009, pričakovano umirili in se zadnjega pol leta gibljejo več ali manj zv kanalu med 900 in 1000 točkami (Indeks S&P 1200 Global Financial). Omenjeni meji sta se kratkoročno izkazali kot relativno žilav podporni oziroma odporni nivo.

**Razmerje med ceno in knjigovodsko vrednostjo delnic** iz primerjalnega indeksa je relativno privlačno, saj je ta kazalec historično (od leta 2004, kar predstavlja zadnji polni borzni cikel) znašal 1,6, trenutno pa je pri 1,1.

**Kratkoročno delnice finančnih družb** niso pre- ali pod-vrednotene, vzpodbuden je trend gibanja drsečih povprečij. Iz grafa je razvidno, da je sredi aprila 2010 50-dnevno drseče povprečje od spodaj prebilo 100-dnevno, kar je pozitiven signal za prihodnjo rast.

**Indeks S&P Global 1200 Financial** se je po preboju obeh drsečih povprečij v maju 2010 vrnil nazaj nad 50-dnevno drseče povprečje – možen podporni nivo (podobno je bilo v obdobju bikovskega borznega trenda po dot-com balonu, v obdobju od 2003 do 2007).

**UPRAVLJANJE SKLADA : NFD FINANCE V Q3/Q4**



**V obdobju naslednjih 3 do 6 mesecev** bo podsklad NFD Finance nadaljeval gradnjo dolgoročne osnove portfelja, z nakupi družb z dobrimi temelji in izgledi za prihodnjo rast, ter z izbiranjem in rotacijo med naložbami, katerih tržna cena kratkoročno ne odraža njihove notranje vrednosti.

**Nakupi 1 :** Povečevanje deleža družb z največjo tržno kapitalizacijo, ki so v zadnji krizi utpele manjše praske in predvsem prevzemale konkurente, s čimer so si povečale tržne deleže, moč in bodo na dolgi rok lahko izkoriščale sinergijske učinke.

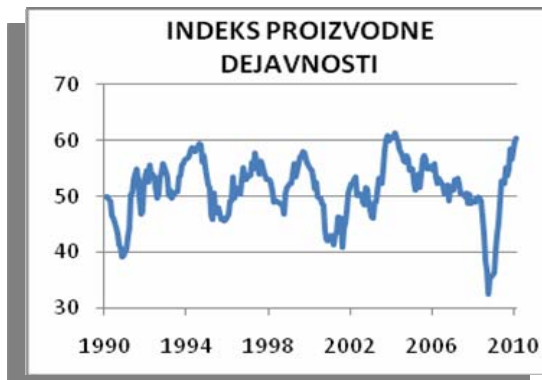
**Nakupi 2 :** Manjše finančne družbe (predvsem v segmentu »diverzificiranih finančnih posrednikov«), katerih tečaji so, zaradi težjega financiranja in negotovosti, še vedno pod precejšnjim pritiskom in katerih poslovanje se lahko, z vsakim novim znakom o izboljševanju razmer, pospešeno izboljšuje.

**TOP DELNICA : Woori Finance Holdings (053000 KS, Južna Koreja)**



Eden izmed zadnjih nakupov sklada NFD Finance je bila naložba v delnice tretje največje **korejske finančne družbe, Woori Finance**. Gre za holding, ki ima v lasti tri korejske banke in izdajatelja kreditnih kartic. Pred kratkim je Moody's povišal rating desetim korejskim finančnim družbam iz A2 na A1, med njimi tudi Woori Bank. Poleg tega se je rating povišal tudi Koreji sami, na najvišjo raven v zgodovini (na A1). Dobra gospodarska slika se odraža tudi na rasti tečaja korejskega wona. Z nakupom smo tako valutno sestavo portfelja še dodatno razpršili in se umaknili iz »šepajočega« eura.

