

**VIŠJA STROKOVNA ŠOLA ACADEMIA,
MARIBOR**

DIPLOMSKO DELO

**TEMELJNA ANALIZA DELNIC NA
PRIMERU PODJETJA KRKA, D. D.**

Kandidat: Aleksandar Arandjelović

Študent študija ob delu

Številka indeksa: 11190122738

Program: Komercialist

Mentorica: dr. Vlasta Črčinovič Krofič

Somentorica: Lidija Jezernik

Maribor, september 2010

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Arandjelović Aleksandar, št. indeksa 11190122738, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom »TEMELJNA ANALIZA DELNIC NA PRIMERU PODJETJA KRKA, D. D.«, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. Vlaste Črčinovič Krofič**.

S svojim podpisom zagotavljam, da:

- je predloženo diplomsko delo izključno rezultat mojega dela;
- sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev, ki jih uporabljam v predloženem delu, navedena oz. citirana skladno s pravili Višje strokovne šole Academia;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del oz. misli, kot moje lastne – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah; UL št. 16/2007; (v nadaljevanju ZASP), prekršek pa podleže tudi ukrepom VSŠ Academia skladno z njenimi pravili;
- skladno z 32. členom ZASP dovoljujem VSŠ Academia objavo diplomskega dela na spletnem portalu šole.

Kraj....., september 2010

Podpis študenta:

ZAHVALA

Rad bi se zahvalil mentorici dr. Vlasti Črčinovič Krofič za sprejeto mentorstvo, nasvete, korekcije in za spodbudo pri pisanju diplomskega dela, somentorici Lidiji Jezernik in mag. Mirjani Ivanuši Bezjak. Zahvala tudi Barbari Vinkler za lektoriranje diplomskega dela.

Hvala vsem!

Nič ni tako nevarnega kot iskanje racionalne investicijske politike v iracionalnem svetu.
(John Maynard Keynes).

POVZETEK

V diplomskem delu predstavljamo osnovne principe investiranja, ki se ne spreminjajo skozi čas. Vrednost je možno oceniti s finančnimi osnovami, čeprav z določeno napako, saj za večino sredstev tržne cene ne morejo dolgoročno odstopati od realnih vrednosti. V diplomskem delu opisujemo metode investiranja na organiziranih kapitalskih trgih, ki temeljijo na finančnih kazalnikih in analiziranju poslovanja podjetij. Omenjene metode se lahko uporabijo za ocenjevanje vrednosti različnih podjetij z določenimi prilagoditvami, kar smo utemeljili in prikazali v aplikativnem delu diplomskega dela na konkretnem primeru vrednotenja delnice Krke, d. d.

Sedanja finančna kriza, ki se je začela konec leta 2007 in ki je tudi prizadela skoraj vse kapitalske trge po svetu, je zopet pokazala, da so tržne vrednosti finančnih naložb odstopale od realnih vrednosti.

Od krize tulipanov (The Tulip Bulb Craze) na Nizozemskem leta 1637 in poka južnomorskega balona (South Sea Bubble) v Angliji leta 1720, ki sta bili prvi izmed finančnih kriz v zgodovini kapitalizma pa vse do današnjih časov, kapitalski trgi nakazujejo na zmožnost samokorekcije in to pogosto na stroške tistih, ki verjamejo, da trenutek poravnave ne bo nikoli prišel. Obstaja cela vrsta raziskav, ki kažejo na to, da se trgi ne utegnejo vesti stanovitno in da lahko pride do nastanka borznih ali cenovnih balonov. Borzni balon je vrsta investicijskega fenomena, ki demonstrira šibki značaj človeških emocij, nastane pa takrat, ko investitorji nimajo realnih pričakovanj glede prihodnjih vrednosti delnic. Tržne cene delnic se gibljejo preko svojih realnih vrednosti, določenih z osnovnimi značilnostmi poslovanja podjetja.

Postulat pametnega investiranja je, da investitor ne plača za sredstva več, kot so vredna. Na kapitalskih trgih kupujemo finančna sredstva, ker pričakujemo, da bomo od njih prejeli denarni tok oziroma v prihodnosti ustvarili določeni dobiček. Ocenjevanje vrednosti mora imeti podporo realnosti, ki nakazuje, da mora cena, ki jo bomo plačali za določeno sredstvo, odsevati pričakovano ustvarjeni denarni tok.

KLJUČNE BESEDE: naložba, stroški kapitala, poštena vrednost, vrednost podjetja, denarni tokovi, obresti, borza, obveznice, dividende, delnice.

ABSTRACT

The diploma paper presents the basic principles of investment that do not change over time. It is possible to estimate the value by financial basics although with certain error because the majority of funds market value can not deviate longterm from their true values. We describe the methods of investing in organized capital markets that are based on the financial pointers and company operations analysis. The mentioned methods can be used for estimating the value of various companies with certain modifications which is argued and presented in the applied part of the diploma paper on an actual case of estimating the Krka d.d. shares.

The current financial crises that has begun at the end of 2007 and that has also affected almost all capital markets in the world has shown again that the market values of the financial investments has deviated from their true values.

Since the Dutch Tulip Bulb Craze in 1637 and the English South Sea Bubble in 1720 that were the first financial crises in the history of capitalism till today, the capital markets indicate a capability of selfcorrection, very often on account of those who believe that the moment of realignment will never come. All kinds of research show that the markets do not have time to be constant and that stock or price balloons can occur. Stock market balloon is a type of investment phenomenon that demonstrates the weak character of human emotions and it occurs when the investors do not have true expectations regarding the future value of stock. Market prices are above their true values determined by the basic characteristics of the company's operation.

The postulate of clever investing is that the investor does not pay more for the funds than they are worth. We buy financial funds on the capital markets because we expect that we will receive a money flow from them of make certain profit in the future. The value estimating has to have real support which implies that the paid price for certain funds has to reflect the expected created money flow that will be expectedly created.

KEY WORDS: investment, Cost Of Capital, Fair Value, Enterprise Value, Cash Flow, Interest, Stock Exchange, Bond, Dividend, Share.

KAZALO

1. UVOD	8
1.2 Namen, cilji in osnovne trditve	10
1.3 Predpostavke in omejitve raziskave	11
1.4 Predvidene metode raziskave	12
2 TEMELJNA ANALIZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	12
2.1 Statična metoda metoda vrednotenja	16
2.1.1 Kazalniki finančnega zdravja družbe	17
2.1.2 Kazalniki donosnosti	20
2.1.3 Kazalniki na delnico	21
2.2 Dinamična metoda	27
2.2.1 CAPM-model	28
2.2.2 Model diskontiranih dividend (DDM-model)	30
2.2.3 Model diskontiranih denarnih tokov (DCF-model)	31
3 ANALIZA FARMACEVTSKE PANOGE	36
3.1 Analiza poslovanja podjetja Krka, D. D.	39
3.1.1 Analiza preteklega poslovanja skupine KRKA, D. D., za obdobje od leta 2001 do 2009	41
3.1.2 Analiza podatkov, ki se nanašajo na prihodnje poslovanje skupine KRKA, D.D., do leta 2012	43
4 IZRAČUN NOTRANJE VREDNOSTI DELNICE NA PRIMERU PODJETJA KRKA, D. D.	44
4.1 Statična analiza	45
4.1.1 Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi primerjalne vrednostne analize	46
4.2 Dinamična meoda	49
4.2.1 Izračun zahtevane stopnje donosa na podlagi CAPM-modela	49
4.2.2 Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi dividend	50
4.2.3 Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi diskontirane vrednosti denarnih tokov	50
5 SKLEP	54
6. UPORABLJENA LITERATURA IN VIRI	56

KAZALO SLIK

Slika 1: Donosnost različnih naložbenih strategij	14
Slika 2: Konsolidirani izkaz poslovnega izida skupine Krka za leto 2007 - 2008	16
Slika 3: Deleži posameznih skupin izdelkov	40
Slika 4: Gibanje tečaja KRKE	43

KAZALO TABEL

Tabela 1 : Izračun prostega denarnega toka podjetja	32
Tabela 2: Največja farmacevtska podjetja, razvrščena po prihodkih v letu 2009	38
Tabela 3: Analiza poslovanja in izračuni kazalnikov na delnico za skupino Krka, d. d.	41
Tabela 4: Primerjava podobnih podjetij na trgu po poslovanju in vrednosti.....	46
Tabela 5: Povprečna ocena vrednosti Krkine delnice	47
Tabela 6: Izračun vrednosti Krkine delnice na podlagi kazalcev EV/EBITDA in EV/SALES	48
Tabela 7: Izračun povprečne vrednosti Krkine delnice s kazalci EV/EBITDA in EV/SALES	48
Tabela 8: Načrtovanje prihodkov, EBIT, davkov, amortizacije, CAPEX in delovnega kapitala	51
Tabela 9: Izračun prihodnjih prostih denarnih tokov podjetja	51
Tabela 10: Izračun končne vrednosti podjetja	53
Tabela 11: Končna ocena vrednosti delnice Krke	53

KAZALO GRAFOV

Graf 1: Grafični prikaz gibanja prihodkov, dobička in EBITDA od 2001 – 2009.....	42
--	----

1 UVOD

Velika izbira finančnih produktov v današnjem času, ki nam jih praktično na vsakem koraku ponujajo banke, zavarovalnice, pokojninske družbe in družbe za upravljanje, zahtevajo od povprečnega posameznika določeno finančno znanje pri investiranju in izbiri primerne finančne naložbe. Odločitev za primerno naložbo je velikokrat težka. Pogoj za uspešno plemenitenje prihrankov je posameznikovo znanje o donosnosti različnih naložb in načinu investiranja. Uspešno plemenitenje lastnih prihrankov bo v veliki meri vplivalo na posameznikovo premoženjsko stanje v prihodnosti.

Z večanjem razmerja med upokojenci in aktivnim prebivalstvom bo v prihodnosti čedalje težje ohranjati trenutno razmerje med višino pokojnin in plač. Leta 2000 je to razmerje znašalo 1,80 zavarovanca na enega upokojenca, konec leta 2009 pa se je isto razmerje znižalo in je znašalo 1,60 zavarovanca na enega upokojenca. Podoben trend upadanja lahko pričakujemo tudi v prihodnosti (<http://www.zpiz.si/src/msp/201002/index.html>, 15. 3. 2010).

Ker se to razmerje, ki je ključno za ohranjanje življenjskega standarda po upokojitvi, vztrajno manjša, potem tudi lahko pričakujemo, da se bo razmerje med pokojninami in plačami zmanjševalo. Zato je treba razmišljati o dopolnitvi državne pokojnine.

Odgovornost za pomemben del pokojnine bo moral posameznik prevzeti na sebe. Odločitev posameznika za pokojninsko varčevanje bo postala ena ključnih finančnih odločitev v njegovem življenju, ključna pa bo postala tudi odločitev, v kakšni obliki bo plemenitil prihranke. Najustreznejši finančni instrument za pokojninsko varčevanje so delnice (Kleindienst, 2003, 13).

Jasno je že, da prvi pokojninski steber, ki temelji na obveznem pokojninskem in invalidskem zavarovanju, ne bo zadoščal za ohranitev življenjskega standarda po upokojitvi, niti za tiste posameznike z višjimi prihodki. Za posameznike, ki prejemajo povprečne ali minimalne prihodke iz naslova plač, pa državna pokojnina ne bo zadoščala niti za eksistenčni minimum. Drugi pokojninski steber je v osnovi prostovoljen. Posameznik lahko sam pristopi k varčevanju ali pa kolektivno preko podjetja v katerem je

zaposlen. Pomanjkljivost drugega stebra je v tem, da je nizko donosen oziroma je po donosnosti primerljiv z varčevanjem na banki. Zakonodajalec je po Zakonu o dodatnem pokojninskem in invalidskem zavarovanju določil minimalno donosnost sklada, ki ga upravljajo pokojninske družbe. Donosnost ne sme biti nižja od 0,12 % na mesečni ravni oziroma 1,48 % na letni ravni za februar 2010 (http://www.mf.gov.si/slov/vredn_papirji/min_don_februar_2010.htm, 15. 3. 2010). Minimalna zajamčena donosnost odvrča pokojninske družbe od sestave bolj tvegane portfelja sklada, ki ga upravljajo. Naložbena politika pokojninskih družb je zelo konzervativna oziroma v večji meri investirajo sredstva v varne in nizko donosne naložbe kot so obveznice, zakladne menice in bančne depozite v manjši meri delnice. Poleg tega za nizko donosnost plačujemo stroške, ki bremenijo naša vplačila v dodatno pokojninsko zavarovanje (vstopni stroški, upravljavska provizija, stroški banke skrbnice), in so primerljivi stroškom pri varčevanju v vzajemnih skladih. Pomemben je tudi davčni vidik iz naslova dodatne pokojnine. Skupaj s pokojnino iz obveznega zavarovanja dodatna pokojnina zvišuje davčno osnovo za plačilo dohodnine. Če zavarovanec po dolgoročnem varčevanju, ki lahko traja od 10 - 30 let, zahteva izplačilo dodatne pokojnine v enkratnem znesku, se mu davčna osnova lahko poviša do te mere, da se zavezanec povzpne v najvišji davčni razred in državi plača velik del privarčevanih sredstev.

Če se zavedamo zgoraj navedenih dejstev, lahko hitro ugotovimo, da bomo za boljši življenjski standard v prihodnosti morali sami poskrbeti. To od posameznika zahteva učinkovitejše upravljanje z osebnimi financami pa tudi željo in pripravljenost po pridobivanju novega znanja iz vseh področij finančne vede, zlasti poslovnih financ. Svet je danes povezan tesneje kot kdaj koli prej. Finančni trgi so bili do pred kratkim omejeni na določeno državo. Danes so presegli nacionalni okvir in so se integrirali v globalni finančni trg. Tako rekoč so danes postali dostopni vsakomur, ne glede na to, kje se nahaja. Ravno ta dostopnost finančnih trgov in predvsem naložba v finančno znanje nam lahko omogoči boljši življenjski standard v prihodnosti.

1.1 Opredelitev obravnavane zadeve

V diplomskem delu bomo predstavili temeljno analizo, kot metodo investiranja v delnice predvsem zato, ker so delnice naložba, ki nam omogočajo doseganje dolgoročno

zastavljenih finančnih ciljev, nakup dražjih dobrin ali varčevanja za pokojnino. V tržnem gospodarstvu se velikokrat srečamo s pestro izbiro različnih izdelkov. Povsem enako je tudi na organiziranem kapitalskem trgu, kjer se srečujemo z veliko izbiro različnih finančnih naložb. Na kapitalskem trgu obstaja velika ponudba delnic različnih podjetij. Odločitev o izbiri določene delnice je velikokrat težka. Zaradi tega je delnici potrebno določiti ustrezno notranjo oziroma dejansko vrednost, ki se lahko precej razlikuje od tržne vrednosti, kar nam lahko olajša odločitev o smiselnosti nakupa.

Investiranje predvsem v delnice je dolgoročne narave 5 let in več. Poleg tega, da z investiranjem v delnice lahko dosežemo dolgoročno višje donose kot z drugimi oblikami naložb, je privlačen tudi davčni vidik. Namreč po Zakonu o davku na kapitalske dobičke smo po 20 letih varčevanja v vrednostnih papirjih oproščeni davka na dobiček v celoti. Delnice so kot ena izmed različnih oblik naložb tudi najbolj tvegane. Preden se lotimo investiranja, delnico določenega podjetja podrobno analiziramo.

