

# Slovenske delnice – Kupi, Drži, Prodaj?

# Priporočila

Spodaj je posledično izbor naših analiz in priporočil\*, ki smo jih za vas pripravili tekom zadnjega meseca:

<b>TOP IZBOR - KUPI</b>
  
<b>KUPI</b>
   
<b>DRŽI</b>
 
<b>PRODAJ</b>

## ODDAJA NAROČIL:

E-Trading:

<https://etrading.alta.si/>

E-poštni naslov za oddajo naročil:

[orders@alta.si](mailto:orders@alta.si)

Saša Mohorko, borzna posrednica:

**01 32 00 397**

Sandra Bulajić, borzna posrednica:

**01 32 00 381**

Janez Kožuh, borzni posrednik:

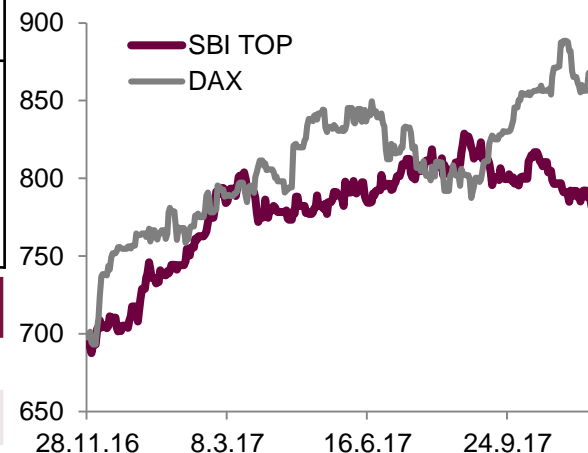
**01 32 00 333 (med 16:00 in 22:00)**



**ALTA**

NOVA  
NALOŽBENA  
KULTURA

- Pri večini podjetij imamo še naprej nakupno priporočilo, saj ciljne cene niso bile dosežene medtem ko so bili objavljeni rezultati dobri.
- Dvignili smo priporočilo pri Petrolu (iz drži na kupi), saj se je zaradi padca cene delnice ustvaril potencial do naše ciljne cene. Podobno velja za Gorenje, vendar je tu tveganj več, obenem pa se je potencial v zadnjih dnevih že zmanjšal.
- Potencialni donosi torej ostajajo, čeprav so se večinoma zmanjšali glede na leto poprej. Temu pa lahko dodamo še zelo atraktivne dividende donose.



\* Priporočila so podana na podlagi datuma investicijske raziskave. Kasneje je treba upoštevati bodisi spremembo cene delnice in s tem trenutno razliko med ciljno ceno in trenutno ceno delnice bodisi pojasnilo iz investicijske raziskave.

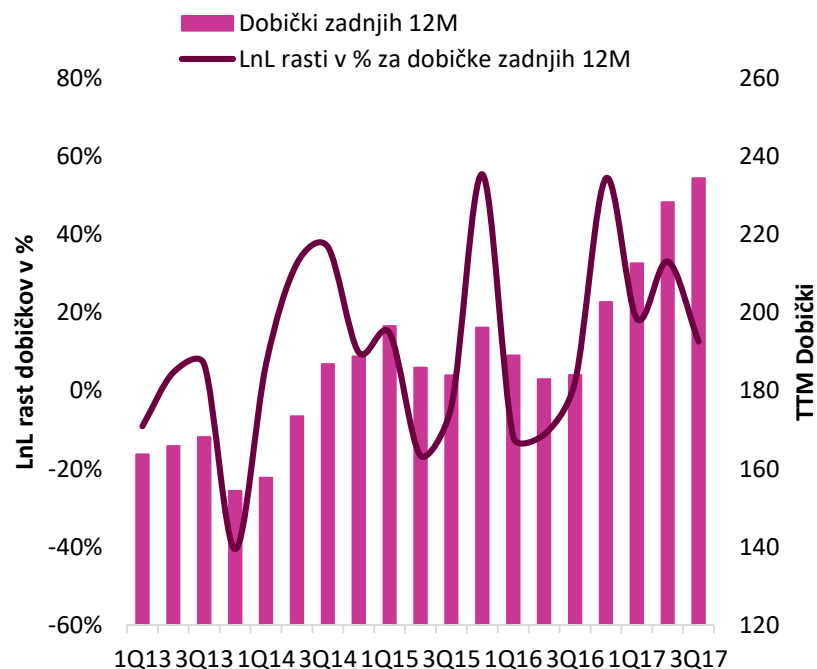
# Devetmesečni rezultati 2017

**ALTA**

NOVA  
NALOŽBENA  
KULTURA

Podjetje	Rast prihodkov v 9M17	Rast dobička v 9M17	Prihodek v mio EUR	Dobiček v mio EUR	Glede na pričakovanja	Načrti uprav za 2017 za prihodke	Načrti uprav za 2017 za dobiček
Cinkarna	8.9%	171.8%	143.6	25.5	nad	150.4	10.0
Gorenje	4.8%	12.6%	943.9	4.5	pod	1,315.0	13.1
Intereuropa	7.9%	6.6%	110.2	3.0		142.4	EBIT 6.8m
Krka	8.9%	37.1%	928.3	110.1	skladno	1,220.0	>108.4
Luka Koper	6.8%	19.9%	158.6	39.9	nad	215.4	47.5
Petrol	22.7%	8.0%	3,323.6	61.6	skladno	3,600.0	74.7
Sava Re	4.8%	-7.5%	409.2	20.9	skladno	494.0	31-33m
Telekom	3.6%	32.8%	542.0	31.9	skladno	717.8	41.3
Zav. Triglav	7.8%	-1.8%	777.1	51.8	skladno	930.0	EBT 70-80m