MAKROEKONOMSKA ANALIZA : STANJE V GOSPODARSTVU

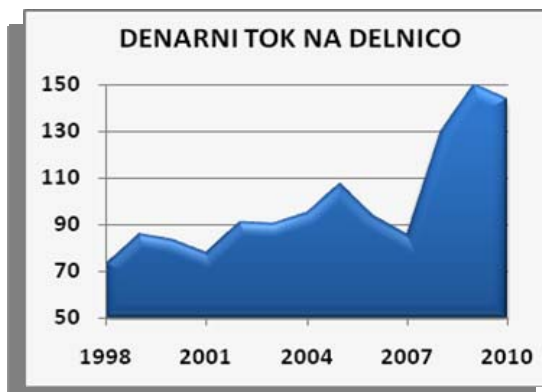


Vir : Bloomberg, lastni izračuni

**Makroekonomska slika kaže tri različne scenarije:** ZDA so se izvile iz primeža recesije in okrevanje gospodarstva je v polnem teku. Trg dela in nepremičninski trg sta se stabilizirala, okrepla se je proizvodna dejavnost. **Evropa** zaostaja za ZDA tako po proizvodni aktivnosti kot tudi po rasti BDP. Problem predstavljajo države z enormnim javnim primankljajem, katerih reševanje bo nedvomno vplivalo na stopnjo rasti BDP. **Trgi v razvoju**, predvsem Kitajska, se pa ubadajo s previsoko stopnjo gospodarske aktivnosti, ki se kaže v kreditni ekspanziji, kar je prvi alarm za pregrevanje gospodarstva.

**Pogled naprej** - Okrevanje bo dolgo in počasno. Recesija je bila huda in je pustila krvave madeže, predvsem na trgu dela, kjer je stopnja brezposelnosti na izjemno visokih nivojih. Za gospodarsko okrevanje je najbolj pomemben **faktor zaupanje potrošnika**, ki je nižji v primeru visoke stopnje brezposelnosti. Na tem segmentu so v zadnjem času vidni premiki v pozitivno smer, kajti podjetja so počasi začela ponovno zaposlovati.

TEHNIČNA ANALIZA : KAPITALSKI TRGI IN DELNICE



Vir : Bloomberg, lastni izračuni

**Kazalnik P/E na razvitih trgih** se je v zadnjem letu nižal na vrednost okrog 17, kar je nižje od dolgoročnega povprečja. Glede na to, da so delniški trgi v tem času porasli za več kot 50%, lahko ugotovimo, da so podjetja v tem času močno povečala dobičke. To pomeni, da so podjetja dejansko že v obdobju okrevanja. Ravno tako so se dobički na delnico v zadnjem kvartalu po letu dni ponovno začeli povečevati in se počasi približujejo dolgoletnemu povprečju, podobno velja za dividendni donos. Najbolj pa veseli povečevanje denarnih tokov v času recesije, kar nam daje vedeti, da so podjetja v časih recesije maksimalno optimizirala poslovanje.

**Volatilitnost na kapitalstkih trgih** bo tudi v prihodnje zaradi evropskih težav z visokim javnim dolgom posameznih držav **povečana**. Gospodarstvo sicer še ni povsem na zeleni veji, vendar smo glede kapitalstkih trgov optimistični. Pričakujemo rast skladno z dolgoročnim povprečjem. Trenutno smo še vedno 40% pod nivoji izpred finančne krize.

UPRAVLJANJE SKLADA : NFD EVRO AMERIKA v Q3/Q4



Vir : Bloomberg, lastni izračuni

**V obdobju naslednjih 3 do 6 mesecev** bomo v podskladu NFD Evro Amerika zaradi težav v Evropi, ki se predvsem odražajo v vrednosti evra, še več težje dali ameriškim podjetjem.

**Panoge** izbiramo glede na potencial in moment. Trenutno več poudarka dajemo sledečim panogam: IT, finance, industrija in izbrane ciklične podpanoge.

**Podjetja** iz teh panog, ki delujejo na razvitih trgih so krizo prebrodila izjemno dobro in iz nje izstopajo v odlični kondiciji. V času krize so izkoristila notranje rezerve pri optimizaciji poslovanja ter ohranila visoko stopnjo denarnega toka.