1.2 Namen, cilji in osnovne trditve

Namen diplomskega dela je: na osnovi teoretičnega znanja, pridobljenega iz strokovne literature, predstaviti temeljno analizo vrednostnih papirjev in njene metode, ki se uporabljajo pri določanju notranje vrednosti delnice. Če je tržna vrednost delnice manjša od notranje vrednosti delnice, potem je delnica ugodna za nakup in obratno, če je tržna cena delnice višja od notranje vrednosti delnice, se ne bomo odločili za nakup. Razlika med notranjo in tržno vrednostjo delnice pomeni zaslužek, ki ga lahko pričakujemo.

Pri finančni analizi se najpogosteje uporablja temeljna analiza. Tehnična analiza kot paralela temeljni analizi je po svoji naravi kratkoročna, namreč zahteva dobro poznavanje matematičnih in statističnih modelov in je neprimerna za neprofesionalne vlagatelje ter dolgoročno investiranje. Borzni analitiki pri investicijskih odločitvah se v 90 % primerov zanašajo na temeljno analizo.

Vse naštetе metode imajo tako prednosti kot pomanjkljivosti. Pri analizi vrednostnih papirjev je osrednjega pomena določiti prihodnje gibanje tečajev, npr. delnic. Ker je

natančno napovedovanje prihodnosti dokaj nevhvaležno in skoraj nemogoče, je prav, da pri investiranju v vrednostne papirje poznamo omenjene metode.

1.3 Predpostavke in omejitve raziskave

Investitor uporablja temeljno analizo in vrednoti delnice na podlagi njihove notranje vrednosti in jih primerja s trenutnim oziroma tržnim tečajem. Tečaji delnic na organiziranem kapitalskem trgu se oblikujejo glede na ponudbo in povpraševanje ter po teoriji učinkovitega finančnega trga odsevajo njihovo dejansko ali notranjo vrednost. Temeljni analitik izhaja iz dejstva, da finančni trgi niso popolnoma učinkoviti in da se na finančnih trgih pojavljajo odstopanja. V kakšni meri tečaji delnic odstopajo od notranje vrednosti, je odvisno od stopnje učinkovitosti finančnega trga. Temeljni analitik torej išče naložbe, ki imajo tržno vrednost, nižjo od dejanske oziroma notranje vrednosti.

»Sodobne razlage financ temeljijo na predpostavki učinkovitega finančnega trga. Predpostavka o učinkovitem trgu temelji na velikem finančnem trgu. Ekonomski subjekti, ki trgujejo na tem trgu, se obnašajo razumno in poskušajo s vsako transakcijo povečati svoje premoženje. Zato takoj uporabijo vse razpoložljive informacije o posamezni naložbi, jih analizirajo in uporabijo za svoje odločitve o nakupih in prodajah, s tem pa na trgu s svojim povpraševanjem ali ponudbo hitro povzročijo ustrezno spremembo cene naložbe (npr. delnice). Posledica takšnega obnašanja je, da so vse razpoložljive informacije vedno vsebovane v cenah naložb, ki zato dobro odražajo njihovo notranjo vrednost – ni precenjenih ali podcenjenih naložb. Trg naložb torej učinkovito izenačuje notranjo vrednost naložbe s tržno ceno. V finančno razvitih državah (predvsem v ZDA) je bilo narejenih nič koliko raziskav o tem, ali je njihov finančni trg učinkovit ali ne in iz bolj ali manj sledi, da je učinkovit vsaj do določene mere« (Mramor, 1993, 144).

Trenutna svetovna finančna kriza je pokazala, da sodobna finančna teorija, ki temelji na učinkovitosti finančnih trgov in na racionalnosti investorjev, ne zna odgovoriti na anomalije, ki se pojavljajo na finančnih trgih. Poleg stopnje učinkovitosti finančnih trgov na anomalije vpliva tudi psihologija investorjev, ki jo preučujejo vedenjske finance. Le-te

temeljijo na predpostavki, da se investitorji obnašajo normalno, ne pa racionalno, kar je tudi v nasprotju s sodobno finančno teorijo.

Omejitve diplomskega dela so, da na podlagi računovodskih podatkov z uporabo finančnih kazalcev, dolgoročne strategije podjetja in analize panoge, v katerem podjetje posluje, skušamo ugotoviti poslovanje le-tega v prihodnosti. Podatki, ki jih analiziramo, se nanašajo na preteklo poslovanje podjetja, zato ne moremo natančno določiti, kako bo podjetje poslovalo v prihodnosti. Povprečen investitor nima podatkov o načrtih za prihodnje poslovanje podjetja.

1.4 Predvidene metode raziskave

Glavni raziskovalni metodi, ki bosta uporabljeni v teoretičnem delu diplomskega dela so:

- metoda deskripcije ali opisovanja;
- metoda kompilacije oz. uporaba obstoječe strokovne literature različnih avtorjev.

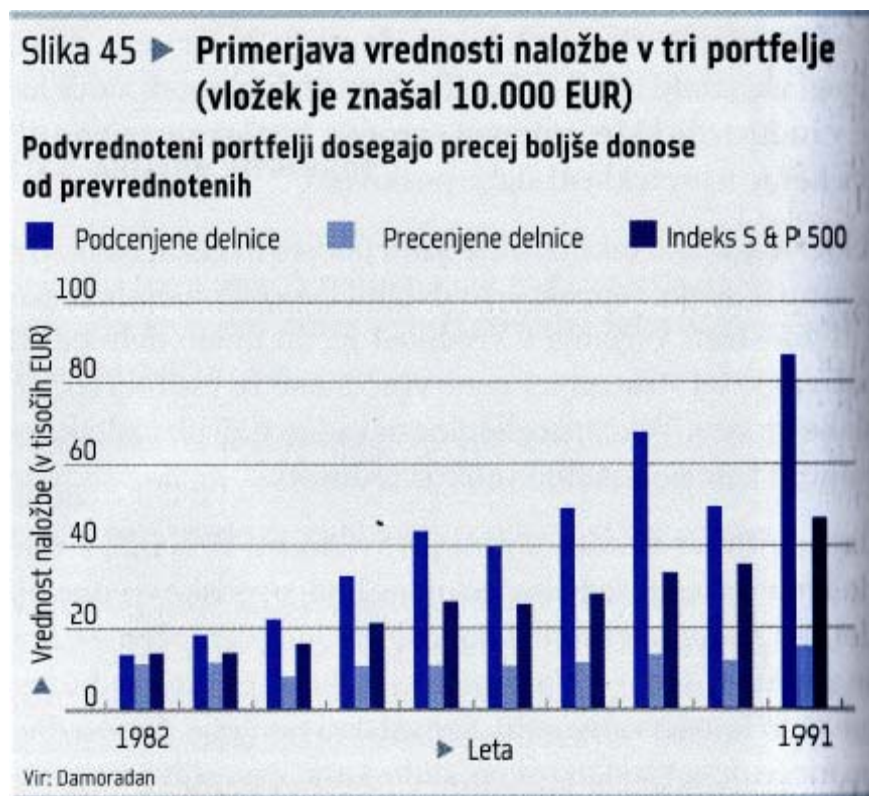
V praktičnem delu bomo uporabili induktivno metodo, kjer z dinamično analizo preučujemo preteklo in trenutno poslovanje podjetja. Pri analizi podjetij uporabljamo konsolidirane računovodske izkaze, ki so javno dostopni preko spleta.

2 TEMELJNA ANALIZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Temeljna analiza vrednostnih papirjev je po svoji naravi dolgoročna in se uporablja za investicijske odločitve, ki se nanašajo na obdobje, ki je daljše od 3 let. S temeljno analizo zbiramo podatke, ki se nanašajo na preteklo in sedanjo uspešnost poslovanja podjetja. Zbrane podatke analiziramo in jih primerjamo s konkurenčnimi podjetji iz iste panoge ter na podlagi pričakovanih denarnih tokov, ki jih bo podjetje ustvarilo v prihodnosti, skušamo določiti njegovo pravo oziroma notranjo vrednost, ki se lahko razlikuje od tržne vrednosti na borzi.

Temeljna analiza vrednostnih papirjev preučuje računovodske informacije, ki zadevajo trenutno in prihodnjo uspešnost poslovanja ter tveganja podjetja. Na podlagi teh pridobljenih informacij skušamo oceniti notranjo vrednost delnice, ki jo potem primerjajo s tržnim oziroma borznim tečajem. Temeljna analiza se izključno ukvarja s kakovostjo blaga (v tem primeru delnic). Temelji na domnevi, da kakovostna delnica na trgu, če smo jo kupili po nižji ceni od tržne, prej ali slej dobi pravo vrednost. Pozornost namenjamo predvsem tistim delnicam, s katerimi se na trgu trguje po nižjih vrednostih, kot jih v resnici imajo. Glavna pomanjkljivost temeljne analize je njena izrazito dolgoročna naravnost. To obdobje lahko traja 3 - 5 let. Če investiranje na podlagi temeljne analize sploh deluje, lahko preteče zelo dolgo časa, preden ustvarimo zadovoljiv donos (Kleindienst, 2001, 202). Investiranje na podlagi temeljne analize oziroma notranje vrednosti pomeni iskanje podcenjenih delnic, ki niso vroče naložbe in niso v naraščajočem trendu. Ponavadi so to stabilna podjetja iz gospodarskih panog, na katere je trg pozabil, tako da lahko preteče še precej časa, preden postanejo zopet zanimiva.

Investiranje v podcenjene delnice se je sicer v preteklosti izkazalo, kot najbolj donosno. Iz Slike 1 lahko vidimo primerjavo med različnimi naložbenimi strategijami. V obravnavanem obdobju je naložba v podcenjene delnice vedno prinesla najboljši rezultat. Dalj časa, kot je trajalo investicijsko obdobje, večji donos smo ustvarili v primerjavi z naložbo v precenjene delnice.



Slika 1: Donosnost različnih naložbenih strategij

Vir: Mastnak, 2009, 120

Če smo na začetku opazovanega obdobja vložili 10.000 EUR v podcenjene delnice iz ameriškega indeksa S & P 500, je naša naložba v devetih letih zrastle na 86.600 EUR. Naložba v precenjene delnice istega indeksa pa nam je prinesla 15.000 EUR. Celo, če bi pasivno investirali in vložili denar v portfelj delnic ali vzajemni sklad, ki je sestavljen podobno kot indeks S & P 500, bi na kocu opazovanega obdobja ustvarili večji donos, kot če bi investirali v precenjene oziroma rastoče delnice (Mastnak, 2009, 120 – 121). To so argumenti, ki jasno dokazujejo, da investiranje na podlagi temeljne analize lahko prinese boljše rezultate na dolgi rok kot druge naložbene strategije.

Pri temeljni analizi se daje velik poudarek analiziranju računovodskih izkazov podjetij in splošnih ekonomskih razmer (zlasti splošni ravni cen ter inflaciji), oceni tveganja podjetja, oceni položaja podjetja v panogi, analizi posamezne panoge, kakovosti vodstva podjetja in podobnih dejavnikov (Kleindienst, 2001, 2002). Temeljna analiza predpostavlja, da so osnova tržnih vrednosti vrednostnih papirjev predvsem pričakovani denarni tokovi, ki jih bodo imetnikom prinesli v prihodnosti (oziroma dobički in dividende), in tveganje teh tokov. Cenovnim trendom in obsegu trgovanja ne posvečamo večje pozornosti

(Kleindienst, 2001, 202). Temeljni analitiki torej verjamejo, da tržne cene odstopajo od notranje vrednosti in da bo nakup podcenjenega vrednostnega papirja trg prej ali slej nagradil.

S temeljno analizo preučujemo predvsem podjetja, ki so izdala delnice. Analiza temelji na informacijah o finančni moči podjetja. »Podatkih o preteklih izplačilih dividend, stopnji rasti celotnega prihodka podjetja v preteklosti, tržnih možnosti v prihodnosti, značilnostih panoge, v kateri je podjetje, značilnostih njegove konkurence in splošnega ekonomskega ter političnega stanja v državi in svetu«. Vse te zbrane informacije uporabimo za oceno tako imenovane notranje vrednosti delnice, ki se analizira. Po tem to ocenjeno notranjo vrednost delnice primerjamo s tržno ceno in primerjava nam pokaže, ali je po naši oceni delnica na trgu precenjena ali podcenjena (Mramor, 1993, 140).

S temeljno analizo skušamo presoditi, kakšno je poslovanje podjetja. Če podjetje že dalj časa stabilno posluje, lahko pričakujemo, da bo to srednje do dolgoročno vplivalo na tečaje delnic na borzi. Našo oceno lahko izvedemo le, če temeljito analiziramo vse zbrane podatke o podjetju. Če ugotovimo, da rast delnice zaostaja za rastjo obsega poslovanja podjetja in dobička oziroma ravno nasprotno, lahko premislimo, ali smo odkrili podcenjeno oziroma naleteli na prevrednoteno delnico.

Izhodišče za temeljno analizo podjetja je njegovo poslovno poročilo. Predvsem moramo analizirati računovodske izkaze (poslovnega izida, bilance stanja, finančnih tokov in gibanja kapitala) in pojasnila k računovodskim izkazom. Težava pri le-teh je, da so izraženi v absolutnih številkah. Zaradi tega skrbno analiziramo tudi pojasnila k računovodskim izkazom, kjer lahko najdemo podroben opis nastanka določenega poslovnega dogodka, ki ga obravnavamo. Namen analiziranja računovodskih izkazov oziroma finančne analize je, da ugotovimo, kako se bo razvijalo poslovanje podjetja v prihodnje. Ponavadi največ pozornosti namenjamo gibanju prihodkov in čistega dobička. Oba podatka najdemo v izkazu uspeha. Iz analize gibanja prihodkov ugotovimo, kako se giba obseg in širi poslovanje, čisti dobiček pa, koliko podjetje na koncu leta od tega ustvari. Pri tem moramo biti pozorni, ker gibanje prihodkov in čistega dobička še ni pravi pokazatelj poslovanja podjetja. Zato je treba vse računovodske izkaze obravnavati skupno. Z uporabo finančnih kazalnikov, ki jih bomo v nadaljevanju podrobneje opisali,

ugotavljamo stabilnost poslovanja podjetja ter skušamo določiti, v kakšni smeri se bo podjetje razvijalo v prihodnosti. S finančnimi kazalniki dobimo relativno število dveh vrednosti, ki smo jih primerjali, kar nam omogoča lažjo oceno določenega stanja. Z izbranimi finančnimi kazalniki damo svojo oceno o uspešnosti poslovanja podjetja. Našo oceno oziroma notranjo vrednost podjetja potem primerjamo s tržnim tečajem delnice. Če je ta dovolj nižji od naše ocene, potem smo pred odločitvijo o nakupu, če pa je tečaj precej nad našo oceno, potem bomo razmislili in verjetno še nekaj časa počakali.

v tisočih EUR	Pojasnila	2008	2007
Prihodki od prodaje	5	949.920	780.918
Proizvajalni stroški prodanih proizvodov		- 325.102	- 282.833
Bruto dobiček		624.818	498.085
Drugi poslovni prihodki	7	8.617	3.726
Stroški prodajanja		- 242.274	- 196.852
Stroški razvijanja		- 84.746	- 59.071
Stroški splošnih dejavnosti		- 69.634	- 62.246
Dobiček iz poslovanja		236.781	183.642
Finančni prihodki	10	3.029	7.635
Finančni odhodki	10	- 34.177	- 16.343
Neto finančni izid		- 31.148	- 8.708
Dobiček pred davkom		205.633	174.934
Davek iz dobička	11	- 49.742	- 42.081
Čisti dobiček obdobja		155.891	132.853
Od tega:			
- za večinske lastnike		155.955	132.552
- za manjšinske lastnike		- 64	301
Osnovni čisti dobiček na delnico (v EUR)	21	4,61	3,92
Popravljeni čisti dobiček na delnico (v EUR)	21	4,61	3,92

Slika 2: Konsolidirani izkaz poslovnega izida skupine Krka za leto 2007 - 2008

Vir: <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=1868>, 15. 3. 2010

2.1 Statična metoda metoda vrednotenja

Pri vrednotenju delnic uporabljamo različne finančne kazalnike, kot so:

- kazalniki finančnega zdravja družbe;
- kazalniki donosnosti;
- kazalniki na delnico.