- Rezultati večine ključnih slovenskih borznih podjetij so skladni z našimi pričakovanji ter nadaljujejo pozitivno dinamiko prvih dveh četrtletij letošnjega leta. Še posebej Krkin dobiček bo letos lepo poskočil, sicer iz za njih nizke 2016 osnove. To znižuje vrednotenje trga oziroma indeksa SBI TOP (P/E že pod 10x).
- Zavarovalnice tudi letos poročajo zelo lepo rast premij, toda obenem so zrasle tudi škode, naložbeni rezultat pa je jasno pod pritiskom zaradi okolja nizkih obrestnih mer. Zato bodo očitno letos dobički zavarovalnic rahlo upadli. Ker pa so kazalci solventnosti za Savo Re in Zavarovalnic Triglav močni, lahko še vedno (ob predpostavki trenutnih cen delnic) pričakujemo da bo tudi v naslednjem letu dividendni donos izredno lep.
- Razočaral pa je Gorenje, pri katerem je bilo v prvih dveh četrtletjih letošnjega leta zabeležiti spodbudno dinamiko za doseg njihovih načrtov. Tretje četrtletje pa je ponovno pokazalo, da bo Gorenje težko doseglo vse zastavljene načrte, še posebej ker so se nekateri negativni trendi pokazali pred sezonsko najmočnejšim zadnjim četrtletjem. Na drugi strani pa je z odličnimi rezultati postregla Cinkarna Celje. Tudi pri Luki Koper bodo rezultati nad našimi pričakovanji iz začetka leta.



## Komentar poslovnih rezultatov

### GORENJE: Gorenje bo ponovno iskalo strateškega partnerja



**Sašo Stanovnik,**  
**ALTA Invest**

Gorenje je letošnje leto začelo relativno obetavno. Rezultati prvega in drugega četrletja so bolj ali manj sledili zastavljenim ciljem, predvsem obetavni pa sta bili rast prodaje pod blagovno znamko ASKO in krepitev prodaje inovativnih ter premijskih aparatov. Tudi makro okolje je ugodno za ciklična podjetja in delnice. Je pa res, da so konkurenčni pritiski v panogi ves čas zelo močni. Toda tretje četrletje je postreglo z razočaranjem. Prihodi osnovne dejavnosti gospodinjstev so namreč upadli za 2,3 odstotka, znižala pa se je tudi marža. Posledično je glede na naš ciklični model postalo zelo verjetno, da Gorenje ponovno ne bo doseglo zastavljenih planov, predvsem z vidika dobičkonosnosti. Tudi samo Gorenje je v objavi komentiralo, da vseh načrtovanih ciljev za leto 2017 ne bo mogoče v celoti izpolniti.

Prodaja se je sicer v prvih devetih mesecih zvišala za 4,8 odstotka, toda predvsem na račun neosnovnega segmenta, prodaje v segment ostali svet in na račun valutnih sprememb. EBITDA marža je ostala pri 6,2 odstotka, dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) pa se je zvišal za 5,2 odstotka. Na drugi strani je zaradi višje amortizacije dobiček iz poslovanja upadel za 12,1 odstotka, medtem ko se je na račun pričakovane nižje efektivne davčne stopnje čisti dobiček okrepil za 12,6 odstotka. Skupina Gorenje je preko prodaje v višini 949 milijona evrov tako ustvarilo le za 4,5 milijona čistega dobička. Neto finančni dolg je konec septembra znašal 417,1 milijona evrov in je bil celo nekoliko višji kot leto poprej.

Sami smo na podlagi objave zaenkrat le nekoliko znižali napovedi. S tem pa se je naša ciljna cena za delnico Gorenja znižala na 6,2 evra. Obstaja možnost, da bodo v januarju, ko bo Gorenje objavilo plan za leto 2018 oziroma se bo videla dodatna dinamika pri poslovanju, potrebne dodatne prilagoditve. Ob tem velja sicer omeniti, da smo bili pri napovedih previdni in pričakovali nižje številke kot pa je to impliciral Gorenjev plan in strategija. Cena Gorenjeve delnice je sicer v zadnjih mesecih že lepo upadla pod našo prejšnjo in tudi novo ciljno ceno. Gorenje je ob rezultatih tudi objavilo, da bo aktivno iskalo strateške povezave, kar lahko vodi tudi v vstop v lastniško sestavo. To bi lahko nekoliko obudilo špekulativno zanimanje za delnico v prihajajočem letu. Ker cena delnice tava ravno malce nad 10 odstotki potenciala in zaradi napovedi uprave družbe smo naše priporočilo dvignili iz drži na kupi. Vendar moramo obenem opozoriti, da boljša dolgoročna razmerja med donosom in tveganjem vidimo drugje. Nižanje napovedi pa bi obenem lahko hitro znižalo tudi potencial delnice. Že z rahlim zoženjem potenciala bi lahko priporočilo hitro spremenili nazaj na drži.

### INTEREUROPA: Intereuropa z višjim dobičkom in prihodki



**Matej Justin,**  
**ALTA Invest**

Za Intereuropa je zagotovo uspešnih prvih devet mesecev letošnjega leta, saj so v koprskem logistu rast prodaje uspeli zabeležiti na vseh poslovnih področjih. V primerjavi z enakim lanskim obdobjem so se prihodki zvišali za okoli osem odstotkov in dosegli 110 milijonov evrov. Kopenski promet še vedno predstavlja glavnino poslovanja, saj je v prvih treh četrletjih prispeval skoraj 60 milijonov evrov oziroma štiri odstotke več kot v enakem obdobju lani. Matična družba v Sloveniji je ob 11-odstotni rasti kopenskega prometa dosegla kar 60-odstotni delež prihodkov v kopenskem prometu. Najvišje stopnje rasti je Skupina sicer dosegla na področju interkontinentalnega prometa, kjer so se prihodki zvišali za 14 odstotkov na 29,5 milijona evrov ter na področju logističnih rešitev, kjer so prihodki zrasli za 13 odstotkov. Od družb v skupini so najvišjo absolutno rast prihodkov od prodaje zabeležile družbe v Sloveniji, kjer se je prodaja glede na primerljivo obdobje lani povečala za 11 odstotkov. Visoko, in sicer kar okoli 50-odstotno rast so dosegle družbe v Srbiji in Makedoniji, medtem ko se je prodaja ukrajinske družbe skoraj prepolovila in znašala 2,4 milijona evrov.