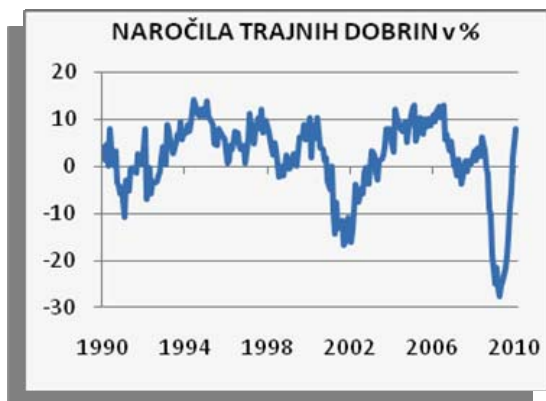
**Nakupi 1** : Povečevanje deleža visoko kvalitetnih ameriških multinacionalk, ki lahko pričakujejo povečanje dobičkov tudi iz rasti v drugih gospodarskih območjih.

TOP DELNICA : GENERAL ELECTRIC COMPANY (ZDA)



**GENERAL ELECTRIC COMPANY:** Podjetje je v času recesije začelo z dolgo načrtovanim prestrukturiranjem. Odprodali so divizijo NBC Universal in načrtujejo odprodajo divizije za splošno potrošnjo. V načrtih imajo zmanjšanje finančne divizije, in sicer iz sedanjih 33 % na 25 % prihodkov. Povsem se bodo pa osredotočili na dve najbolj donosni diviziji: tehnologija in energetska infrastruktura. To bo podjetju, ki je preživelo dve svetovni vojni, veliko depresijo in mnogo recesij, dalo novega zagona za boljše prihodnost.

MAKROEKONOMSKA ANALIZA : STANJE V GOSPODARSTVU



Vir : Bloomberg, lastni izračuni

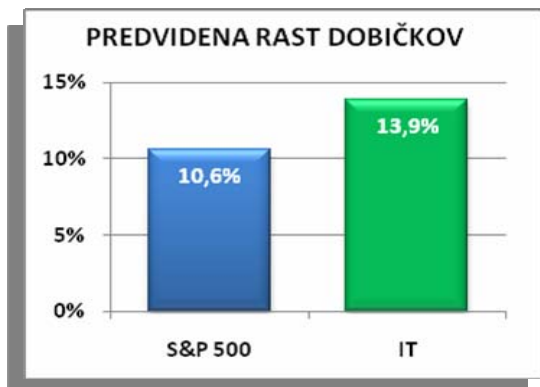
**Makroekonomska slika kaže tri različne scenarije:** **ZDA** so se izvile iz primeža recesije in okrevanje gospodarstva je v polnem teku. **Evropo** pretresajo javno finančni primankljaji in strukturne težave evro območja, katerih reševanje bo nedvomno vplivalo na stopnjo rasti BDP. **Trgi v razvoju**, predvsem **Kitajska**, se ubadajo s pregrevanjem domačega gospodarstva in z določenimi umejitvami poskušajo zaustaviti pregrevanje.

**Brezposelnost** se je v razvitem svetu ustalila na nivojih okrog 10%. Sicer visoka stopnja, vendar se je trend povečevanja ustavil.

**Gospodarska aktivnost** se krepi, kar se odraža v povečani industrijski proizvodnji, ekspanziji naročil trajnih dobrin, povečani prodaji na drobno in v vztrajnem povečevanju zalog. Naročila trajnih dobrin so se v prvem četrtletju tega leta povzpela na(d) nivoje izpred recesije. Največi del večnja naročil nosijo produkti informacijske tehnologije.

**Inflacija** trenutno ne predstavlja problemov, tako da nizke obrestne mere za enkrat ne predstavljajo prevelike grožnje o pregrevanju gospodarstev v razvitem svetu.

TEHNIČNA ANALIZA : KAPITALSKI TRGI IN DELNICE



Vir : Bloomberg, lastni izračuni

**Stanje v panogi:** Panoga IT je finančno krizo preživela bolje od drugih panog, zaradi zdravih temeljev poslovanja. Podjetja so bila in še vedno skoraj povsem nezadolžena. Denarna sredstva predstavljajo velik delež v bilancah stanja. Zaradi tega v času kreditnega in likvidnostnega krča niso imela težav in so v miru razvijala nove proizvode.

**Poslovanje v času krize** je ostalo učinkovito, tako da so se bruto marže znižale le za malenkost in se v zadnjem času ponovno povečujejo. Zaradi zdravih temeljev, učinkovitega poslovanja in inovativnih produktov analitiki panogi IT napovedujejo nadpovprečno rast prihodkov in dobičkov v naslednjih petih letih.