Analizo z vidika poslovnih financ lahko opredelimo kot finančno analizo. »S finančno analizo računovodskih izkazov lahko pridobimo dobro sliko o finančnem stanju podjetja in

oceno o trendu finančnega poslovanja podjetja.« Pri finančni analizi računovodskih izkazov se poleg analize absolutnih podatkov najpogosteje uporablja analiza s finančnimi kazalniki (Mramor, 1993, 164). Finančni kazalniki so relativna števila, dobljena s primerjavo določene ekonomske kategorije s kako drugo, kar nam omogoča lažje ocenjevanje uspešnosti poslovanja podjetja. »Posamezen kazalnik dobi izrazno moč šele, ko ga primerjamo z vrednostjo kazalnikov v preteklih obdobjih ali pri konkurenčnih podjetjih« (Šuštar, 2009, 34; povz. po Hočevaru in Igličaru, 1996, 239–240).

Finančne kazalnike pogosto dobimo iz razmerja dveh različnih računovodskih kategorij. Kadar primerjamo dve različni računovodski kategoriji, na primer: razmerje med čistim dobičkom (dinamična kategorija, ki izhaja iz izkaza poslovnega izida) in kapitalom (statična kategorija, ki izhaja iz bilance stanja), je potrebno statično kategorijo preračunati na povprečno stanje v analiziranem obdobju. Znesek celotnega kapitala ali sredstev, ki sodita v statično kategorijo se v bilanci stanja v obdobju enega leta lahko bistveno spremeni, čisti dobiček kot dinamična kategorija pa se izkazuje samo ob koncu obračunskega obdobja v izkazu poslovnega izida (Šuštar, 2009, 41).

Vrednost delnic ocenjujemo z uporabo orodij temeljne analize oz. finančnimi kazalniki. Finančne kazalnike izračunamo tako, da jih poiščemo v poslovnem poročilu določenega podjetja. Pri tem uporabljamo podatke iz konsolidiranih računovodskih izkazov. Iz bilance stanja, poslovnega izida, gibanja kapitala, finančnega izida in pojasnil h konsolidiranim računovodskim izkazom.

2.1.1 Kazalniki finančnega zdravja družbe

S kazalniki finančnega zdravja ocenjujemo varnost poslovanja podjetja. Pokažejo nam predvsem plačilno sposobnost podjetja. Poleg tega z njimi lahko ugotovimo, ali bo podjetje v prihodnosti s sedanjimi sredstvi ob sedanjem poslovanju zmoglo poravnati svoje obveznosti v dogovorjenih časovnih rokih (Mastnak 2009, 46).

2.1.1.1 Stopnja lastniškosti financiranja

Kazalnik stopnje lastniškosti financiranja dobimo iz razmerja med kapitalom in obveznostmi do virov sredstev.

$$\text{stopnja lastniškosti financiranja} = \frac{\text{kapital}}{\text{obveznosti do virov sredstev}}$$

Z omenjenim kazalnikom določamo delež lastnikov med viri financiranja in izražamo stopnjo lastniškega financiranja. Podjetja, ki izkazujejo visoke vrednosti tega kazalnika, vodijo konzervativno finančno politiko in zmanjšujejo tveganje pri poslovanju. Takšno poslovanje praviloma dosega manjši donos na kapital in omogoča stabilno rast podjetja, kar lahko povzroči neskladje interesov med lastniki kapitala, ki želijo ustvarjati čim večji dobiček na kapital (Šuštar, 2009, 45–46; povz. po Benediku, 2003, 52). Vrednost kazalnika 1 oziroma 100 odstotkov pomeni, da se podjetje v celoti financira z lastniškim kapitalom in da je brez dolgov (Šuštar, 2009, 46).

2.1.1.2 Stopnja dolžniškosti financiranja

Kazalnik stopnje dolžniškosti financiranja dobimo iz razmerja med dolgovi in obveznostmi do virov sredstev.

$$\text{stopnja dolžniškosti financiranja} = \frac{\text{dolgovi}}{\text{obveznosti do virov sredstev}}$$

Financiranje podjetja z dolžniškim kapitalom vpliva na dobičkonosnost kapitala kot vzvod. Prednost, ki jo podjetje pridobi pri najemanju dolgoročnih posojil, je v tem, da ima fiksne obveznosti do posojilodajalcev, ne glede na to, kakšne poslovne rezultate dosega. Z davčnega vidika nam obresti na posojila zmanjšujejo davek od dobička pravnih oseb, ker se pojavi efekt davčnega štita. To pomeni, da je dejanska obrestna mera za podjetja nižja od obrestne mere, ki jo navajajo posojilodajalci ali banke. Pozitivni efekt davčnega štita obresti nastane le pri podjetjih, ki izkazujejo dobiček in plačujejo davek od dobička pravnih oseb (Berk, 2002, 213–214).

Slabost pri financiranju z dolžniškim kapitalom je v tem, da se lahko pojavijo težave pri odplačevanju posojila, kar lahko pripelje podjetje v likvidnostne težave in potem v stečaj. Manjša, kot je vrednost omenjenega kazalca, manj dolgov ima podjetje. Visoka vrednost omenjenega kazalca pri močno zadolženih podjetjih nakazuje, da bo podjetje v prihodnosti težje odplačevalo posojila.

2.1.1.3 Kratkoročni kazalnik pokritja obveznosti

Kratkoročni kazalnik pokritja obveznosti dobimo iz razmerja, ki v števcu vsebuje vsoto denarja, kratkoročnih finančnih naložb in kratkoročnih terjatev do kupcev, v imenovalcu pa vstavimo kratkoročne obveznosti.

$$\text{kratkoročni kazalnik pokritja obveznosti} = \frac{\text{denar} + \text{kratkoročne finančne naložbe} + \text{terjatve do kupcev}}{\text{kratkoročne obveznosti}}$$

Kratkoročni kazalnik pokritja obveznosti prikazuje, kolikšen del kratkoročnih dolgov lahko podjetje odplača z denarjem, ki ga ima na računu in v obliki hitro-likvidnih kratkoročnih finančnih naložb (na primer zakladnih menic, obveznic in delnic drugih družb). Podjetja, ki ustvarjajo stabilno rast prihodkov in dobičkov, se lahko bolj zadolžijo in lahko izkazujejo nižjo vrednost tega kazalnika (Mastnak, 2007, 46). Višja vrednost omenjenega kazalnika nakazuje na varnejše poslovanje podjetja. Nizka vrednost pa nakazuje, da bo podjetje v prihodnosti prišlo v likvidnostne težave.

2.1.1.4 Kazalnik pokritja obveznosti

Kazalnik pokritja obveznosti dobimo iz razmerja med celotnimi prihodki iz poslovanja in celotnimi obveznostmi.

$$\text{kazalnik pokritja obveznosti} = \frac{\text{prihodki iz poslovanja}}{\text{obveznosti}}$$

Kazalnik pokritja obveznosti prikazuje, kolikšen del obveznosti lahko podjetje poplača s prihodki iz poslovanja zadnjega leta (Mastnak, 2009, 46).

Višja vrednost omenjenega kazalnika nakazuje na stabilnejše poslovanje podjetja. Nizka vrednost pa nakazuje, da bo podjetje v prihodnosti morda prišlo v likvidnostne težave. Podjetja, ki imajo stabilne prihodke in ustvarjajo stabilne dobičke, so lahko bolj zadolžena.

2.1.2 Kazalniki donosnosti

2.1.2.1 Dobiček na sredstva (ROA) return on assets

Kazalnik dobiček na celotna sredstva (ROA) dobimo iz razmerja med čistim dobičkom in celotnimi sredstvi.

$$\text{ROA} = \frac{\text{dobiček}}{\text{celotna sredstva}}$$

Kazalnik dobiček na celotna sredstva prikazuje donosnost celotnih sredstev podjetja. Kazalnik pokaže, koliko dobička podjetje ustvari s sredstvi s katerimi razpolaga. »Proučevanje tega kazalnika nam omogoči najboljši pogled v kakovost managementa« (Mastnak, 2009, 48).

2.1.2.2. Dobiček na kapital (ROE) return on equity

Kazalnik dobiček na kapital dobimo iz razmerja med čistim dobičkom in celotnim kapitalom.

$$\text{ROE} = \frac{\text{dobiček}}{\text{kapital}}$$

Kazalnik dobiček na kapital prikazuje kako učinkovito se plemeniti kapital podjetja. Za morebitne investitorje je to najpomembnejši kazalnik, ker pokaže, kolikšen donos podjetje dosega na denar, ki so ga vanj vložili. Visoka vrednost kazalnika dobiček/ kapital (ROE) in hkrati nizka vrednost kazalnika dobiček/sredstva (ROA) pomeni, da je podjetje prezadolženo (Mastnak, 2009, 49).

2.1.2.3 Čista profitna marža

Kazalnik čiste profitne marže dobimo iz razmerja med čistim dobičkom in skupnimi prihodki.

$$\text{čista profitna marža} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{skupni prihodki}}$$

Kazalnik čiste profitne marže iz poslovanja prikazuje, kolikšen del prihodkov iz poslovanja oziroma prodaje ostane podjetju po plačilu vseh poslovnih obveznosti. Visoke vrednosti tega kazalnika kažejo, da je podjetje v svoji panogi konkurenčno in da za svoje izdelke lahko oblikuje razmeroma visoke cene, ki so precej višje od stroškov proizvodnje. Majhna profitna marža kaže na nizko zmožnost podjetja, da samo postavlja svoje prodajne cene (navadno zaradi velike konkurence na trgu). Ob rasti cen surovin ali plač delavcev tako podjetje hitro zaide v finančne težave oziroma v izgubo (Mastnak, 2009, 50).

2.1.3 Kazalniki na delnico

2.1.3.1 Čisti dobiček na delnico (EPS) earnings per share

S kazalnikom EPS izračunamo, kolikšen del čistega dobička podjetja pripada posamezni delnici.

$$\text{EPS} = \frac{E - P}{\frac{n_l + n_{l-1}}{2}}$$

EPS – dobiček na delnico

E – dobiček večinskega lastnika

P – prednostne dividende

n_l – št. delnic brez lastnih delnic v letu

n_{l-1} – št. delnic brez lastnih delnic v prejšnjem letu

Izmed vseh informacij, ki so vsebovane v izkazu uspeha, investitorje najbolj zanima čisti dobiček oziroma jih še bolj zanima, koliko čistega dobička je podjetje ustvarilo na izdano delnico. Čisti dobiček na delnico (EPS) je na dolgi rok najpomembnejša določljivka gibanja tečaja delnice, saj bodo taka podjetja najverjetneje izplačevala dividende. Dolgoročno ponavadi rastejo tečaji delnic tistih podjetij, katerih čisti dobiček na delnico (EPS) raste najhitreje (Kleindienst, 2001, 272).

EPS je glavna komponenta pri izračunu kazalnika P/E – razmerja med tržno ceno delnice in dobička na delnico. Izračun EPS je bolj natančen, če v imenovalcu uporabimo tehtano povprečje števila delnic v obtoku (weighted average number of shares outstanding) na koncu obdobja. Na ta način dobimo popravljeni (diluted) EPS, ki nam pokaže skupno število delnic, ki so lahko v obtoku, če vse zamenljive vrednostne papirje in opcije spremenimo v delnice v določenem trenutku. Poleg tega podjetje v opazovanem obdobju lahko spremeni število izdanih delnic (izda nove delnice).

2.1.3.2 Razmerje cene in dobička na delnico P/E (price to earnings ratio)

S kazalnikom P/E (price to earnings ratio) oz. multiplikatorjem čistega dobička merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro dobička družbe oziroma za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe.

$$P/E = \frac{P}{EPS}$$

P – cena delnice na izbran dan

EPS – dobiček na delnico v zadnjem letu

Kazalnik P/E je najpogosteje uporabljen kazalnik, ki ga investitorji upoštevajo pri odločanju.

Da bi izračunali razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico, vzamemo ceno delnice na določen dan ter jo delimo z dobičkom na delnico v zadnjem letu.

Višje vrednosti tega kazalnika lahko pričakujemo pri podjetjih, ki izkazujejo velike rasti dobička, ali pri podjetjih, za katera se pričakuje, da bodo v prihodnje poslovala bolje, kot so v preteklosti (Mastnak, 2009, 53).

Kazalnik P/E je najbolj uporaben kot primerjava med podjetji, ki poslujejo v isti panogi, ali če primerjamo gibanja kazalnika P/E skozi zgodovino enega podjetja.

Slabost kazalnika P/E je v tem, da v svojem imenovalcu vsebuje dobiček na delnico (EPS). Čisti dobiček podjetja je kot računovodska kategorija najbolj dovzetna oblika za manipulacije.

Poleg tega je čisti dobiček računovodska kategorija, ki se precej razlikuje glede na uporabljene računovodske standarde. Pri obdavčitvi dobičkov (različne davčne stopnje v različnih državah), obračunu amortizacije (podjetje s čezmernim obračunavanjem amortizacije skrije del dobička), metodi vodenja zalog, izkazovanju dolgoročnih rezervacij. Pri podjetjih, ki izkazujejo dobiček 0 ali negativen dobiček, je kazalnik P/E neuporaben. Podjetja z negativnimi dobički izpadejo iz skupine primerljivih podjetij, kar povzroči pristranskost.

2.1.3.3 Knjigovodska vrednost na delnico (Book Value Per Share)

Za izračun knjigovodske vrednosti delnice uporabljamo formulo;

$$BVps = \frac{K - R}{N}$$

BVps – knjigovodska vrednost na delnico

K – kapital

R – rezerve za lastne deleže

N – št. Delnic brez lastnih delnic v letu

Knjigovodsko vrednost delnice dobimo tako, da celotni znesek lastniškega kapitala podjetja delimo s številom izdanih delnic, zmanjšanim za število odkupljenih lastnih delnic.

Primerjava tržne vrednosti delnice s knjigovodsko vrednostjo nam lahko pokaže, če so le-te precenjene ali podcenjene.

2.1.3.4 Razmerje cene in knjigovodske vrednosti delnice P/B (price to book value)

S kazalnikom P/B (price to book value) merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro knjigovodske vrednosti podjetja. Drugače povedano: s kazalnikom P/B računamo razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice.

$$P/B = \frac{P}{BV}$$

P – cena delnice na izbrani dan

B – knjigovodska vrednost delnice

Da dobimo razmerje med ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice vzamemo ceno delnice na določen dan ter delimo s knjigovodsko vrednostjo delnice v zadnjem letu.