V prvih devetih mesecih je dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) dosegel 10,9 milijona evrov in se je tako na medletni ravni zvišal za 5 odstotkov. Direktni stroški, ki predstavljajo skoraj 90 odstotkov stroškov storitev in so večinoma povezani s stroški podizvajalcev, so zrasli za 11 odstotkov in tako preseglj stopnjo rasti prodaje. Na drugi strani so stroški dela ostali na približno enaki ravni in so rasli celo počasneje od rasti števila zaposlenih. Vseeno je maržnost nekoliko upadla. Vendar pa so se obenem znižali tudi stroški obresti, zaradi česar se je čisti dobiček zvišal za slabih sedem odstotkov na 3 milijone evrov. Prodaja, EBITDA in dobiček iz poslovanja so v prvih devetih mesecih leta dosegli med 77 in 85 odstotki načrtov za celotno letošnje leto in lahko rečemo, da je Intereuropa na dobri poti, da letošnje načrte doseže. Konec septembra je neto finančni dolg znašal 69,2 milijona evrov in se je od začetka leta znižal za še dodatnih 4,3 milijona evrov. Intereuropa s tem nadaljuje pozitivno pot glede izboljšanja poslovanja. Ker družbo vrednotimo preko relativnega vrednotenja, smo ciljno ceno zvišali na 2 evra za delnico in ohranili priporočilo DRŽI.

# Komentar poslovnih rezultatov

## LUKA KOPER: večji pretovor in višje marže zaslužne za kar 20 odstotno rast dobička.



**Matej Justin,**  
ALTA Invest

Prihodki skupine Luka Koper so v prvih devetih mesecih letošnjega leta znašali 158,6 milijona evrov, kar je dobrih šest odstotkov več kot v enakem obdobju lani in v skladu z načrti družbe. Z 9 odstotno rastjo prihodkov od prodaje iz naslova tržne dejavnosti je družba za 4 odstotke preseгла svoj zastavljeni cilj, vendar pa so se prihodki iz naslova izvajanja gospodarske javne službe znižali za 35 odstotkov in dosegli 4,2 milijona evrov. Ladijski pretovor je znašal 17,7 milijona ton, pretovor kontejnerjev pa 687 tisoč TEU, pri čemer sta oba zrasla za 8,7 odstotkov glede na enako obdobje lani. V prvih devetih mesecih so pretovorili tudi 522 tisoč vozil oziroma 3 odstotke manj kot v lanskem devetmesečju. Tudi z vidika tretjega četrtletja se je pozitivna dinamika pretovora nadaljevala. Stroški materiala in storitev so zrasli za 3,7 odstotkov na 49,7 milijona evrov, medtem ko so stroški dela zrasli za 4,4 odstotka na 40,1 milijona evrov. Tako stroški materiala in storitev, kot tudi stroški dela so rasli počasneje od naših pričakovanj. Operativna marža pred amortizacijo (EBITDA marža) se je okrepila za 2 odstotni točki na 40,9 odstotka, medtem ko je EBITDA znašal 64,8 milijona evrov, kar je osem odstotkov več od načrtov družbe in predstavlja 11,6 odstotno rast v primerjavi z enakim obdobjem lani. Čisti dobiček se je zvišal za 20 odstotkov na 39,9 milijona evrov. Velja omeniti, da je v tretjem četrtletju glede na isto obdobje lani dobiček poskočil za 30 odstotkov. Čista dobičkonosnost kapitala je v devetmesečnem obdobju znašala 15,5 odstotka, kar je 1,4 odstotne točke več, kot v enakem obdobju lani.

Skupina Luka Koper je za naložbe v prvih devetih mesecih namenila 32,5 milijona evrov, kar je 21 odstotkov manj kot v enakem obdobju 2016. Zaradi dodatnega črpanja bančnega posojila so se finančne obveznosti skupine v primerjavi s koncem lanskega leta povečale za 11 milijona evrov na 121 milijonov evrov. Skupina Luka Koper iz četrtletja v četrtletja rahlo presega naša pričakovanja, še posebno z vidika profitabilnosti. Na podlagi vedno boljših rezultatov smo posledično tudi dvignili ciljno ceno iz 38 EUR na 42,9 EUR ter ohranili nakupno priporočilo. Sama investicijska teza oziroma naložbena zgodba (s tveganji in potenciali) tako ostaja ista.

## KRKA: Krka že po devetih mesecih preseгла lanski dobiček



**Sašo Stanovnik,**  
ALTA Invest

Zaradi prihoda novih zdravil je Krka napovedala močnejšo drugo polovico leta 2017 na zahodnih tržiščih, te napovedi pa se že uresničujejo. V tretjem letošnjem četrtletju je Krka v primerjavi z enakim obdobjem lani zabeležila skoraj desetodstotno rast prodaje, pri čemer pa je rast poganjala prav Zahodna Evropa, kjer so se prihodki zvišali za skoraj četrtino. Visoko 19,3-odstotno rast je Krka zabeležila tudi v Vzhodni Evropi brez Rusije in čezmorskih tržišč. Pravzaprav je bila rast prisotna na skoraj vseh ključnih trgih, v tretjem četrtletju pa je razočarala le Rusija, čeprav so devetmesečni podatki na tem tržišču zelo lepi. Na krilih rasti prihodkov je v tretjem četrtletju za kar 63 odstotkov poskočil tudi dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA), medtem ko se je četrtletni čisti dobiček zvišal za 80 odstotkov. Posledično je Skupina Krka v prvih devetih mesecih leta zabeležila 8,9-odstotno rast prodaje, od tega 3,2-odstotno rast na Zahodnih trgih, 4,3-odstotno rast v Sloveniji in Jugo-Vzhodni Evropi, 8,1-odstotno rast v Srednji Evropi, 12,7-odstotno rast v Vzhodni Evropi brez Rusije in 20,6-odstotno rast v Rusiji. Devetmesečni EBITDA je znašal 229 milijonov evrov ali 28 odstotkov več kot lani v enakem obdobju. Za visokih 37 odstotkov je bil višji tudi čisti dobiček, ki je pri 110,1 milijona evrov že preseglal tistega, ki so ga v Krki ustvarili v celotnem lanskem težavnem letu. Do konca letošnjega leta naj bi se po napovedih Krkine uprave čisti dobiček povzpел na okoli 140 milijonov evrov. Objavljeni rezultati in dobiček ter prihodki, ki jih napoveduje uprava Krke, so višji od naših pričakovanj iz začetka letošnjega leta, vendar bolj ali manj skladni z našimi dvignjenimi pričakovanji iz avgustovske investicijske raziskave. Tudi napoved za leto 2018, v katerem pričakujejo 1,3 milijarde evrov prihodkov in 153 milijonov evrov dobička, je povsem skladna z našimi preteklimi ocenami. Zaenkrat še ne vidimo razloga za spremembo pričakovanj in ciljne cene, ki ostaja pri 64 evrih za delnico. Posledično še vedno priporočamo nakup Krkinih delnic.