**Napovedi za IT podjetja** ne glede na stanje svetovnega gospodarstva, ki je še vedno ranljivo, kažejo, da se okrevanje na področju tehnološkega investiranja nadaljuje. Podjetja so še naprej pripravljena povečevati produktivnost s pomočjo novih tehnoloških rešitev, ki so v dani situaciji edino zagotovilo za uspešno poslovanje.

UPRAVLJANJE SKLADA : NFD IT v Q3/Q4



Vir : Bloomberg, lastni izračuni

**V obdobju naslednjih 3 do 6 mesecev** lahko za tehnološke delnice lahko trdimo, da so glede na poslovanje in pričakovane stopnje rasti dobičkov še vedno podcenjene saj je pričakovan kazalec P/E povsem na nivoju celotnega trga.

**Tehnološka podjetja imajo** nadpovprečne pričakovane stopnje rasti prodaje in dobičkov, zato lahko zaključimo, da so delnice še vedno atraktivne za nakup.

**Nakupi 1 :** Izbirali bomo podjetja, ki imajo največ potenciala glede na notranjo vrednost podjetja. Tako imenovani »market timing« bo v teh volatilnih časih odigral pomembno vlogo.

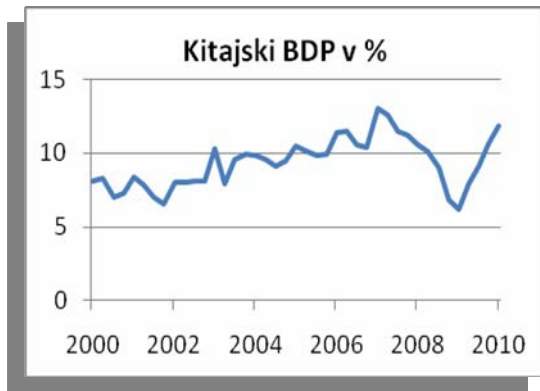
TOP DELNICA : QUALCOMM (ZDA)



**QUALCOMM Inc:** Podjetje, ki proizvaja integrirana vezja za mobilno telefonijo, je v letošnjem letu povišalo vrednost dividende za 13 % in je objavilo namero o nakupu lastnih delnic v višini 5 % tržne kapitalizacije.

Ob ugodni makroekonomski klimi ima delnica podjetja pred seboj svetlo prihodnost. Temelji za rast so solidni (visoke bruto marže, rast prodaje se je ohranila tudi v časih recesije, in proizvod, ki na trgu nima ustreznega substituta), tako da počakajmo le še ustrezen odziv trga.

MAKROEKONOMSKA ANALIZA : STANJE V GOSPODARSTVU

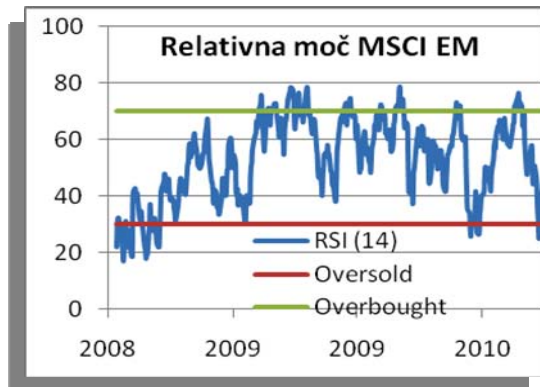


Vir : Bloomberg

**Makroekonomska slika:** Gospodarstva držav v razvoju, še posebej velike štirice **BRIC**, so največjo recesijo po Veliki depresiji preživele razmeroma mirno, kar pa ne moremo reči za njihove kapitalske trge. Razprodaja je bila v največji meri posledica zapiranja naložb s strani razvitih vlagateljev ter drastičnega dviga premije za tveganje zaradi kolapsa investicijske banke Lehman Brothers. Po umiritvi finančne krize so vlagatelji zaključili, da ne samo, da so se ohranile stopnje rasti, temveč so z stimulacijo domačega povpraševanja celo pregreli nacionalna gospodarstva.