Visoko vrednost tega kazalnika navadno dosegajo podjetja, ki imajo visok donos na kapital – ROE (Mastnak, 2009, 53).

Kazalnik P/B se tudi zelo pogosto uporablja pri vrednotenju delnic, čeprav ima tudi vrsto pomanjkljivosti. Knjigovodsko vrednost izračunamo iz preteklega poslovanja, delničarje pa zanima predvsem prihodnje poslovanje podjetja. Bilanca stanja podjetja namreč prikazuje knjigovodsko vrednost sredstev in obveznosti podjetja na osnovi preteklih poslovnih dogodkov. Vendar pa koristi, ki jih bodo prejeli delničarji, niso odvisne toliko od preteklega poslovanja, ampak od pričakovanih denarnih tokov v prihodnosti (Kleindienst, 2001, 220).

Druga slabost se kaže v tem, da se knjigovodska vrednost lahko uporablja tudi kot likvidacijski koncept (Kleindienst, 2001, 220). Če v bilanci stanja od celotnih sredstev odštejemo celotne obveznosti podjetja, dobimo znesek lastniškega kapitala, ki lastnikom podjetja ostane v primeru, da gre podjetje v danem trenutku v likvidacijski postopek ali stečaj. V likvidacijskem postopku pa niso zajeta neotipljiva sredstva, kot so človeški

potencial, vrednost blagovne znamke in dobro ime podjetja. Poštena vrednost podjetja je v resnici lahko večja, kot jo izkazuje knjigovodska vrednost.

Kazalnik P/B lahko uporabljamo za primerjavo med podjetji, ki so iz istih industrijskih panog, pri tem pa moramo upoštevati tudi razliko med donosnostjo lastniškega kapitala (ROE).

2.1.3.5 Prodaja na delnico SPS (Sales Per Share)

Prodajo na delnico izračunamo iz formule:

$$SPS = \frac{S}{\frac{n_1 + n_{1-1}}{2}}$$

SPS – prodaja na delnico

S – čisti prihodki iz poslovanja

n_1 – št. delnic brez lastnih delnic v letu

n_{1-1} – št. delnic brez lastnih delnic v prejšnjem letu

2.1.3.6 Razmerje cene in prodaje na delnico (Price To Sales)

S kazalnikom P/S (**Price To Sales**) merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za evro prihodkov družbe.

$$P = \frac{P}{S}$$

P – cena delnice na izbrani dan

S – prodaja na delnico

Prednost kazalnika P/S je, da v imenovalcu vsebuje prihodke podjetja, ki niso podvrženi računovodskemu manipuliranju, kot čisti dobiček podjetja. Prihodki od prodaje so

računovodska kategorija, ki se ne glede na uporabljene računovodske standarde med seboj ne razlikujejo. Dobički podjetij pa so odvisni od uporabljenih računovodskih standardov. S kazalcem P/S tako lahko primerjamo tudi podjetja, ki negativno poslujejo in imajo nestabilno poslovanje. Iz analize torej ne izločimo podjetja z negativnim dobičkom.

Pomanjkljivost kazalnika P/S, je da se osredotoča predvsem na prihodke podjetja, ne pa tudi na stroške, ki so povezani s poslovanjem podjetja. Podjetja, ki imajo višje stopnje rasti prihodkov, ocenimo z višjo vrednostjo kazalnika. V praksi se dogaja, da podjetjem poleg večjih prihodkov dobiček upada, ali pa večje prihodke ustvarjajo z večjim zadolževanjem. Kazalnik P/S nam ne da vpogleda v strukturo stroškov in produktivnost podjetja. Poleg tega pa ne vemo razmerja med dobičkom in prihodki podjetja oz. kakšno profitno maržo podjetje ustvarja.

2.1.3.7 Razmerje med tržno vrednostjo podjetja in dobičkom iz poslovanja pred davki, povečanim za amortizacijo EV/EBITDA

S kazalnikom EV/EBITDA (**enterprise value/earnings before interest, taxes, depreciation and amortization**) merimo, kolikšen del tržne vrednosti podjetja pripada dobičku iz poslovanja družbe.

$EV = \text{št. delnic} \times \text{vrednost delnice} + \text{neto dolg}$

$\text{neto dolg} = \text{dolgoročni dolg} + \text{kratkoročni dolg} - \text{denar} - \text{denarni ustrezniki}$

$EBITDA = \text{dobiček iz poslovanja (pred davki)} + \text{amortizacija}$

EV/EBITDA se uporablja kot dopolnitev kazalca P/E dobiček na delnico. S kazalcem EV/EBITDA je zajet tudi neto dolg podjetja, tako da smo seznanjeni s strukturo zadolženosti podjetja oziroma kakšne dolgoročne in kratkoročne obveznosti ter koliko likvidnih sredstev podjetje ima (denar in denarju ustrezni ekvivalenti).

Kazalec EV/EBITDA – (operativni dobiček pred davki povečan za amortizacijo) nam omogoča lažjo primerjavo z drugimi podjetji, saj se na ta način izognemo različnim davčnim stopnjam in različnemu načinu obračuna amortizacije. Pri kazalcu P/E niso zajeti dolgovi in amortizacija podjetja.

2.1.3.8 Razmerje med tržno vrednostjo podjetja in čistimi prihodki od prodaje EV/SALES (enterprise value/sales)

S kazalcem EV/SALES izračunamo, kolikšen del tržne vrednosti podjetja pripada čistim prihodkom.

EV – št. delnic x vrednost delnice + neto dolg

SALES – čisti prihodki od prodaje

Kazalec EV/SALES se uporablja kot dopolnitev kazalcu P/S. S kazalcem P/S ne moremo ugotoviti profitne marže podjetja oz. koliko je podjetje dobičkonosno.

S kazalcem EV/SALES zajamemo tako dolgove podjetja kot amortizacijo podjetja.

Slabost kazalcev EV/EBITDA in EV/SALES je, da z njimi lahko primerjamo le sorodna podjetja iz iste panoge, ki imajo podobna sredstva, ter jih podobno amortizirajo.

2.2 Dinamična metoda

Z dinamično metodo vrednotimo podjetja na dva osnovna načina:

1. model diskontiranih dividend (Dividend Discounted Model – DDM);
2. model diskontiranih denarnih tokov (Discounted Cash Flow – DCF).

Razlika med dinamično in statično analizo je v tem, da pri statični metodi primerjamo podobna podjetja iz iste panoge in skušamo določiti njihovo vrednost v trenutnem času, recimo na tisti dan, ko opravljamo analiziranje. Na ta način ugotovimo, ali trg napačno vrednoti določeno podjetje v primerjavi z drugimi podjetji, za točno oceno pa vzamemo povprečje. Slabost statične analize je, da temelji na računovodskih izkazih oziroma poslovnih dogodkih, ki so se zgodili v preteklosti, torej v analizi niso zajeti podatki, ki se nanašajo na prihodnje poslovanje podjetja. Kot investitorje v vrednostne papirje nas zanima predvsem prihodnja vrednost podjetja, ki pa je v največji meri odvisna prav od pričakovanih denarnih tokov. Zaradi tega so se razvile metode, s katerimi skušamo oceniti ali napovedati prihodnje denarne tokove podjetja za določeno obdobje in jih z ustrezno diskontno stopnjo diskontirati na sedanjo vrednost.

2.2.1 CAPM-model

»CAPM-model (Capital Asset Pricing Model) je model za določanje zahtevane donosnosti posamezne naložbe. Model podaja razmerje med tveganjem, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju premoženja (portfelja), in zahtevano donosnostjo te posamezne naložbe« (Berk, 2002, 64).

Formula za izračun CAPM-modela:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) * \beta$$

r_f – netvegana stopnja donosa (Risk Free Rate)

r_m – dolgoročna povprečna stopnja donosa določenega borznega indeksa

$(r_m - r_f)$ – tržna premija za tveganje posamezne naložbe (Equity Market Risk Premium)

- **Netvegano stopnjo donosa (r_f)** definiramo kot obrestno mero, ki ga prinaša investiranje v dolgoročne vrednostne papirje, kot so zakladne menice in obveznice razvitih držav z desetletnim donosom (državne obveznice ZDA).

- **Dolgoročno povprečno stopnjo donosnosti določenega borznega indeksa (r_m)** dobimo na podlagi zgodovinskih povprečnih letnih donosov, pridobljenih od investiranja v določen delniški trg. Povprečni zgodovinski letni donosi so izračunani kot aritmetično povprečje.

- **Beta (β)** meri odstopanje tveganja delnice določenega podjetja od tveganja povprečne delnice iz borznega indeksa. Če β delnice določenega podjetja znaša 1, pomeni, da je njeno tveganje enako povprečno tvegani delnici. Delnica takšnega podjetja se premika v isti liniji z borznim indeksom. Če je β večja od 1, je delnica nadpovprečno tvegana, in β manjša od 1, pomeni, da je delnica podpovprečno tvegana (Mramor, 1993, 331).

Beta, ki ima vrednost 1, predstavlja volatilnost določenega borznega indeksa, ki je uporabljen za predstavitev celotnega trga. Odstopanje vrednosti bete posamezne delnice izražamo kot stopnjo tveganosti delnice, ki je lahko višja ali manjša v primerjavi s celotnim trgom. Običajno delnice javnih podjetij imajo vrednost bete manjšo od 1, visoko tehnološka podjetja pa izkazujejo vrednost bete višjo od 1.

Beto lahko opredelimo tudi kot kazalnik volatilnosti določene delnice, ki izraža odnos med minimalnim tveganjem in maksimalnim donosom.

Izračun bete je za povprečnega investitorja zahteven postopek. Zanesljive vrednosti bete posameznih podjetij so izračunane in objavljene na spletnih straneh www.mscibarra.com, www.ibbotson.com, www.bloomberg.com.

• **Tržna premija za tveganje posamezne naložbe ($r_m - r_f$)** (Equity Market Risk Premium) predstavlja donos, ki ga investitorji pričakujejo kot nadomestitev za sprejemanje dodatnega tveganja pri investiranju v delniški trg in predstavlja razliko med dolgoročno povprečno stopnjo donosnosti borznega indeksa in netvegane stopnje donosa.

Iz formule CAPM-modela lahko ugotovimo, da investitorji zahtevajo nadomestilo za investirani kapital na dva načina: za časovno vrednost denarja in za sprejeto tveganje. Časovna vrednost denarja je predstavljena kot netvegana obrestna mera, ki investitorjem prinaša donos pri investiranju v naložbe z minimalnim tveganjem. V drugi polovici formule je predstavljena stopnja tveganja kot nadomestitveni znesek, ki ga investitorji zahtevajo za sprejemanje dodatnega tveganja. Izračuna se kot stopnja tveganja (β), ki primerja donos na sredstva skozi daljše časovno obdobje na delniškem trgu, pomnoženo s tržno premijo ($R_m - R_f$).

CAPM-model nam pomaga predvsem izračunati tveganost določene naložbe in kakšen donos od naložbe lahko pričakujemo. Zasnovan je na ideji, da so posamezne naložbe sestavljene iz dveh vrst tveganja:

- sistematično tveganje je tveganje, ki ga ne moremo odpraviti z razpršitvijo premoženja. Kot na primer spremembe obrestnih mer, recesija v gospodarstvu in vojna ali politična nestabilnost na določenem območju;
- nesistematično tveganje je tveganje, ki je specifično za posamezne delnice in se lahko delno odpravi z razpršitvijo premoženja, če investitorji povečajo število delnic v portfelju. Problem z razpršitvijo premoženja je v tem, da niti portfelj, ki je sestavljen povsem enako kot določen delniški indeks, ne more v celoti odstraniti sistematičnega tveganja.

CAPM-model dominira v sodobni finančni teoriji kljub temu, da temelji na močnih predpostavkah:

- vsi investitorji so po naravi nenaklonjeni tveganju;
- vsi investitorji imajo enake možnosti pri dostopu do informacij;
- na trgu je mogoče pridobiti neomejeno število kreditov po netvegani obrestni meri;

- investicije se lahko delijo na neomejeno število kosov in so lahko poljubne velikosti;
- pri trgovanju ni davkov, inflacije ter transakcijskih stroškov.

Poleg predpostavk, ki v tržnih razmerah niso realne, kot glavno pomanjkljivost CAPM-modela lahko opredelimo s komponentami njegove formule. Beta temelji na zgodovinskih podatkih. Izraža volatilnost določene delnice v primerjavi s celotnim trgom na podlagi preteklih statističnih podatkov in ni zanesljiv napovedovalec prihodnje tveganosti, ker se vrednost bete pri delnicah skozi čas spreminja. Podobno je tudi s tržno premijo za tveganje ($r_m - r_f$), ki je izračunana na podlagi pretekle povprečne donosnosti določenega borznega indeksa. S preteklimi donosi se ne da napovedati prihodnjih donosov.

2.2.2 Model diskontiranih dividend (DDM-model)

Finančna teorija trdi, da je vrednost delnice pravzaprav vrednost vseh pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, ki jih bo podjetje ustvarilo, diskontiranih na sedanjo vrednost z ustrezno prilagojeno stopnjo tveganja (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 5. 5. 2010).

Osnovna ideja dividendno-diskontnega modela: vsaka delnica je vredna toliko, kot bo investorjem ustvarila vrednost v obliki prihodnjih dividend.

Enostavna formula za izračun dividend, kjer predpostavljamo, da bo podjetje izplačevalo dividende za obdobje, ki ni določeno, je:

$$P_0 = \frac{\text{Div}}{r}$$

P_0 = vrednost delnice v sedanjem času

Div = pričakovana dividenda

r = diskontna stopnja

Model enakomerne rasti:

$$P_0 = \frac{\text{DPS} (1 + g)}{K_s - g}$$

DPS = pričakovane dividende, ki bodo prejete v enem letu

Ks = zahtevana stopnja za investiranje, ki je lahko ocenjena z uporabo CAPM-modela

g = ocenjena stopnja rasti dividend

Model enakomerne rasti je najbolj primeren za vrednotenje podjetij, ki imajo iz izkušenj dolgoročno stabilno rast. Na splošno, stabilna podjetja domnevno rastejo po stopnji, ki je enaka dolgoročni nominalni stopnji rasti ekonomije (inflacija plus realna rast BDP). Drugače povedano, model domneva, da je nemogoče, da bi podjetje raslo po 30 % stopnji neskončno, ker bi postalo večje od celotne ekonomije (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 5. 5. 2010).

Večstopenjski model – sestavljena enačba:

$$P_0 = \frac{\text{Div}_1}{1+r} + \frac{\text{Div}_2}{(1+r)^2} + \frac{\text{Div}_3}{(1+r)^3} + \frac{\text{Div}_4}{(1+r)^4} + \frac{\text{Div}_5}{(1+r)^4} \cdot \frac{r-g}{r-g}$$

Večstopenjska enačba približuje DDM-model realnosti pri predpostavkah, da bo podjetje skozi svoj obstoj šlo skozi različne faze rasti. Večstopenjski DDM-model lahko napove, da bo podjetje imelo dividendno rast od 4 % v naslednji 5 letih, 3 % v naslednjih treh letih in potem 2 % za neskončno obdobje.