Velja še omeniti, da je uprava sprejela Strategijo razvoja Skupine Krka za obdobje 2018–2022, ki med drugim vključuje cilj dosegati najmanj 5-odstotno povprečno letno količinsko/vrednostno rast prodaje. To je skladno s preteklimi načrti oziroma strategija Krke ostaja podobna tudi za naslednja leta. Lahko pa se poudari, da naj bi lahko Krka ob dobri finančni stabilnosti izplačevala vsaj polovico konsolidiranega dobička, ki pripada večinskemu delničarju. Skratka še naprej se delničarjem obetajo dobre dividende, očitno pa tudi v Krki menijo, da je bilo šibkejšo leto 2016 izjema, stvari pa so se sedaj vrnile na stare tirnice. Zato je zadana strategija bolj evolucijska, kot pa revolucijska.

# Komentar poslovnih rezultatov

**ALTA**NOVA  
NALOŽBENA  
KULTURA

## PETROL: Stabilno na poti začrtanih ciljev



**Sašo Stanovnik,**  
**ALTA Invest**

Vse boljša potrošniška klima v Sloveniji in ugodno ekonomsko okolje sta svoj pečat pustila tudi na letošnjem poslovanju Skupine Petrol. V prvih devetih mesecih letošnjega leta so v Skupini Petrol ustvarili 3,32 milijarde evrov prihodkov, medtem ko se je prodaja dopolnilnega asortimenta zvišala za 5,6 odstotka, na skoraj 400 milijonov evrov. V Sloveniji je Petrol zabeležil 4-odstotno rast, v Jugovzhodni Evropi pa je bila rast kar 15-odstotna, čeprav prodaja na črpalko logično še naprej precej zaostaja za Slovenijo. V primerjavi z enakim lanskim obdobjem se je količinska prodaja proizvodov iz nafte povečala za 8,3 odstotka, pri čemer je na domačem trgu znašala 7 odstotkov, na trgih Jugovzhodne Evrope 2 odstotka, na trgih EU pa je bila rast 16-odstotna. Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) je ob devetmesečju znašal 122,5 milijona evrov oziroma 11 odstotkov več kot v enakem lanskem obdobju. Čisti dobiček se je zvišal za 8 odstotkov in dosegel 61,6 milijona evrov, od česar je samo tretje četrtletje prispevalo 27,7 milijona evrov dobička. EBITDA je bil celo nekoliko nad našimi pričakovanji, zaradi slabšega neto finančnega rezultata pa je bil čisti dobiček v skladu z našimi pričakovanji. Petrol je tako na dobri poti, da uresniči svoje napovedi ter letošnje leto konča s 74,7 milijona evrov čistega dobička in 150 milijoni evrov EBITDA.

Neto dolg na EBITDA je sedaj na 2,3-kratniku vendar velja omeniti, da ima Skupina Petrol poleg denarnih sredstev na bilanci še okoli 150 milijonov evrov različnih dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb. Letos poteka tudi sprememba glede Skupine Geoplin, kjer naj bi poslovanje prevzel Petrol, infrastrukturni del pa država. Žal zaenkrat ni bilo podanih veliko informacij oziroma le-te še še čakamo. Je pa Agencija za varstvo konkurence ustavila postopek proti Geoplinu, ki ga je začela pred nekaj leti. Na podlagi vsega podanega ne vidimo razloga za spremembo naših pričakovanj, posledično pa tudi ne ciljne cene. A zaradi padca cene delnice smo naše priporočilo ponovno izboljšali iz drži na kupi. Pred tem smo priporočilo namreč znižali prav zaradi tega, ker se je borzna cena močno približala ciljni, sedaj pa se je zaradi spremembe borzne cene povečal tudi potencial delnice.

## TELEKOM SLOVENIJE: Rezultati niso prinesli presenečenj, a delnica ostaja nizko vrednotena



**Sašo Stanovnik,**  
**ALTA Invest**

Skupina Telekom Slovenije je v prvih devetih mesecih leta 2017 zabeležila 542 milijonov evrov prihodkov od prodaje, kar je 3,6 odstotka več kot v enakem obdobju lani. K rasti so prispevali predvsem boljši rezultati pri veleprodaji in pa nove storitve, kot sta IT in e-cestninjenje. Na drugi strani pa cenovni pritiski na mobilnem segmentu ostajajo močni. Pri mobilnem segmentu je tako Telekom zabeležil 6-odstotni padec prihodkov, obenem pa se mu je na domačem trgu znižal tudi tržni delež.

Prihodki nacionalnega telekomunikacijskega operaterja so bili v prvih devetih mesecih letošnjega leta v skladu z našimi pričakovanji, pri čemer so v prvi polovici leta pričakovanja presegle, v tretjem četrtletju pa so bili nekoliko pod pričakovanji. Vsekakor pa je pozitivno, da Telekom Slovenije preko novih virov prihodkov več kot uspešno kompenzira padec klasičnih prihodkov. Stroški poslovanja Telekoma Slovenije so se v prvih treh četrtletjih zvišali za dobre štiri odstotke, tako da je dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) znašal 154,2 milijona evrov. To je bilo nekoliko manj kot v enakem obdobju lani, a zaenkrat v skladu z našimi pričakovanji, čeprav je maržnost poslovanja v tretjem četrtletju razočarala in znašala le 27,1 odstotka. Se pa je na drugi strani povzpел čisti dobiček, ki je v prvih treh četrtletjih znašal 31,9 milijona evrov oziroma skoraj tretjino več kot v enakem obdobju lani. Skok je bil posledica nižjih stroškov financiranja, poleg tega pa letos ni bilo zabeležene izgube pri pridruženih in skupaj obvladovanih družbah.