**Pogled naprej** - Temeljna bojazen v državah v razvoju tako ni gospodarska rast, temveč pregrevanje ekonomij v luči hitre rasti posojilne aktivnosti domačega prebivalstva oziroma pričakovanja po rasti inflacije. Pričakujemo povečane prilive v omejenih državah, vse dokler bodo v veljavi ničelne obrestne mere v razvitem svetu.

TEHNIČNA ANALIZA : KAPITALSKI TRGI IN DELNICE



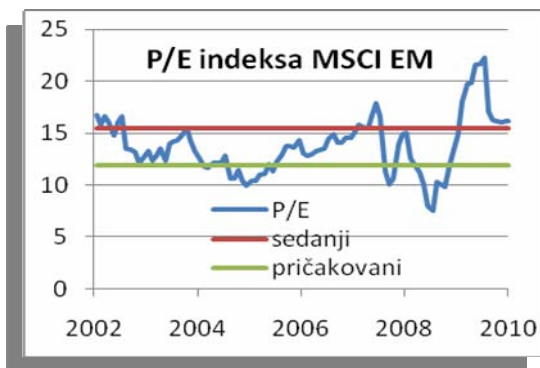
MSCI EM: Referenčni indeks držav v razvoju

Vir : Bloomberg

**Kapitalni trgi držav v razvoju** so v lanskem letu doživeli močan odboj od dna in, merjeno z indeksom MSCI Emerging markets v evrih, **leta zaključili 70 % višje**. Močan odboj je bil posledica v bistvu neposlabšanih razmer v nacionalnih ekonomijah, kar je bilo v luči globalnih razprodaj na kapitalskih trgih, kratkoročno prezrto. Nekoliko neobičajno je le, da se je v času okrevanja Kitajska, že dvakrat dotaknila medvedjega trenda (- 20 % padec lokalnega indeksa), nazadnje letos sredi maja. Prvikrat se omenjeni popravek tečajev ni preselil na preostale trge, in sicer predvsem zaradi selitve denarja iz manj tveganih oblik naložb, v drugo pa ne bodo imele te sreče.

**Srednjeročna napoved gibanja:** Vendar pa aktualne težave razvitega sveta z napihljenimi bilancami držav in grško dolžniško krizo razumemo kot srednjeročno prednost kapitalskih trgov v razvoju, saj jih makroekonomske okoliščine ne bi smele resno prizadeti, bodo pa poskrbele za selitev denarja iz razvitih držav pred bojaznijo ničelne gospodarske rasti doma.

UPRAVLJANJE SKLADA : NFD IT v Q3/Q4



Vir : Bloomberg

**V obdobju naslednjih 3 do 6 mesecev** pričakujemo korekcijo delniških tečajev v državah v razvoju, predvsem kot posledico povečane premije za tveganje, ki izvira iz dolžniške krize v EU.

Samo po sebi to ne bi bilo dovolj, če ekonomije držav v razvoju ne bi imele še inflacijskih težav na vidiku. Pričakovati je predhodno unovčevanje dobičkov.

Omenjena korekcija pa ne bo imela vpliva na premik v gibanju trenda, prav tako pričakujemo hiter odboj navzgor zatem.

**Naložbene strukture v podskladu NFD Novi trgi** zato ne bomo prilagajali v smeri defenzivnih panog, temveč bomo pričakovana nihanja okoli izhodišča (ti. sideways) v naslednjem črtletju uravnavali s količino denarja v portfelju.

TOP DELNICA : POLIMEX MOSTOSTAL (POLJSKA)



**POLIMEX MOSTOSTAL:** Poljski gradbeni velikan, specialist za velike infrastrukturne projekte na področju energetike (50 % celotnih prihodkov v 2009) in ekologije, kot tudi eden glavnih poljskih dobaviteljev izdelkov iz železa. S svojim prodajnim asortimanom pa ima koristi v obdobju gradbenega razcveta države tudi od svojih tekmecev.

Samo za izgradnjo cestne infrastrukture ob evropskem prvenstvu bo Poljska namreč porabila 12 milijard evrov. Ciklična delnica je bila močno razprodana v recesiji, v zadnjih petih letih pa je konsistentno presegala pričakovanja analitikov (ti. earnings surprise; povprečje 5,9 %).