2.2.3 Model diskontiranih denarnih tokov (DCF-model)

Matematično osnovo modela diskontiranih denarnih tokov (v nadaljevanju DCF-model) predstavlja koncept vrednosti denarja v času. DCF-model temelji na predpostavki, da je sedanja vrednost sredstev podjetja enaka pričakovani prihodnji vrednosti sredstev, diskontirani na sedanjo vrednost (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 5. 5. 2010).

$$PV = \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

PV = sedanja vrednost denarnega toka

CF_n = prihodnji denarni tok

r = diskontna stopnja

Filozofska zasnova DCF-modela temelji na domnevi, da sredstva podjetja imajo notranjo vrednost, ki je lahko ocenjena na podlagi njihovih značilnostih, kot so: pričakovani denarni tokovi, pričakovana rast in pričakovano tveganje (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 5. 5. 2010).

Informacije, ki jih potrebujemo pri DCF- modelu so:

- ocenitev življenjske dobe sredstev
- ocenitev denarnih tokov za čas življenjske dobe sredstev
- ocenitev diskontne stopnje uporabljene za diskontiranje denarnih tokov na sedanjo vrednost. (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ovhds/invZE/ValIntvo.pdf>, 5. 5. 2010).

Z uporabo modela diskontiranih denarnih tokov skušamo oceniti atraktivnost določene investicije. DCF-model je sestavljen iz nekaj bistvenih elementov, pri tem pa je najpomembneje izdelati projekcijo prihodnjih denarnih tokov, ki jih z določeno diskontno stopnjo diskontiramo na sedanjo vrednost (najpogosteje z uporabo WACC – weighted average cost of capital).

(1) EBIT
(2) * (1 – DAVČNA STOPNJA)
(3) + AMORTIZACIJA
(4) - CAPEX
(5) – SPREMEMBA V DELOVNEM KAPITALU
(6) = PROSTI DENARNI TOK PODJETJA

Tabela 1 : Izračun prostega denarnega toka podjetja

Vir: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 5. 5. 2010

Pridobljeno vrednost potem uporabimo za oceno donosnosti investicije. Če je vrednost, pridobljena z DCF-modelom, višja od sedanje vrednosti investicije, potem se lahko ta investicija izkaže kot dobra priložnost.

Formula za izračun diskontiranih denarnih tokov:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1 + WACC)} + \frac{CF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + WACC)^n}$$

Ključni cilj DCF-modela je ocena zneska, ki ga bomo prejeli od investicije in prilagoditev časovne vrednosti denarja. DCF-model se pogosto uporablja v praksi, vendar ima tudi določene slabosti. Majhna sprememba v vrednosti diskontne stopnje, ki jo vnašamo v formulo, v veliki meri vpliva na spremembo končne vrednosti podjetja.

Pri DCF-modelu uporabljamo dva različna pristopa. Prvi pristop oziroma diskontiranje prostih denarnih tokov podjetja (Free Cash Flow To The Firm) se tudi najpogosteje uporablja v praksi. Prosti denarni tokovi pripadajo vsem lastnikom podjetja, tako lastnikom lastniškega kapitala kot lastnikom dolžniškega kapitala. Proste denarne tokove, ki pripadajo vsem lastnikom kapitala, diskontiramo z ustrezno diskontno stopnjo oziroma s tehtanim povprečjem stroškov kapitala (WACC). Neto denarni tokovi (Free Cash Flow To Equity) po odšteti vseh obveznostih pripadajo samo lastnikom kapitala in se diskontirajo z zahtevano stopnjo donosnosti posamezne naložbe ali CAPM-modelom – Capital Assets Pricing Model (Jagarinec, 2008, 9).

DCF-model zahteva upoštevanje vseh faktorjev, ki vplivajo na poslovanje podjetja kot na primer prihodnjo rast prihodkov in profitne marže. Ker denarne tokove diskontiramo z diskontno stopnjo, moramo upoštevati tudi njene sestavne elemente (netvegano obrestno mero, beto, premijo za tržno tveganje in stroške kapitala).

Pri izdelavi DCF-modela v prvi vrsti moramo določiti dolžino obdobja, v katerem bomo napovedovali prihodnje denarne tokove podjetja. To obdobje je po navadi dolgo 5–10 let. Gre za napovedovanje denarnih tokov v eksplicitnem obdobju. Ko naredimo oceno prostega denarnega toka v eksplicitnem obdobju moramo še narediti oceno po eksplicitnem obdobju, sicer predpostavljamo, da bo podjetje po zadnjem načrtovanem letu, ki smo ga vnesli v model, prenehalo poslovati. Denarne tokove podjetja je težko napovedati za zelo kratko obdobje v prihodnosti, še težje pa je narediti napoved za celotno obdobje obstoja podjetja. Da bi to nalogo poenostavili, uporabljamo pristop končne vrednosti (Terminal Value), ki vključuje določene domneve o nadaljnji rasti denarnih tokov. Po eksplicitnem obdobju predpostavljamo, da se bo rast prihodkov podjetja upočasnila oziroma da bo

podjetje prišlo v obdobje zrele rasti. Stopnjo rasti prihodnjih denarnih tokov podjetja lahko ocenimo s povprečjem dolgoročno pričakovane rasti določenega gospodarstva ali BDP-ja. V našo oceno lahko vključimo različne domneve tudi takšne, da se bo podjetje razvijalo hitreje ali počasneje od gospodarstva. Stopnjo rasti, ki smo jo določili za konstanto, uporabimo za projekcijo rasti denarnih tokov do končne vrednosti.

Gordonova rastoča enačba:

$$\text{Končna vrednost} = \frac{\text{FCF}_t * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

FCF – prosti denarni tok zadnjega načrtovanega leta

g – dolgoročno pričakovana stopnja rasti denarnega toka

WACC – diskontna stopnja

Iz formule je razvidno, da se rast denarnega toka podjetja nadaljuje po isti stopnji rasti v neskončnost.

V zaključni fazi DCF-modela, ko že imamo izdelano projekcijo prihodnjih denarnih tokov ter določeno končno vrednost, pripravimo izračun skupne vrednosti podjetja (Enterprise Value).

Skupno vrednost podjetja dobimo tako, da prihodnje denarne tokove delimo z diskontno stopnjo in sedanje vrednosti seštejemo. Od skupne vrednosti podjetja odštejemo še neto dolg podjetja iz bilance stanja zadnjega leta, da dobimo točno oceno vrednosti kapitala. Pridobljeno vrednost imenujemo tudi poštena vrednost podjetja (Fair Value). Pri tem smo tudi zaključili DCF-vrednotenje. Da dobimo oceno notranje vrednosti posamezne delnice, pošteno vrednost podjetja delimo s številom delnic v obtoku. Če se z delnicami trguje po nižji ceni od notranje vrednosti, potem se lahko izkažejo kot ugodna priložnost za nakup.

2.2.3.1 Stroški kapitala (WACC)

S pojmom kapital označujemo vse dolgoročne vire financiranja podjetja: navadni lastniški kapital, prednostni lastniški kapital, dolgoročni dolg (in finančni zakup) (Berk, 2002, 80). Če smo bolj natančni, celotni kapital določenega podjetja lahko razdelimo na lastniški kapital in dolžniški. »Pri čemer lastniški kapital delimo na prednostne delnice in navadni lastniški kapital, ki ga sestavljajo osnovni kapital, zadržani dobički in vplačan presežek kapitala. Da bi lahko prišli do ocene WACC, moramo torej analizirati in določiti strošek vsake od vrst kapitala. Te stroške potem pomnožimo z deleži (utežmi) posamezne vrste kapitala v celotnem kapitalu podjetja in dobimo WACC« (Berk, 2002, 81).

$$WACC = W_d * r_d * (1 - t) + W_{ps} * r_{ps} * W_s + r_s$$

W_d – delež dolga v celotnem podjetju

W_{ps} – delež prednostnih delnic

W_s – delež navadnih delnic

r_d – strošek dolga

r_{ps} – strošek prednostnih delnic

r_s – strošek navadnih delnic

t – davčna stopnja

Kot je razvidno iz formule, je WACC pravzaprav mešanica stroškov lastniškega kapitala in stroškov dolga po obdavčitvi. Strošek dolga, ki ga podjetje plačuje posojilodajalcem, je določen z obrestno mero. Za razliko od dolga, lastniški kapital nima konkretne cene.

Lastniški kapital nadalje lahko razdelimo na:

- prednostni delniški kapital;
- navadni delniški kapital.

Prednostne delnice imajo po navadi fiksno določeno dividendo, kar nam omogoča enostaven izračun stroškov prednostnega kapitala. Pri navadnem delniškem kapitalu lastniki pričakujejo, da bodo dobili zahtevan donos na investirani kapital v podjetje. Z vidika podjetja lastniki navadnega delniškega kapitala zahtevajo stopnjo donosa, ki je strošek, ker če podjetje ne ustvari pričakovanega donosa, bodo lastniki enostavno prodali svoje lastniške deleže ali delnice in jih zamenjali za druge naložbe, to bo potem seveda

povzročilo, da se delnice podjetja pocenijo. Strošek navadnega delniškega kapitala najlažje opredelimo kot zahtevane stroške, ki so potrebni, da podjetje obdrži cene delnic na ravni pričakovanja investorjev. Najbolj sprejeta metoda za izračun delniškega kapitala je na podlagi CAPM-modela ali modela za določanje zahtevane donosnosti posamezne naložbe.

3 ANALIZA FARMACEVTSKE PANOGE

Delnice podjetij, ki kotirajo na organiziranih kapitalskih trgih, lahko razdelimo na DEFENZIVNE in CIKLIČNE. Podjetja iz defenzivnih panog so: farmacija, dobava električne energije in plina ter potrošne dobrine (trgovska podjetja). Podjetja cikličnih panog so predvsem iz avtomobilske industrije in tehnološka podjetja (proizvodnja računalnikov in računalniške opreme, internetna podjetja, mobilna telefonija itd.).

Za podjetja iz defenzivne panoge je značilno, da se v primeru večjih pretresov na borznih trgih ne odzivajo preveč volatilno oz. ne utrpijo takšnih upadov delniških tečajev, kot recimo delnice visoko tehnoloških podjetij, kar se je tudi zgodilo v letu 2000 s podjetji, ki so se ukvarjala z razvojem internetne tehnologije (pok internetnega balona), ali ob kocu leta 2007, ko se je uradno začela svetovna gospodarska kriza pri podjetjih iz avtomobilske industrije.

Farmacija velja za defenzivno panogo: tečaji delnic farmacevtskih podjetij v povprečju ne nihajo tako močno kot delnice visokotehnoloških podjetij. Poraba zdravil in povpraševanje po medicinski opremi se ne spreminja dramatično glede na to, ali je gospodarstvo v recesiji ali v ekspanziji. Poleg tega je za farmacevtsko panogo značilno, da ustvarja v povprečju višje profitne marže kot druge panoge in je tudi produktivno in tehnološko najbolj razvita panoga poleg panoge, ki se ukvarja s predelavo nafte. Povprečna profitna marža (return on revenues) za farmacevtsko panogo v letu 2008 je znašala 19,1 %.

Najdonosnejše panoge v letu 2008:

1. pridobivanje in predelava surove nafte 19,8 %;
2. farmacija 19,1 %;
3. tobačna industrija 12,3 %;
4. živilska industrija 11,9 %;
5. gospodinjski aparati 9,9 %;
6. telekomunikacije 7,5 %;
7. strojna industrija 7,1 %;
8. izdelava materialov in stekla 6,5 %;
9. letalska in obrambna industrija 6,2 %;
10. ladjedelništvo 6,1 %.

(vir:

<http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/performers/industries/profits/>, 14. 7. 2010).

Farmacevtska industrija deluje pod specifičnimi pogoji. Fiksni stroški, ki so potrebni za poslovanje farmacevtskih podjetij, so zelo visoki. Ocena stroškov, ki so potrebni za razvoj novega zdravila, se gibajo v razponu od 800 milijonov \$ do 1,2 milijarde \$. Življenjska doba patentne licence za zdravila, ki jo izdaja FDA (Federal Drug Asotiation) za prodajo na tržišču, znaša samo 8 let. Tako je doseganje visoke stopnje učinkovitosti za farmacevtska podjetja kritična (<http://bx.businessweek.com/pharmaceutical-industry/reference/>, 14. 7. 2010).

Za večino velikih farmacevtskih podjetij je značilna dobra likvidnost, solidna donosnost, konstanta stopnja rasti prihodkov in dobri ostali finančni kazalniki poslovanja.

V razvitih državah je opazen trend staranja in daljša pričakovana življenjska doba prebivalstva, zaradi česar se nenehno povečujejo izdatki za zdravstvo in zdravstveno oskrbo (Evropska komisija pričakuje, da se bo življenjska doba Evropejcev podaljšala leta 2060 za sedem let. (<http://www.finance.si/blog/6/632>, 14. 7. 2010)). Poleg tega pojav novih bolezni ustvarja potrebe po razvoju novih zdravil. Ljudje v razvitem delu sveta se vse bolj zavedajo pomena zdravega načina življenja. Zato ni nenavadno, da se izdatki za zdravstvene storitve in produkte farmacevtskih družb nenehno povečujejo. Zaradi navedenih dejstev lahko sklepamo, da se bodo prihodki farmacevtskih družb v prihodnosti povečevali.

	Prihodki v mio \$	Dobiček v mio \$	ROA v %	ROE v %	Profitna marža	Kapital/ Obveznosti
Johnson & Johnson	61.897,00	12.266,00	12,25 %	24,25 %	19,82 %	114,73 %
Roche Group	50.701,08	8.233,43	11,41	90,40	17,35	14,45
Pfizer	50.009,00	8.635,00	4,05	9,59	17,27	73,83
Glaxo-SmithKline	45.783,55	10.142,00	14,66	58,49	22,15	33,44
Novartis Group	44.267,00	8.454,00	8,85	14,71	19,10	151,04
AstraZeneca	32.804,00	7.544,00	13,74	36,23	23,00	61,06
Abbott	30.764,71	5.745,84	10,96	25,09	18,68	77,58
SanofiAventis	29.306,00	8.471,00	10,58	17,49	28,91	153,30
Merck&Co	27.428,30	13.024,00	11,62	21,18	47,48	76,77
Eli Lilly	21.836,00	4.328,80	15,76	44,98	19,82	215,18

Tabela 2: Največja farmacevtska podjetja, razvrščena po prihodkih v letu 2009

Vir: Poslovna poročila omenjenih podjetij in lastni izračuni

Kot je razvidno iz Tabele 2, imajo navedena podjetja visok donos tako na sredstva kot na lastniški kapital. To pomeni, da so nizko zadolžena in konkurenčna ter da stroške poslovanja lahko prenesejo na končnega porabnika. Visoka profitna marža jim ponuja veliko notranje rezerve v primeru, če se na trgu nepričakovano spremenijo okoliščine (zaradi višjih obrestnih mer, dražjih surovin, zahtev delavcev po višjih plačah itn.). V strukturi kapitala lahko opazimo, da se slaba polovica podjetij (Johnson & Johnson, Novartis Group, SanofiAventis, Eli Lilly) financira z večjim delom iz lastnega kapitala, kar jim omogoča stabilno poslovanje in zmožnost hitrega najema novih posojil.