Skratka tretje četrtletje je bilo rahlo šibkejše, a vseeno je Telekom Slovenije po devetih mesecih še vedno na dobri poti, da doseže letošnje načrte. Uprava družbe je za letošnje leto napovedala 718 milijonov evrov prihodkov, 207 milijonov evrov EBITDA in 41,3 milijona evrov čistega dobička, v prvih treh četrtletjih pa so dosegli med 75 in 77 odstotki letnega načrta.

Ker so bili rezultati v skladu z našimi pričakovanji, ne vidimo razloga za spremembo naše ciljne cene in priporočila. Še vedno tako za delnico Telekoma Slovenije ohranjamo nakupno priporočilo, ciljna cena pa znaša 96 evrov za delnico. Pri tej ceni bi delnica Telekoma kotirala pri 11-kratniku čistega dobička in 4,7-kratniku EV/EBITDA. Ob tem velja še omeniti, da se še vedno pričakuje unovčitev opcije za izstop iz Makedonije, kar bi bila lahko bolj pomembna informacija kot je bila nedavna objava rezultatov.

## SAVA RE: Lepa rast premij, a žal tudi škod



**Sašo Stanovnik,**  
**ALTA Invest**

Skupini Sava Re je v prvih treh letošnjih četrtletjih uspelo povečati kosmate premije za skoraj pet odstotkov na 409 milijonov evrov. V pozavarovalni skupini so rast zabeležili v praktično vseh segmentih z izjemo pozavarovanj. Kosmate premije premoženjskih zavarovanj na domačem trgu so se tako denimo zvišale za 5,3 odstotka, na ostalih trgih pa za 10,2 odstotka. Premije pri življenjskih zavarovanjih so v Sloveniji zrasle za 4,8 odstotka, na drugih trgih pa za 11,6 odstotka. Rast premij v letošnjem letu je bila tako nad našimi pričakovanji.

Toda na drugi strani so v tretjem četrtletju letošnjega leta močno zrasle tudi škode. Pozavarovalni segment je zaradi orkanov v ZDA tako utrpel večje škode, zavarovalni del pa so prizadele toče v Sloveniji. Čisti odhodki za škode so v prvih devetih mesecih leta dosegli 220 milijonov evrov, kar je 7,7 odstotka več kot v enakem obdobju lani. Obseg škod je bil nad našimi pričakovanji in tudi pričakovanji uprave Save Re, kar je na koncu negativno vplivalo tudi na končni rezultat. Edina tolažba je, da bi lahko imel v prihodnosti pozavarovalni segment (zaradi morebitnega dviga premij na trgu pozavarovanj v prihodnjem letu), boljše rezultate.

Obratovalni stroški so znašali 112 milijon evrov ali 0,7 odstotka več kot lani, skupaj pa je čisti kombinirani količnik znašal 94,5 odstotka ali 1,8 odstotnih točk bolje kot leto poprej. Na drugi strani je donosnost naložbenega portfelja upadla iz 2,3 odstotka na 1,4 odstotka. To je bilo v večji meri posledica vpliva tečajnih razlik, svoj del pa je pričakovano dodalo tudi okolje nizkih obrestnih mer. Sava Re je tako obdobje zaključila z 7,5 odstotki nižjim dobičkom, ki je znašal 20,9 milijona evrov. Na slabši rezultat je vplivala tudi višja efektivna davčna stopnja. A kot rečeno, je dobiček v tretjem četrtletju zaradi številnih škodnih dogodkov strmoglavil na le slabe 4 milijone evrov.

Ker smo že ob polletju znižali naša pričakovanja glede letošnjega dobička, nam tokrat ni bilo potrebno dodatno spreminjati našega pogleda in ocene za Savo Re. Donosnost lastniškega kapitala je 9,1 odstotka, knjigovodska vrednost delnice pa znaša 19,8 evra na delnico.

## ZAVAROVALNICA TRIGLAV: Triglav nadaljuje z močno rastjo premij



**Sašo Stanovnik,**  
**ALTA Invest**

Zavarovalnica Triglav je tudi v tretjem letošnjem četrtletju nadaljevala z močno rastjo premij. V prvih devetih mesecih so v največji slovenski zavarovalni skupini zbrali 777 milijonov evrov premij oziroma osem odstotkov več kot v enakem obdobju lani.

Pri tem pa so rast premij zabeležili v vseh segmentih in državah, kjer so prisotni. Premije so tako na domačem trgu zrasle za 7 odstotkov, v Srbiji za 29 odstotkov, na Hrvaškem za 11 odstotkov, v BiH za 6 odstotkov, v Črni Gori za 3 odstotke in v Makedoniji za odstotek. Premije premoženjskih zavarovanj so se v primerjavi z enakim obdobjem lani zvišale za 8 odstotkov, premije življenjskih zavarovanj za tri odstotke, medtem ko so se premije v zdravstvenem zavarovanju zvišale za 14 odstotkov. S tega vidika so torej rezultati še naprej odlični.

Obenem so bili brzdani tudi stroški. Toda na drugi strani so tudi Zavarovalnici Triglav rezultate bremenili višji škodni dogodki. Čisti odhodki za škode so tako poskočili za 6 odstotkov na 469 milijonov evrov, kar je preko škodnega količnika potisnilo kombinirani količnik navzgor za 0,3 odstotka na 95,3 odstotka. Dobičku pa ni pomagalo tudi okolje nizkih obrestnih mer. Vseeno je čisti dobiček Skupine Triglav v prvih devetih mesecih znašal 52,3 milijona evrov, kar je le nekoliko manj kot v prvih devetih mesecih lanskega leta, pri čemer je bil dobiček pred davki med 80 in 92 odstotki predvidenega za celotno letošnje leto.

Zaenkrat ne vidimo razloga za spremembo našega mnenja glede Zavarovalnice Triglav. Pri 9,6-odstotni dobičkonosnosti kapitala, tržni ceni okoli 28,4 evra in knjigovodski vrednosti 32,3 evra ohranjamo priporočilo KUPI. In glede na visok kazalec solventnosti (246% 2016), zato zna biti raven dividend še naprej zelo lepa.

## CINKARNA CELJE: Cinkarni se obeta se rekordno leto



**Sašo Stanovnik,**  
**ALTA Invest**

Za Cinkarno Celje je rekordnih prvih devet mesecev, pozitivni pa so tudi obeti za prihodnje leto. V prvih devetih mesecih letošnjega so v celjskem metalurgu ustvarili rekordnih 143,6 milijona evrov prihodkov, kar je bilo 9 odstotkov bolje kot v enakem lanskem obdobju in 27 odstotkov nad načrti. Gonilec rasti so bili predvsem tuji trgi, vendar pa so v družbi rast zabeležili tudi na domačem trgu, kjer se je prodaja povečala za 9,2 milijona evrov. Situacija na trgu titanovega dioksida je še vedno več kot ugodna, saj cene pigmenta močno rasejo. Trg pigmenta titanovega dioksida zaradi ugodnega gospodarskega okolja namreč še naprej zaznamuje naraščajoče povpraševanje na eni strani ter omejena ponudba na drugi. Slednja je predvsem posledica trajajočih težav ukrajinskih proizvajalcev pigmenta ter ponavljajočih izpadov Hunstmanove tovarne na Finskem. Dobiček iz poslovanja je znašal 31,7 milijona evrov, torej 178 odstotkov ali 20,3 milijona evrov več kot v istem obdobju lani. Čisti dobiček pa je posledično zrasel iz 9,4 milijona evrov na kar 25,5 milijona evrov oziroma za 172 odstotkov. Osnovni čisti dobiček na delnico je po devetih mesecih znašal 31,29 evra. Lani je Cinkarna izplačala 4,2 evra bruto dividende za delnico, lani pa 9,05 evra. Za leto 2018 pa se prav tako delničarjem obetajo visoke dividende.

Ugodno okolje naj bi se glede na poročilo Cinkarne Celje in konkurentov nadaljevalo tudi v prihodnjem letu. Svetovne zaloge pigmenta predstavljajo le približno 11 dni redne proizvodnje, obenem pa velja omeniti, da je Cinkarna proizvodnjo pigmenta razprodala do junija 2018. Edina težava znajo biti naraščajoči stroški vhodnih surovin. Toda v izogib višjim cenam surovin potrebnih za izdelavo pigmenta Cinkarna postopno povečuje varnostne zaloge.

Skratka Cinkarni Celje se še naprej obeta rastoča prodaja, tradicionalna finančna politika in nadaljevanje investicij v okoljsko sanacijo. Čeprav delajo v zelo ciklični panogi, trenutne razmere kažejo, da bodo uspešno poslovanje prenesli v naslednje leto. Naše napovedi smo zato dvignili, posledično pa smo na 248 evrov za delnico zvišali tudi našo ciljno ceno (velja pa opozoriti na nizko likvidnost) in ohranili priporočilo KUPI.



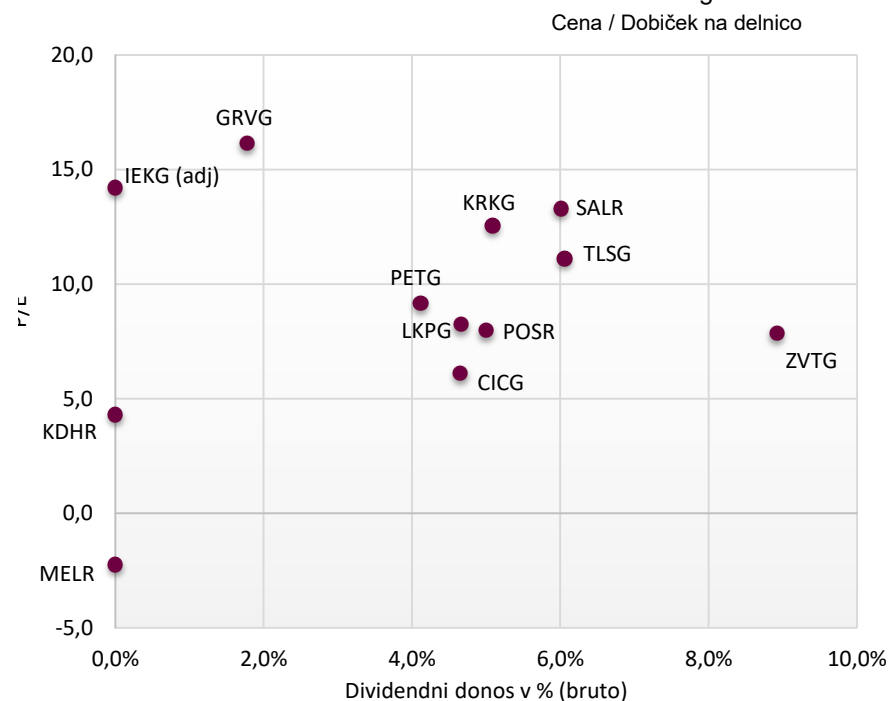
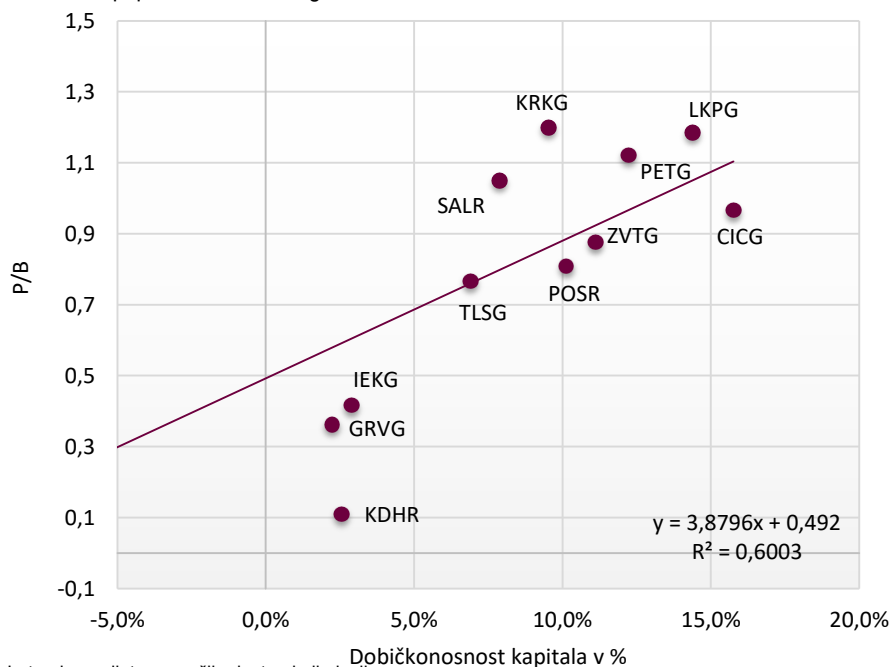
# Primerjava vrednotenj