3.1 Analiza poslovanja podjetja Krka, D. D.

Investicijske odločitve na podlagi temeljne analize zahtevajo podrobno analiziranje poslovanja podjetja. Kadar se odločamo za investiranje v delnice določenega podjetja, je vsekakor pomembno, da se seznanimo z njegovim poslovanjem v preteklosti. Na kapitalskih trgih se trguje s prihodnjimi tokovi določenega podjetja oziroma nas kot

investitorje zanima, kako bo podjetje poslovalo v prihodnosti. Da bi lahko ugotovili, kakšna bo prihodnost podjetja, ni dovolj, da analiziramo samo njegovo poslovno preteklost, temveč se moramo seznaniti tudi z dolgoročno strategijo, cilji, managementom in konkurenco podjetja. Z analizo računovodskih izkazov podjetja lahko vrednotimo preteklo poslovanje podjetja, ne moremo pa matematično ovrednotiti zaposlene v podjetju, človeški potencial oziroma njegovo prilagodljivost in odzivnost na negotove dogodke v prihodnjem poslovanju podjetja. V praktičnem delu diplomskega dela bomo analizirali računovodske informacije in poslovne dogodke, ki se nanašajo na celotno skupino Krke.

Krka je javna družba in eno od vodilnih generičnih farmacevtskih podjetij v svetu. Njen sedež je v Sloveniji. Podjetje ima več kot 50- letne izkušnje. Glavna dejavnost podjetja je proizvodnja in prodaja zdravil na recept. Po obsegu prodaje jim sledijo izdelki za samozdravljenje, veterinarski in kozmetični izdelki. Dejavnost podjetja dopolnjujejo zdraviliško turistične storitve (Krka, d. d., 2009).



Slika 3: Deleži posameznih skupin izdelkov

Krka, d. d., 2009, 53

Skupina Krka ima vodilni položaj na domačem trgu, močno pa je prisotna tudi na generičnih farmacevtskih trgih v:

- jugovzhodni Evropi (Hrvaška in Romunija);
- srednji Evropi (Poljska, Češka in Madžarska);
- vzhodni Evropi (Ruska federacija in Ukrajina);

V zadnjih letih je vse bolj prisotna na zahodnoevropskih trgih, zlasti v Veliki Britaniji, Nemčiji, Franciji in Italiji, v skandinavskih državah in državah Beneluksa. Proizvodno-distribucijske zmogljivosti ima v Sloveniji, na Poljskem in Hrvaškem, v Ruski federaciji in v Nemčiji.

Sodobna farmacevtska proizvodnja in vertikalno integrirani poslovni model Krkini skupini omogočata, da lahko kupcem v več kot 70 državah ponudi varna, kakovostna in učinkovita zdravila na recept, izdelke za samozdravljenje ter veterinarske in kozmetične izdelke. V Krkini ponudbi so večinoma izdelki v obliki trdnih farmacevtskih oblik. Osredotočena je na ponudbo generičnih zdravil na recept, ki jih tržijo pod lastnimi blagovnimi znamkami. Tudi v prihodnje se bo osredotočala na trženje in razvoj lastne prodajno-marketingške mreže, in sicer z ustanavljanjem podjetij ali z nakupom lokalnih farmacevtskih podjetij oziroma poslovnih akvizicij na izbranih trgih. Cilj skupine Krka je krepitev tržne pozicije (tržnih deležev) na evropskih trgih in trgih Srednje Azije (Krka, 2009).

3.1.1 Analiza preteklega poslovanja skupine KRKA, D. D., za obdobje od leta 2001 do 2009

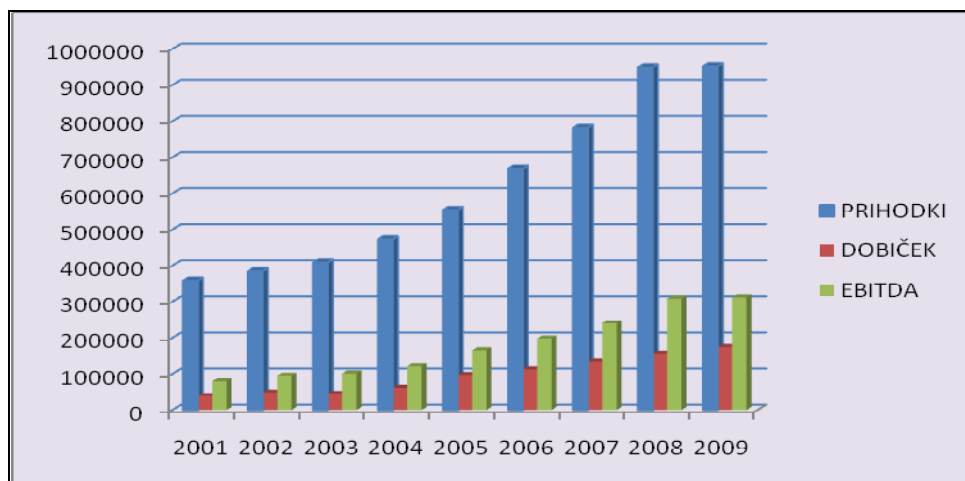
Z analiziranjem preteklega poslovanja podjetja ugotavljamo uspešnost poslovanja podjetja v opazovanem obdobju. Pri tem največ pozornosti namenjamo gibanju prihodkov in dobička. V naslednjem koraku poslovanje podjetja analiziramo z uporabo kazalnikov finančnega zdravja družbe, kazalniki donosnosti in s kazalniki na delnico. Dobljene rezultate potem primerjamo s konkurenčnimi podjetji.

SKUPINA KRKA v tis. €	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TRŽNA KAPITALIZACIJA	459.383,78	653.207,04	781.112,85	1.248.365,73	1.513.334,40	2.780.064,77	4.403.112,46	1.710.018,81	2.268.688,73
PRIHODKI	358.258,41	383.634,43	408.756,67	472.660,90	554.136,67	667.954,66	780.918,00	949.920,00	953.038,00
SPREMEMBA V PRIHODKIH	-	7,08 %	6,55 %	15,63 %	17,24 %	20,54 %	16,91 %	21,64 %	0,33 %
DOBIČEK	38.629,38	48.118,89	44.627,29	61.150,29	97.335,15	112.086,44	132.853,00	155.891,00	173.685,00
SPREMEMBA V DOBIČKU	-	24,57 %	-7,26 %	37,02 %	59,17 %	15,16 %	18,53 %	17,34 %	11,41 %
PROFITNA MARŽA	10,78 %	12,54 %	10,91 %	12,94 %	17,57 %	16,78 %	17,01 %	16,41 %	18,22 %
ROA	6,97 %	8,67 %	7,22 %	9,51 %	12,35 %	12,75 %	11,85 %	12,26 %	12,95 %
ROE	10,57 %	12,50 %	11,05 %	13,78 %	20,30 %	19,63 %	19,51 %	19,90 %	18,87 %
KAPITAL OBVEZNOSTI	204,22 %	226,36 %	188,50 %	222,63 %	155,37 %	185,22 %	154,58 %	160,60 %	218,79 %
EBITDA	78.605,48	94.846,29	101.474,37	120.750,14	164.849,00	198.200,00	239.880,00	308.390,00	311.667,00
EPS	-	14,24 €	13,21 €	18,09 €	29,80 €	3,32 €	3,93 €	4,61 €	5,14 €
PBvs	-	107,81 €	113,69 €	125,56 €	141,06 €	16,32 €	19,58 €	22,61 €	26,67 €
SPS	-	113,54 €	120,95 €	139,84 €	163,95 €	19,76 €	23,10 €	28,10 €	28,20 €
P/E	-	12,95	16,70	19,48	14,83	23,64	31,63	10,47	12,46
P/B	-	1,71	1,94	2,81	3,03	4,81	6,35	2,13	2,40
P/S	-	1,62	1,82	2,51	2,61	3,97	5,38	1,72	2,27
EV/EBITDA	-	7,83	9,08	11,36	9,54	14,28	19,45	6,17	7,27
EV/Sales	-	1,94	2,25	2,90	2,84	4,24	5,97	2,00	2,53
ŠT. IZDANIH DELNIC	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612	35.426.120	35.426.120	35.426.120	35.426.120

Tabela 3: Analiza poslovanja in izračuni kazalnikov na delnico za skupino Krka, d. d.

Vir: Letno poročilo skupine Krka, d. d., od leta 2001 do 2009 in lastni izračuni

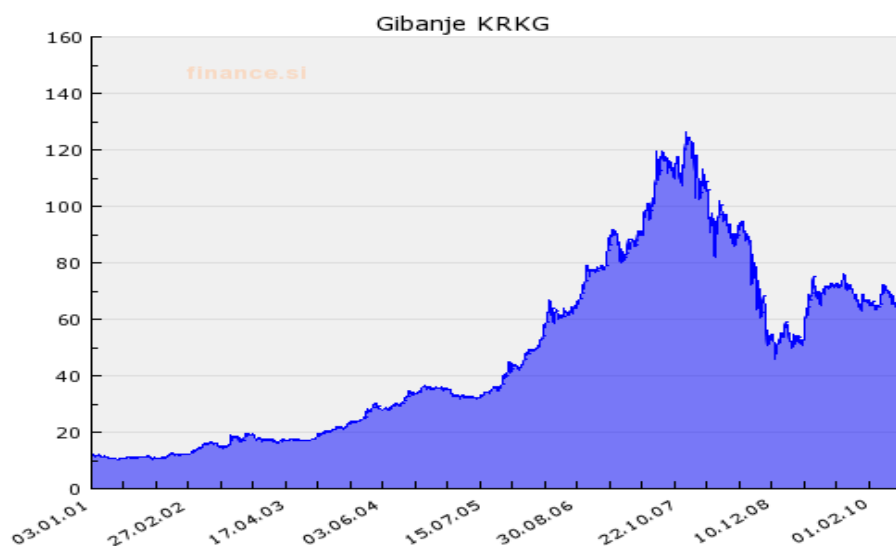
Iz zgornje tabele lahko opazimo, da so prihodek, dobiček in EBITDA pri skupini Krka kontinuirano naraščali v zadnjih devetih letih. Prihodek je iz leta 2008 na 2009 porasel samo za 0,33 %, kar bi lahko pripisali vplivu svetovne gospodarske krize. Povprečna letna profitna marža je v opazovanem obdobju znašala 14,80 %. Dobiček na sredstva (ROA) kot tudi dobiček na kapital (ROE) je dosegel visoke stopnje donosa, kar ukazuje na učinkovito poslovanje in konkurenčnost podjetja. V strukturi kapitala podjetje izkazuje več lastniškega kot dolžniškega kapitala, kar pomeni, da podjetje vodi konzervativno politiko poslovanja nizke zadolženosti. Dobiček na delnico (EPS), knjigovodska vrednost na delnico (PBvs) in prodaja na delnico (SPS) so tudi kontinuirano naraščali v opazovanem obdobju. V letu 2006 se je število izdanih delnic povečalo za desetkrat, tako da so dejanski izračuni omenjenih kazalcev na delnico desetkrat večji od leta 2006 naprej.



Graf 1: Grafični prikaz gibanja prihodkov, dobička in EBITDA od 2001 – 2009

Vir: Letna poročila skupine Krka d. d. od 2001-2009

Tržna kapitalizacija podjetja je tudi kontinuirano naraščala vse do konca leta 2007 ob pričetku svetovne finančne krize, kar se je odrazilo na ceno delnice Krke kljub temu, da je podjetje povečevalo dobiček in prihodke. Najvišji tečaj je delnica Krke dosegla 7. 12. 2007 pri 126,58 €, najnižjega 23. 12. 2008 pri 46,02 €. Na Sliki 4 je razvidno gibanje tečaja Krke v zadnjih desetih letih.



Slika 4: Gibanje tečaja KRKE

Vir: www.finance.si, 14. 7. 2010

3.1.2 Analiza podatkov, ki se nanašajo na prihodnje poslovanje skupine KRKA, D.D., do leta 2012

Ključni strateški cilji skupine Krka so doseganje najmanj 5-odstotne povprečne letne rasti prodaje, izraženo v EUR in ohranjanje najmanj 40-odstotnega deleža novih izdelkov v skupni prodaji in povečevanje stroškovne učinkovitosti izdelkov.

Skupina Krka namerava v prihodnosti nenehno krepiti konkurenčno prednost nabora izdelkov ob ohranjanju čim večjega deleža vertikalno integriranih izdelkov in izbrane izdelke kot prva generična zdravila lansirati na izbranih ključnih trgih. Izboljševati stroškovno učinkovitost uporabe sredstev in inovativnost ter ohraniti samostojnost (Krka, 2009, 28).

Cilj poslovanja skupine Krka v letu 2010 je doseči prodajo izdelkov in storitev predvidoma v vrednosti 1.008 milijonov EUR oziroma ustvariti 6-odstotno rast. Največja prodajna regija bo predvidoma Srednja Evropa, kjer načrtujejo tudi največjo rast prodaje. Ruska federacija bo ostala najpomembnejši posamičen trg. Delež prodaje na trgih zunaj Slovenije bo predvidoma več kot 89-odstoten. Zdravila na recept bodo predstavljala več kot 83-odstotni delež v prodaji in bodo dosegla pričakovano 6-odstotno rastjo prodaje. Zdravila na recept ostajajo najpomembnejša skupina izdelkov. Načrtovan je čisti dobiček v višini 159 milijonov EUR. Konec leta bo imela skupina Krka predvidoma 8430 zaposlenih, od tega 46 % v tujini. Naložbe v načrtovani vrednosti 176 milijonov EUR bodo namenjene predvsem povečanju in modernizaciji proizvodnih in razvojno-raziskovalnih zmogljivosti ter infrastrukture (Krka, 2009, 28).

4 IZRAČUN NOTRANJE VREDNOSTI DELNICE NA PRIMERU PODJETJA KRKA, D. D.

Samo iz finančnih kazalnikov in razmerij med ceno delnice in kazalniki na delnico ne moremo ugotoviti, če je cena delnice določenega podjetja ugodna za nakup ali je prevrednotena. Splošno pravilo je, da razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico ne sme presegati 15- kratnika dobička, ter razmerje med ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo ne sme presegati 1,5- kratnika knjigovodske vrednosti (Graham, 2003, 374).

4.1 Statična analiza

Da bi ugotovili pravo vrednost delnice določenega podjetja, jo moramo primerjati s cenami delnic drugih podjetij, ki so primerljiva. Ta podjetja morajo biti iz iste panoge in podobne velikosti po prihodkih, donosu na kapital ter profitni marži. Če želimo Krko primerjati z drugimi podjetji, se moramo ozreti na tuje kapitalske trge, ker podobnega podjetja na slovenskem trgu ne najdemo, saj Lek več ne kotira na Ljubljanski borzi. Zaradi tega iščemo primerljiva farmacevtska podjetja v tujini, ki so generiki oz. proizvajajo generična zdravila. Farmacevtska industrija se deli na inovatorje zdravil in generike. Inovatorji sami proizvedejo oz. pridejo do sestavin določenega zdravila, ki jih potem patentirajo. Generiki posnemajo inovatorje oz. skušajo isto zdravilo narediti po svoji formuli. Generična zdravila so zdravila, za katerih učinkovine nima nobena družba patentne zaščite. Običajno lahko farmacevtske družbe začnejo proizvajati generična zdravila, potem ko zapade patentna zaščita družbi, ki je prva naredila neko originalno zdravilo z neko učinkovino in to zaščitila. Tako ima družba, ki prva odkrije neko učinkovino, jo patentira in dobi odobritev regulatorjev za prodajo, nekaj let ekskluzivno pravico za njeno trženje. Po preteku patentne zaščite lahko tudi preostale družbe začnejo proizvajati generično zdravilo, ob tem pa lahko zaščitijo samo postopek pridobivanja učinkovine. Glavna odlika generičnih zdravil je v tem, da je njihova cena nižja, čeprav so večinoma enako učinkovita od originalnih.