ALTA

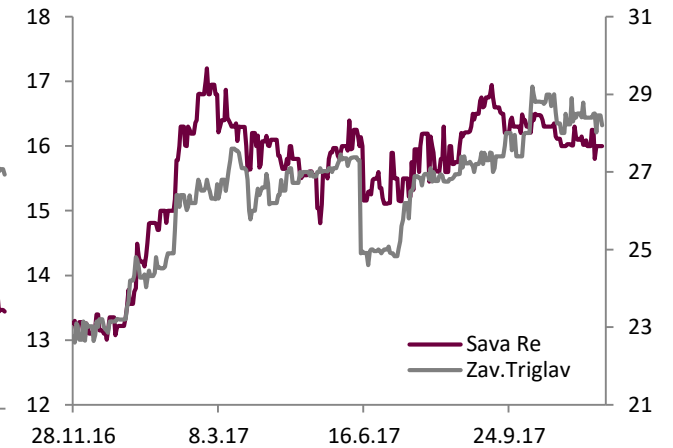
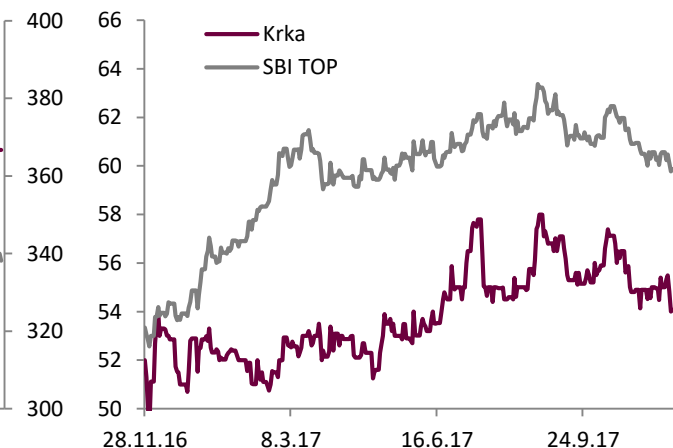
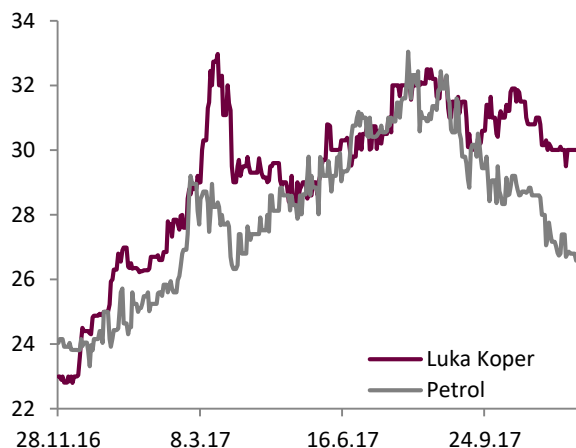
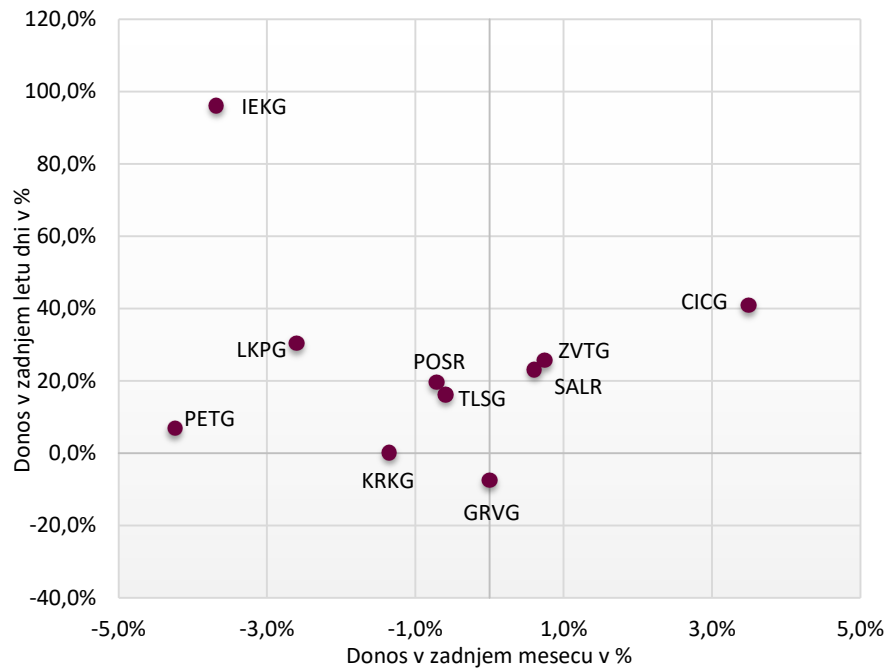
NOVA  
NALOŽBENA  
KULTURA