V Tabeli 4 se nahajajo omenjena podjetja, ki so primerljiva s Krko. V tem postopku bomo uporabili primerjalno analizo.

4.1.1 Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi primerjalne vrednostne analize

Podjetja v okviru posamezne panoge in trga so navadno podobno vrednotena. To pomeni, da so vlagatelji za podjetja, ki imajo podoben potencial in podobno stopnjo tveganja, pripravljeni plačati podobno ceno.

Zamislimo si dve podjetji iz iste panoge. Za evro dobička podjetja A je treba odšteti 20 evrov (P/E znaša 20), za evro dobička podjetja B pa 10 evrov. Ker sta podjetji primerljivi (ista panoga in podobna velikost, donosnost ter tveganje), je delnica podjetja B cenejša od delnice podjetja A (Mastnak, 2007, 54).

	KRKA	EGIS	GEDEON RICHTER	STADA	RECORDATI
TRŽNA KAPITALIZACIJA	2.268.688.724,00	514.814.318,40	2.810.658.943,00	1.424.168.064,00	102.555.274,00
PRIHODKI	953.038.000,00	373.684.395,50	938.766.829,54	1.568.800.000,00	747.524.000,00
SPREMEMBA V PRIHODKIH	0,33 %	10,72 %	13,11 %	-4,71 %	8,39 %
DOBIČEK	173.685.000,00	46.156.009,42	179.115.548,20	100.748.000,00	110.556.000,00
SPREMEMBA V DOBIČKU	11,41 %	-5,94 %	23,12 %	30,73 %	10,09 %
PROFITNA MARŽA	18,22 %	12,35 %	19,08 %	6,42 %	14,79 %
EBITDA	311.667.000,00	71.371.322,11	243.139.874,20	188.388.000,00	197.019.000,00
SREDSTVA	1.341.032.000,00	518.494.041,60	895.707.807,50	2.451.759.000,00	823.479.000,00
KAPITAL	920.369.000,00	448.588.603,40	1.331.440.925,00	869.677.000,00	508.979.000,00
OBVEZNOSTI	420.663.000,00	69.905.438,18	1.511.477.484,00	1.582.052.000,00	202.775.000,00
KAPITAL OBVEZNOSTI	218,79 %	641,71 %	88,09 %	54,97 %	251,01 %
ROA	12,95 %	8,90 %	20,00 %	4,11 %	13,43 %
ROE	18,87 %	10,29 %	13,45 %	11,58 %	21,85 %
EPS	5,14 €	5,93 €	9,61 €	1,72 €	0,58 €
PBs	26,67 €	57,61 €	71,44 €	14,74 €	2,74 €
SPS	28,20 €	48,00 €	50,36 €	26,74 €	4,03 €
P/E	12,46	11,47	15,85	15,53	10,03
P/B	2,40	1,18	2,13	1,81	2,12
P/S	2,27	1,42	3,02	1,00	1,44
EV/EBITDA	7,73	7,30	9,98	12,31	5,29
EV/SALES	2,53	1,39	2,59	1,48	1,39
DIVIDENDNI DONOS	1,05 €	120 HUF 0,42 €	770 HUF 2,71 €	0,55 €	0,275 €
ŠTEVILO IZDANIH DELNIC	35.426.120	7.785.715	18.637.486	58.662.392	197.222.274,00
CENA DELNICE NA DAN: 7. 7. 2010	63,94 €	19.350 HUF 68,02 €	43.320 HUF 152,28 €	26,71 €	5,82 €

Tabela 4: Primerjava podobnih podjetij na trgu po poslovanju in vrednosti

Vir: Letna poročila omenjenih družb in lastni izračuni

Kot je razvidno iz Tabele 4, analiza pokaže občutna odstopanja pri vrednotenju različnih podjetij. Madžarski Gedeon Richter in nemška Stada izstopata od drugih podjetij, zaradi tega lahko sklepamo, da na njihovo tržno ceno vplivajo drugačni dejavniki kot pri preostalih podjetjih. Madžarski Gedeon Richter ima visoke koeficiente P/E, P/S in EV/EBITDA nemška Stada pa visok koeficient P/E in EV/EBITDA. Vključitev teh dveh podjetij bo nerealno vplivalo na povprečno vrednotenje.

Za primerjalno analizo moramo imeti vsaj pet primerljivih podjetij, ki so iz iste panoge in so približno enako velika, imeti morajo približno enako donosnost (kazalnik ROE) in približno enako stopnjo tveganja (podoben kazalnik obveznosti/sredstva) (Mastnak, 2007, 53).

V praksi zelo težko najdemo podobna podjetja. Ker v tej panogi imamo premalo podobnih podjetij Stado ter Gedeon Richter ne bomo izključili iz analize.

Iz kazalcev P/E, P/B, P/S in dividendnega donosa izračunamo povprečne vrednosti posameznega kazalca, potem pa z njimi ovrednotimo delnico KRKE.

KRKA KAZALNIKI NA DELNICO		POVPREČNA VREDNOST KAZALNIKA PRI PRIMERLJIVIH PODJETJIH	VREDNOST DELNICE KRKE GLEDE NA POVPREČNI KAZALNIK PRIMERLJIVIH PODJETIJ
EPS = 5,14 €	P/E	13,22	67,95
BVps = 26,67 €	P/B	1,81	48,27
SPS = 28,20 €	P/S	1,72	48,50
DIVIDENDNI DONOS = 13,06 €	DIVIDENDA	1,00	13,06
POVPREČNA OCENA VREDNOSTI			44,45 €

Tabela 5: Povprečna ocena vrednosti Krkine delnice

Vir: Lastni izračuni

Vrednost Krke izračunamo tako, da povprečje posameznega kazalnika pomnožimo z ustrezno vrednostjo KRKE.

Povprečna vrednost pri primerljivih podjetjih $P/E = 13,22$

Dobiček na delnico KRKE = 5,14 EUR

$13,22 \times 5,14 \text{ EUR} = 67,95 \text{ EUR}$

Iz izračuna lahko ugotovimo, da povprečna ocena vrednosti KRKE znaša 44,45 EUR. Analiza, ki smo jo uporabili pri vrednotenju KRKE, se drugače imenuje tudi statična analiza.

Le-ta nam pokaže, koliko je podjetje vredno v določenem trenutku. Ker smo v analizi vzeli ceno delnice na dan 7. 7. 2010, ko je cena delnice znašala 63,94 EUR, ugotovimo, da je cena delnice precenjena glede na primerljiva podjetja in kot investitor, ki uporablja primerjalno analizo, se ne bomo odločili za nakup.

Zaradi pomanjkljivosti kazalcev P/E, P/B in P/S, ki smo jih navedli v teoretičnem delu, bomo podjetja vrednotili še z uporabo kazalnikov EV/EBITDA in EV/SALES.

KRKA KAZALNIKI NA DELNICO	KAZALNIKI NA DELNICO PRIMERLJIVIH PODJETIJ	EGIS	GEDEON RICHTER	STADA	RECORDATI
EPS 5,14	P/E	11,47	15,85	15,53	10,03
SPS 28,20 €	P/S	1,42	3,02	1,00	1,44
EV/EBITDA 8,27 €	EV/EBITDA	7,30	9,98	12,31	5,29
EV/Sales 25,27 €	EV/Sales	1,39	2,59	1,48	1,39
BVps 26,67 €	P/B	1,18	2,13	1,81	2,12

Tabela 6: Izračun vrednosti Krkine delnice na podlagi kazalcev EV/EBITDA in EV/SALES

Vir: Lastni izračuni

V tem primeru bomo vsaki kazalnik Krke pomnožili z ustrežno vrednostjo konkurenčnega podjetja, da dobimo povprečno vrednost Krkine delnice.

	EGIS	GEDEON RICHTER	STADA	RECORDATI	POVPREČJE
P/E	58,96	81,47	79,82	51,55	67,95
P/S	40,04	85,16	28,20	40,61	48,50
EV/EBITDA	60,37	82,53	101,80	43,75	72,11
EV/Sales	35,13	65,45	37,40	35,13	43,28
P/B	31,47	56,81	48,27	56,54	48,27
POVPREČJE					56,02 €

Tabela 7: Izračun povprečne vrednosti Krkine delnice s kazalci EV/EBITDA in EV/SALES

Vir: Lastni izračuni

Z vrednostno analizo smo ugotovili, da cena delnice Krke na dan 7. 7. 2010 znaša 56,02 evra. Če iz analize izključimo Gedeon Richter in Stado, dobimo ceno delnice Krke od 90,71 EUR, kar je dosti dražje od trenutne tržne cene. Razpon cene delnice Krke, ki je dolgoročno ugodna za nakup glede na primerljiva podjetja, je od 56,02 do 90,71 EUR. Po temeljni analizi je trenutna cena od 63,94 EUR ali nižja ugodna za nakup.

4.2 Dinamična metoda

DCF analizo ali metodo vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov lahko uporabimo kot kontrolo pridobljene vrednosti na podlagi relativnega vrednotenja.

4.2.1 Izračun zahtevane stopnje donosa na podlagi CAPM-modela

Zahtevano stopnjo donosa posamezne naložbe moramo določiti, da bi lahko izračunali notranjo vrednost delnice na podlagi dividendno- diskontnega modela in pri diskontiranju denarnih tokov podjetja. Zahtevana stopnja donosa posamezne naložbe je ena od komponent, ki jih zahteva formula obeh modelov.

r_f – stopnja donosa za netvegano naložbo (risk free rate) izračunamo tako, da od donosa 30-letnih ameriških obveznic odštejemo stopnjo inflacije v ZDA in dodamo stopnjo inflacije v Sloveniji. Donosnost 30-letnih ameriških državnih obveznic znaša 4,375 % (vir:

<http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>, 30. 8. 2010). Povprečna stopnja inflacije v zadnjih 6 mesecih v ZDA znaša 2,065 % (vir: http://www.inflationdata.com/inflation/inflation_rate/historicalinflation.aspx, 30. 8. 2010). Povprečna letna inflacija v Sloveniji v zadnjih 6 mesecih znaša 1,8 %.

$$r_f = 4,375 - 2,065 = 2,31 + 1,8$$

$$r_f = 4,11 \%$$

$(r_m - r_f)$ – pričakovana stopnja donosa tržnega premoženja za Slovenijo znaša 5,40 % (vir: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 30. 8. 2010).

β – za farmacevtsko panogo (drug) znaša 1,11 (vir: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 30. 8. 2010), tako da iz formule $r_i = r_f + (r_m - r_f) * \beta$ dobimo, da je stopnja donosa za netvegano naložbo

$$r_i = 4,11 \% + (5,40\% * 1,11)$$

$$r_i = 10,05 \%$$

4.2.2 Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi dividend

V izračunu notranje vrednosti delnice Krke na podlagi modela diskontiranih dividend predvidevamo, da bo stopnja rasti dividend (g) enaka dolgoročno pričakovani stopnji rasti prihodkov podjetja v prihodnosti.

$$P_0 = \frac{\text{EPS} * (1 + g)}{K_s - g} = \frac{5,14 * (1 + 5 \%) }{10,05 \% - 5 \%} = 106,87 \text{ €}$$

4.2.3 Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi diskontirane vrednosti denarnih tokov

Kadar računamo notranjo vrednost delnice na podlagi diskontirane vrednosti prihodnjih denarnih tokov v prvi fazi, moramo določiti prihodnje gibanje prihodkov podjetja. V

našem primeru smo se odločili za bolj realno napoved rasti prihodnjih prihodkov, ki je v skladu z dolgoročnimi cilji poslovanja skupine Krka.

	2010 (I–VI)	2010 (VII–XII)	2011	2012	2013	2014	2015
PRIHODKI	500.032.000	507.968.000	1.068.480.000	1.132.588.800	1.200.544.128	1.296.587.658	1.400.314.671
RAST PRIHODKOV V %	4,64 % (I–VI2009)	6,90 % (VII–XII2009)	6,00 %	6,00 %	6,00 %	8,00 %	8,00 %
EBIT	106.887.000	118.915.309	250.131.168	265.139.038	282.381.871	303.531.171	327.813.665
% EBIT V PRIHOKIH	21,38 %	23,41 %	23,41 %	23,41 %	23,41 %	23,41 %	23,41 %
DAVČNA STOPNJA	20,26 %	23,30 %	23,30 %	23,30 %	23,30 %	23,30 %	23,30 %
AMORTIZACIJA	39.672.000	40.637.440	85.478.400	90.607.104	96.043.530	103.727.013	112.025.174
% AMORTIZACIJE V PRIHODKIH	7,93 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %
CAPEX	47.604.000	48.764.928	106.848.000	124.584.768	132.059.854	155.590.519	168.037.761
% CAPEX V PRIHODKIH	9,52 %	9,60 %	10,00 %	11,00 %	11,00 %	12,00 %	12,00 %
DELOVNI KAPITAL	398.571.000	404.908.279	429.202.776	454.954.942	482.252.239	520.832.418	562.499.011
Δ DELOVNEGA KAPITALA	48.390.000	6.337.279	24.294.497	25.752.167	27.297.297	38.580.179	41.666.593

Tabela 8: Načrtovanje prihodkov, EBIT, davkov, amortizacije, CAPEX in delovnega kapitala

Vir: Letno poročilo skupine Krka in lastni izračuni

Dobiček iz poslovanja (EBIT) in amortizacijo smo določili na podlagi povprečne stopnje omenjenih kategorij v prihodkih od leta 2001 do 2009. Povprečno efektivno davčno stopnjo smo izračunali za obdobje zadnjih 5 let. Stopnja CAPEX v prihodkih podjetja je v letu 2009 znašala 9,60 %, vendar smo izhajali iz dejstva, da bo podjetje v prihodnosti zopet povečevalo investicije zaradi ohranitve konkurenčnega položaja na trgu. Delovni kapital podjetja pa se povečuje sorazmerno s prihodki podjetja.

	2010(I-VI)	2010(VII-XII)	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	106.887.000	118.915.309	250.131.168	265.139.038	282.381.871	303.531.171	327.813.665
* (1 – davčna stopnja)	(1 – 0,2026)	(1 – 0,233)	(1 – 0,233)	(1 – 0,233)	(1 – 0,233)	(1 – 0,233)	(1 – 0,233)
+ Amortizacija	39.672.000	40.637.440	85.478.400	90.607.104	96.043.530	103.727.013	112.025.174
– (CAPEX)	47.604.000	48.764.928	106.848.000	124.584.768	132.059.854	155.590.519	168.037.761
– (Δ Delovni kapital)	48.390.000	6.337.279	24.294.497	25.752.167	27.297.297	38.580.179	41.666.593
= FCFF	28.909.694	76.743.275	146.186.509	143.631.811	153.273.274	142.364.723	153.753.901

Tabela 9: Izračun prihodnjih prostih denarnih tokov podjetja

Vir: Lastni izračuni

V Tabeli 9 smo iz formule za izračun prostih denarnih tokov podjetja pridobili prihodnje vrednosti denarnih tokov. Kot začetno obdobje v naši analizi smo vzeli prvo polletje 2010. V nadaljevanju bomo še izračunali končno vrednost (terminal value) podjetja po eksplicitnem obdobju.

$$\text{Končna vrednost} = \frac{\text{FCF}_t * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

FCF – prosti denarni tok zadnjega načrtovanega leta
g – dolgoročno pričakovana stopnja rasti denarnega toka
WACC – diskontna stopnja

$$\text{Končna vrednost} = \frac{153.753.901 * (1 + 2,7\%)}{8,3698104 \% - 2,7 \%} = \frac{157.905.256,30}{0,0562404} = 2.785.365.312 \text{ €}$$

V modelu za določanje končne vrednosti podjetja (terminal value) smo določili, da je dolgoročno pričakovana stopnja rasti denarnega toka enaka dolgoročni napovedi za rast slovenskega gospodarstva, ki znaša 2,70 %.

WACC – tehtano povprečje stroškov kapitala oziroma diskontno stopnjo, s katero bomo diskontirali prihodnje denarne tokove na sedanjo vrednost, lahko izvedemo iz formule:

WACC = stroški dolga + stroški lastniškega kapitala

$$\text{WACC} = W_d [r_d * (1 - t)] + W_k [r_f + \beta * (r_m - r_f)]$$

$$\text{WACC} = 0,326 [6,0 * (1 - 0,2026)] + 0,674 [4,11 + 1,11(5,40)]$$

$$\text{WACC} = 8,3698104 \%$$

W_d – **delež dolga** v obveznostih do virov sredstev znaša 32,60%

r_d – **strošek dolga** EOM po katerem si lahko podjetja sposodijo denar pri bankah.

t – davčna stopnja, po kateri je obdavčen dobiček

W_k – delež lastniškega kapitala v celotnih obveznostih do virov sredstev znaša 67,40 %

Vrednost WACC smo izračunali na dan 30. 6. 2010 iz Krkeinega polletnega poročila.

Načrtovano obdobje	2010 (VII–XII)	2011	2012	2013	2014	2015	KONČNA VREDNOST
FCFF	76.743.275	146.186.509	143.613.811	153.273.274	142.346.723	153.753.901	2.785.365.312

Tabela 10: Izračun končne vrednosti podjetja

Vir: Lastni izračuni

$$\text{Iz formule DCF} = \frac{CF_{2010}}{(1 + WACC)} + \frac{CF_{2011}}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{CF_{\text{terminal value}}}{(1 + WACC)^n} \text{ dobimo, da je sedanja}$$

vrednost podjetja (enterprise value) 2.226.350.699 €. Od te vrednosti moramo še odšteti neto dolg podjetja, ki na dan 30. 6. 2010 znaša 102.777.000 €, da dobimo pošteno vrednost podjetja (fair value). Pošteno vrednost podjetja delimo s številom delnic v obtoku in dobimo sedanjo vrednost delnice, ki znaša 62,84 €. Tržna cena delnice Krke na dan 7. 7. 2010 znaša 63,94 €, kar pomeni, da je delnica po našem modelu vrednotenja za 2,00 % precenjena.

Končno oceno notranje vrednosti delnice Krke bomo določili iz povprečne vrednosti treh metod, s katerimi smo opravili analizo.

	OCENA VREDNOSTI DELNICE KRKE
RELATIVNA METODA VREDNOTENJA	90,71 €
METODA DISKONTIRANIH DIVIDEND	106,87 €
METODA FCFF	62,84 €
POVPREČJE	86,81 €

Tabela 11: Končna ocena vrednosti delnice Krke

Vir: Lastni izračuni

Po naši oceni je tržna vrednost delnice Krke (na dan 7. 7. 2010) za 26 % nižja od notranje vrednosti, kar pomeni, da se bomo odločili za nakup delnic omenjenega podjetja.

5 SKLEP

Aktualna svetovna finančna kriza je pokazala, da zanesljivih in varnih naložb ni. Tudi naložbe, ki so tradicionalno veljale za zelo konzervativne, so se izkazale kot nezanesljive oziroma da lahko izgubijo svojo realno vrednost (kriza na nepremičninskem trgu v ZDA). Zaradi tega se v današnjem času javlja potreba po vrednotenju sredstev. Vsako sredstvo, finančno kot tudi realno, ima vrednost. Ključ uspešnega investiranja in upravljanja teh sredstev leži v razumevanju ne samo vrednosti, ampak tudi izvora te vrednosti. Vsako sredstvo se lahko vrednoti, vendar se nekatera sredstva lažje vrednotijo od drugih in podrobnosti vrednotenja se lahko razlikujejo od primera do primera.

Večina analiz vrednotenja delnic temelji na metodah relativnega vrednotenja. Metodo diskontiranih denarnih tokov ali DCF analizo uporabljamo, da bi preverili vrednost, pridobljeno z metodo relativnega vrednotenja.

Kadar vrednotimo določeno podjetje, se moramo v vsakem trenutku zavedati, da metode, ki smo jih uporabili v diplomskem delu, imajo tako prednosti kot tudi določene pomanjkljivosti.

Cilj relativnega vrednotenja je dobiti oceno vrednosti delnic podjetja na podlagi primerjave s ceno delnic podobnih podjetij na trgu. Relativno vrednotenje sloni na tržnih podatkih in je namenjeno določanju vrednosti podjetja na osnovi primerjave podjetja s primerljivimi podjetji, ki kotirajo na organiziranem trgu kapitala (metoda multiplikatorjev ali kazalnikov na delnico).

Prednost relativnega vrednotenja je v tem, da upošteva trg kot najboljšega ocenjevalca vrednosti podjetja in odraža trenutne razmere na trgu. Metoda relativnega vrednotenja je dosti lažje razumljiva v primerjavi z metodo diskontiranja denarnih tokov in zahteva dosti manj predpostavk v analizi. Glede na to, da relativna metoda vrednotenja odraža trenutne razmere na trgu, je možno, da precenjuje vrednost podjetja, ko so primerljiva podjetja na trgu precenjena, in podcenjuje vrednost podjetja, ko so primerljiva podjetja na trgu podcenjena. Poleg tega različni računovodski standardi in različna davčna zakonodaja med posameznimi državami otežuje primerljivost med podjetji.

DCF analiza ali metoda diskontiranih denarnih tokov sloni na določenih predpostavkah, ki v tržnih razmerah niso realne. Največje kritike stroka pripisuje CAPM-modelu in komponentam, ki sestavljajo njegovo formulo, vendar je zaradi svoje enostavnosti najpogostejše uporabljan v vrednostnih analizah. Končni rezultat pri metodi diskontiranja denarnih tokov je močno odvisen od podatkov, ki jih vnašamo v model. Že zelo majhna sprememba ali odstopanja pri podatkih, ki se nanašajo na pričakovano prihodnje poslovanje podjetja, lahko pripeljejo do napačne ocene vrednosti podjetja.

V diplomskem delu smo vrednotili delnico skupine Krka, d. d., ker omenjeno podjetje deluje v farmacevtski panogi. Določena podjetja iz farmacevtske panoge dosegajo visoke profitne marže, stabilno poslujejo in imajo možnost za stabilno rast prihodkov v prihodnosti. Nakup delnic podjetij iz farmacevtske panoge po tržni ceni, ki je nižja od notranje vrednosti, nam lahko zagotovi dolgoročno varno naložbo z zadovoljivim donosom.

Glavni cilj diplomskega dela je bil dokaz, da tržna cena delnice Krke trenutno odstopa od njene notranje ali realne vrednosti delnice. Z relativno metodo vrednotenja smo primerjali ceno Krkine delnice s podjetji, ki delujejo v isti panogi. Na ta način smo določili ceno Krkine delnice na dan vrednotenja. Kadar smo v analizo vključili vsa podjetja, smo ugotovili, da je tržna cena Krkine delnice trenutno višja od njene notranje vrednosti glede na primerljiva podjetja. Ko pa smo iz analize izključili podjetje Gedeon Richter, ki ima visoke koeficiente P/E, P/S, EV/EBITDA in Stado, ki ima visok koeficient P/E in EV/EBITDA, smo ugotovili, da je tržna cena delnice dolgoročno podcenjena. Pri naši analizi vrednotenja Krkine delnice smo uporabili še dinamično metodo (diskontno dividendni model in diskontiranje prostih denarnih tokov podjetja). Z dinamično metodo smo želeli opraviti kontrolo ocene, ki smo jo pridobili z metodo relativnega vrednotenja tako, da smo naredili projekcijo Krkinih prostih denarnih tokov v prihodnost, ki smo jih potem diskontirali na sedanjo vrednost. Ocena rasti načrtovanih prihodnjih prihodkov je temeljila na realni in ne na optimistični oceni. Naša predvidevanja so temeljila na predpostavkah, ki so v skladu z dolgoročnimi poslovnimi cilji skupine Krka. V prvih treh letih bodo prihodki naraščali po 6 % letno, zadnji dve leti po 8 % letno. Sicer so prihodki skupine Krka v prejšnjih devetih letih dosegali povprečno letno rast od 11,77 %, tako da bi

optimistična napoved v dinamični analizi dala večjo vrednost oziroma bi notranja vrednost Krkine delnice bila nekoliko večja od ocenjene vrednosti 62,84 €.

Glede na rezultate, ki so pridobljeni v analizi, smo potrdili teze in izpolnili postavljene cilje, saj smo z uporabo različnih metod ugotavljali, kdaj je Krkina delnica ugodna za nakup. Ocenjevanje vrednosti delnice določenega podjetja zahteva od analitika določeno mero objektivnosti in nepristranskosti. Poleg tega lahko z gotovostjo trdimo, da je vrednotenje delnic zahtevno področje. Dva analitika, ki ločeno eden od drugega vrednotita isto podjetje, ne bosta prišla do enakega končnega rezultata, ker dinamična analiza zahteva veliko predpostavk, ki so odvisne od naših pričakovanj v prihodnosti.

6. UPORABLJENA LITERATURA IN VIRI

LITERATURA

1. Berk, Aleš. Lončarski Igor. Zajc Igor. Poslovne finance. Ljubljana. Ekonomska fakulteta. 2002.
2. Graham, Benjamin. Modri investitor. Ljubljana. Soleco. 2009.
3. Jagarinec, Primož. Ocena notranje vrednosti podjetja Novartis s pomočjo metode DCF. Diplomsko delo. Ljubljana. Ekonomska fakulteta. 2008.
4. Kleindienst, Robert. Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana. GV Založba. 2001.
5. Mastnak, Simon. Kako do visokih donosov in ob tem mirno spati. Ljubljana. Časnik Finance. 2007.
6. Mramor, Dušan. Uvod v poslovne finance. Ljubljana. Gospodarski vestnik. 1993.
7. Šuštar, Rozalija. Analiza bilanc in revizija. Ljubljana. Zavod IRC. 2009

SPLETNI VIRI

1. Betas by Sectors. [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 30. 8. 2010.
2. Books. Investment Valuation. Chapter 13. Dividend Discounted Model, [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 5. 5. 2010.
3. Country Default Spreads and Risk Premiums. Damodaran Database 2010, [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 30. 8. 2010.
4. Discounted Cash Flow Valuation: Basics str. 15, [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 5. 5. 2010.
5. New York, NY (S & P) Valuation, Summer 2005, Presentation. Discounted Cash Flow Valuation str. 4, [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 5. 5. 2010.
6. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ovhds/invZE/ValIntvo.pdf>, 5. 5. 2010.
7. Valuation: Aswath Damodaran. Approches to Valuation str. 4, [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 5. 5. 2010.
8. <http://bx.businessweek.com/pharmaceutical-industry/reference/>, 14. 7. 2010.
9. <http://www.finance.si/blog/6/632>, 14. 7. 2010.
10. <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=1868>, 15. 3. 2010.
11. http://www.mf.gov.si/slov/vredn_papirji/min_don_februar_2010.htm, 15. 3. 2010.

12. <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/performers/industries/profits/>, 14. 7. 2010.
13. <http://www.zpiz.si/src/msp/201002/index.html>, 15. 3. 2010.
14. Letno poročilo 2009 družbe Johnson&Johnson,
[URL: <http://www.investor.jnj.com/2009annualreport/pdf/2009-annual-report.pdf>],
14. 7. 2010.
15. Letno poročilo 2009 družbe Roche, [URL:
http://ir2.flife.de/data/roche/igb_html/index.php?bericht_id=1000004&lang=ENG],
14. 7. 2010.
16. Letno poročilo 2009 družbe Pfizer,
[URL: <http://media.pfizer.com/files/annualreport/2009/financial/financial2009.pdf>],
14. 7. 2010.
17. Letno poročilo 2009 družbe GlaxoSmithKline,
[URL: <http://www.gsk.com/investors/rep09/GSK-Report-2009-full.pdf>], 14. 7.
2010.
18. Letno poročilo 2009 družbe Novartis,
[URL:
http://ir2.flife.de/data/novartis2009/igb_html/index.php?bericht_id=1000002&index=182&lang=ENG], 14. 7. 2010.
19. Letno poročilo 2009 družbe AstraZeneca,
[URL:
http://www.astrazenecaannualreports.com/2009/downloads/AstraZeneca_ARA_09.pdf], 14. 7. 2010.
20. Letno poročilo 2009 družbe Abbott,
[URL: http://www.abbott.com/annual-reports/2009/01_earnings_statement.html],
14. 7. 2010.
21. Letno poročilo 2009 družbe SanofiAventis,
[URL: http://en.sanofi-aventis.com/binaries/20F_2009_tcm28-27683.pdf], 14. 7.
2010.
22. Letno poročilo 2009 družbe Merck&Co,
[URL: http://www.merck.com/finance/annualreport/ar2009/pdf/Merck_form_10-k.pdf], 14. 7. 2010.

23. Letno poročilo 2009 družbe Eli Lilly, [URL:
<http://files.shareholder.com/downloads/LLY/1001642939x0x357090/99D528C9-E7DF-48E2-99B0-8D4FA2403BE8/English.PDF>], 14. 7. 2010.
24. Letno poročilo družbe Krka 2002, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=178>], 14. 7. 2010.
25. Letno poročilo 2003 družbe Krka, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=174>], 14. 7. 2010.
26. Letno poročilo 2004 družbe Krka, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=166>],
14. 7. 2010.
27. Letno poročilo 2005 družbe Krka, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=153>],
14. 7. 2010.
28. Letno poročilo 2006 družbe Krka, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=137>], 14. 7. 2010.
29. Letno poročilo 2007 družbe Krka, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=129>], 14. 7. 2010.
30. Letno poročilo 2008 družbe Krka, [URL:
http://www.krka.biz/media/pdf/en/lp/2008/2008_Annual_report.pdf], 14. 7. 2010.
31. Letno poročilo 2009 družbe Krka, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=4068>], 14. 7. 2010.
32. Nerevidirano poročilo o poslovanju družbe Krka za prvo polletje 2010, [URL:
<http://www.krka.si/media/bin?bin.id=4285>], 14. 7. 2010.
33. Letno poročilo 2009 družbe Egis PLC,
[URL: <http://www.egis.hu/Content/Financial/download/EGI091111QR01E.pdf>],
14. 7. 2010.
34. Letno poročilo 2009 družbe Gedeon Richter, [URL:
<http://www.richter.hu/EN/Archive/Investors%20and%20media/Annual%20reports,%20presentations/RichterAnnualReport2009.pdf>], 14. 7. 2010.
35. Letno poročilo 2009 družbe Stada,
[URL: http://www.stada.de/english/about/financial_reports/ar2009/ar2009.pdf],
14. 7. 2010.
36. Letno poročilo 2009 družbe Recordati,

[URL: http://www.investis.com/rec_en/investors/reports/2009/AR_EN_2009.pdf],
14. 7. 2010.