Sprememba priporočila*	Podjetje	Donos v 1 mesecu	Donos v 6 mesecih	Donos v 1 letu	Trenutna cena	Ciljna cena	P/E	Dividendna donosnost
	Salus	0.6%	7.1%	23.0%	498.0		13.3	6.0%
	Intereuropa	-3.7%	5.4%	96.0%	2.0	2.0	neg.	0.0%
	Zav. Triglav	0.7%	5.0%	25.7%	28.5	30.7	8.0	8.8%
	Luka Koper	-2.6%	3.4%	30.4%	30.0	43.0	8.2	4.7%
	Krka	-1.4%	2.2%	0.1%	54.1	64.0	12.6	5.1%
	Sava Re	-0.7%	0.2%	19.7%	16.0	20.0	8.0	5.0%
	Telekom Slovenije	-0.6%	-0.6%	16.2%	82.5	96.0	11.1	6.1%
	Cinkarna	3.5%	-1.2%	40.6%	192.5	248.0	6.1	4.7%
↑	Petrol	-4.2%	-4.8%	6.9%	340.0	399.0	9.2	4.1%
↑	Gorenje	0.0%	-17.0%	-7.4%	5.6	6.2	16.1	1.8%
	Mercator	30.0%	-25.9%	-62.9%	26.0	0.0	neg.	0.0%

\* Glede na priporočila izdana avgusta 2017.



# Primerjava gibanj cen delnic



# Razkritje in omejitev odgovornosti

Datum zajema podatkov: 29.5.2017

Datum izdelave in posredovanja dokumenta: 29.5.2017

Vsebina tega sporočila je informativne narave in je pripravljena ter posredovana širšemu krogu oseb izključno z namenom obveščanja oziroma seznanjanja s stanjem posameznih slovenskih borznih podjetij ter predstavitev potencialnih priložnosti vlagateljem na slovenskem borznem trgu.

Vsebina tega sporočila je namenjena širšemu krogu oseb, zato ne upošteva izkušenj, finančnih zmožnosti in namenov posamezne osebe v zvezi z naložbami v finančne instrumente, ki bi lahko ob nespremenjenih ostalih okoliščinah bistveno vplivali na vsebino tega sporočila. Naložbe v finančne instrumente so povezane s tveganjem, zato je seznanitev z vsemi oblikami tveganj pri naložbah v finančne instrumente pogoj za oblikovanje ustrezne naložbene odločitve. Pred odločitvijo za vlaganje v finančne instrumente se posvetujte s strokovnjakom družbe ALTA Invest d.d. V zvezi s podatki, ki se nanašajo na preteklo uspešnost posameznega finančnega instrumenta, velja opozorilo, da pretekla uspešnost ni zanesljiv pokazatelj rezultatov v prihodnosti. ALTA Invest d.d. ne odgovarja za nobeno vrsto škode ali izgube, ki bi nastala z uporabo informacij, vsebovanih v tem sporočilu ter prav tako ne zagotavlja doseganja strankinih želenih donosov oz. ciljev.

Vsebina tega sporočila je naložbeno priporočilo, ki se po 212. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 67/07 s spremembami; ZTFI) šteje kot tržno sporočilo, in ne izpolnjuje pogojev, ki veljajo v zvezi z investicijsko raziskavo, niti ni investicijsko svetovanje. Priporočila pa temeljijo na zadnjih investicijskih raziskavah družbe ALTA Invest. Vsebina tega sporočila ni ponudba ali povabilo k ponudbi za nakup ali prodajo obravnavanih finančnih instrumentov niti ne predstavlja ponudbe za sklenitev pogodbe z družbo ALTA Invest d.d. Pravna oseba, pristojna za izdelavo oz. posredovanje priporočila, je ALTA Invest, investicijske storitve, d.d., Železna cesta 18, Ljubljana. Pristojni nadzorni organ je Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 5, Ljubljana.

Naložbeno priporočilo velja 7 dni. Ni predvidenega rednega ažuriranja priporočila.

KUPI: Na podlagi trenutne ocene celotne donosnosti predlagamo nakup delnice.

DRŽI: Na podlagi trenutne ocene donosnosti predlagamo ne prodaje ne nakupa delnice.

PRODAJ: Na podlagi trenutne ocene donosnosti predlagamo prodajo delnice.

Avtor dokumenta je Sašo Stanovnik, vodja oddelka analiz, je imetnik delnic Krke in Petrola.

ALTA Invest d.d. in z njim povezane osebe so lahko lastnice omenjenih delnic. Bodisi ALTA Invest d.d. bodisi njene povezane družbe so v zadnjih 12 mesecih izvajale investicijske storitve za družbe GORENJE, d.d.; PETROL d.d. in MERCATOR, d.d.

Za opis produktov in več informacij lahko obiščete našo spletno stran [www.alta.si](http://www.alta.si):

- Celotno besedilo razkritij v zvezi s tem sporočilom, vključno s tveganji
- Ostala razkritja v zvezi z naložbenimi priporočili
- Splošni pogoji poslovanja in Cenik storitev ALTA Invest d.d.
- Razlage finančnih instrumentov

ALTA Invest, investicijske storitve, d.d., Železna cesta 18, SI-1000 Ljubljana. Vpisana pri Okrožnem sodišču v Ljubljani, MŠ: 3710432000, ID za DDV: SI89931181, Osnovni kapital: 2.031.803,00 EUR.

## GRE ZA POVZETEK OZIROMA IZVLEČEK PRIPOROČIL!

Izvirna priporočila so investicijske raziskave posameznih podjetij.

Cinkarna Celje	prvo razširanje priporočila: 22.11.2017 (15:00)	Sašo Stanovnik
Gorenje	prvo razširanje priporočila: 14.11.2017 (13:10)	Sašo Stanovnik
Intereuropa	prvo razširanje priporočila: 24.11.2017 (9:00)	Matej Justin
Krka	prvo razširanje priporočila: 20.11.2017 (14:30)	Sašo Stanovnik
Luka Koper	prvo razširanje priporočila: 27.11.2017 (17:15)	Matej Justin
Petrol	prvo razširanje priporočila: 20.11.2017 (14:30)	Sašo Stanovnik
Pozavarovalnica Sava	prvo razširanje priporočila: 20.11.2017 (14:30)	Sašo Stanovnik
Telekom Slovenije	prvo razširanje priporočila: 26.10.2017 (21:40)	Sašo Stanovnik
Zavarovalnica Triglav	prvo razširanje priporočila: 20.11.2017 (14:30)	Sašo Stanovnik