

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VPLIV POSLOVANJA KRKE NA VREDNOST NJENE DELNICE

Ljubljana, september 2010

MATEJ PUSTOVRH

IZJAVA

Študent Matej Pustovrh izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Maksa Tajnikarja, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

Kazalo:

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV PODJETJA	2
1.1.1 Zgodovina podjetja.....	2
1.1.2 Poslanstvo podjetja.....	2
1.1.3 Vizija podjetja	2
1.1.4 Vrednote	2
1.1.5 Dejavnosti.....	3
1.2 Lastniška struktura	3
1.3 Največji delničarji družbe	3
2 DELNICE.....	4
2.1 Opredelitev pojmov.....	4
2.2 Dejavniki oblikovanja cen delnic	4
2.2.3 Temeljni dejavniki.....	5
2.2.4 Tehnični dejavniki.....	5
2.2.5 Tržno razpoloženje.....	6
2.3 Vrste delnic	6
2.3.1 Navadne delnice	6
2.3.2 Prednostne delnice.....	6
2.3.3 Zbirne ter udeležbene prednostne delnice.....	6
2.4 Cepitev delnic.....	7
2.4.1 Cepitev Krkinih delnic	7
2.4.2 Razlogi za cepitev	7
2.5 Vrednost navadnih delnic.....	7
2.5.1 Enačba enakih dividend	7
2.5.2 Enačba enakomerne rasti.....	8
2.5.3 Sestavljena enačba.....	8
2.6 Podatki o delnici Krke za petletno obdobje	8
2.6.1 Trgovanje z delnicami Krke.....	9
2.6.2 Knjigovodska vrednost delnice	11
3 USPEŠNOST POSLOVANJA KRKE.....	12
3.1 Opredelitev pojmov.....	12
3.2 Uspeh poslovanja	13
3.3 Kazalniki, ki izražajo uspešnost poslovanja.....	14
3.3.1 Čista dobičkonosnost kapitala (Return on equity-ROE).....	14
3.3.2 Čista dobičkonosnost sredstev (Return on assets -ROA).....	15
3.3.3 Kazalnik čistega dobička v prihodkih od prodaje (Return on sales-ROS).....	16
3.3.4 Kazalnik dobička na delnico (Earnings per share-EPS).....	17
3.4 Kazalniki vrednotenja	18
3.4.1 Kazalnik $\frac{P}{E}$	18
3.4.2 Kazalnik $\frac{P}{B}$	19
3.4.3 Dividendna donosnost Krkinih delnic.....	20
3.4.3.1 Politika dividend	21
4 ANALIZA USPEŠNOSTI POSLOVANJA TER TEČAJA DELNICE KRKA.....	21
SKLEP.....	22
LITERATURA IN VIRI	23

Kazalo tabel:

<i>Tabela 1: Lastniška struktura podjetja Krka</i>	3
<i>Tabela 2: Največji delničarji podjetja Krka</i>	4
<i>Tabela 3: Število izdanih delnic, dividenda na delnico v €, enotni tečaj delnice Krke konec obdobja v €</i>	9
<i>Tabela 4: Tečaj Krkine delnice</i>	10
<i>Tabela 5: Knjigovodske vrednosti delnice Krke po letih</i>	12
<i>Tabela 6: Vrednosti čistega dobička po letih</i>	12
<i>Tabela 7: Prihodki, ebitda, ebit, čisti poslovni izid</i>	14
<i>Tabela 8: Donos lastniškega kapitala</i>	15
<i>Tabela 9: Vrednosti ROA</i>	15
<i>Tabela 10: Vrednosti ROA za podjetje TEVA</i>	16
<i>Tabela 11: Kazalnik ROS od leta 2005 do leta 2009</i>	17
<i>Tabela 12: Izračun dobička na delnico za obdobje 2005-2009</i>	18
<i>Tabela 13: Kazalnik $\frac{P}{E}$ za obdobje od leta 2005 do leta 2009</i>	19
<i>Tabela 14: Vrednosti kazalnika $\frac{P}{B}$</i>	20
<i>Tabela 15: Dividendne donosnosti po letih</i>	20
<i>Tabela 16: Vrednosti dividend po letih</i>	21

Kazalo slik:

<i>Slika 1: Trgovanje s Krkino delnico v 5 letih</i>	9
<i>Slika 2: Gibanje tečaja Krkine delnice v primerjavi z izbranimi delniškimi indeksi</i>	11
<i>Slika 3: Vrednosti ROE in ROA po letih</i>	16
<i>Slika 4: Kazalniki uspešnosti ter tečaj delnice Krka</i>	22

UVOD

Ena najbolj izrabljenih fraz s strani uprav podjetij, ki skušajo opravičiti padajoče cene delnic podjetja je, da cena delnice ne odraža poslovanja podjetja. Pri takšnih izjavah se je težko otresti občutka, da je v ozadju tega predvsem nepoznavanje temeljnih dejavnikov, ki vplivajo na delovanje kapitalskega trga. Ponudba in povpraševanje po delnicah oblikujeta njeno tržno ceno. Na odločitev vlagateljev, ali bodo kupili določeno delnico ne vplivajo le informacije iz podjetja, temveč tudi okolja. Poslovni rezultati podjetja so le del mozaika, ki ga vsak vlagatelj sestavlja subjektivno, na podlagi znanj, nasvetov, izkušenj. Vzrokov za gibanje tečaja delnice ne gre iskati samo v samem poslovanju podjetja, temveč tudi v razmerah na mednarodnih finančnih trgih.

Primarni cilj uprave mora biti čim višja vrednost delnice in s tem tržna kapitalizacija podjetja. Možnih ukrepov je več. Dobro poslovanje podjetja je potreben pogoj, ni pa zadosten. Razmišljati je potrebno tudi o ukrepih na aktivni strani bilance stanja. Tu mislimo predvsem na vlagateljsko politiko podjetja, na to, da vlaga v nove projekte zgolj, ko je pričakovana stopnja donosa višja od stroškov kapitala. Tudi ukrepi na pasivni strani bilance lahko vplivajo na ceno delnice. Potrebno je najti pravo razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Trditev, da je za podjetje najboljša, da ima čim manj dolga, je napačno. Dolg je namreč cenejši način financiranja kakor lastniški kapital. Z večanjem dolga v podjetju se izrabi prednosti davčnega štita.

Predmet diplomskega dela je vpliv poslovanja Krke na vrednost njene delnice. Z informacijami, pridobljenimi na podlagi poslovanja podjetja želimo neodvisno oceniti, ali bi lahko podjetje Krka preko svojega poslovanja vplivalo na večjo ceno delnice kot je trenutna, in s tem maksimiziralo vrednost delnice. Navedeno je namen diplomskega dela.

Za cilje diplomskega dela smo si zastavili nalogo ugotoviti, ali vrednost delnice odraža uspešnost poslovanja podjetja Krka. Cilj je tudi ugotoviti vpliv različnih vrednosti podatkov iz bilance podjetja, ki so rezultat poslovanja, na vrednosti različnih kazalnikov (kazalniki dobičkonosnosti itd.), ugotoviti učinkovitost poslovanja podjetja ter medsebojno povezati te postavke in njihov vpliv na ceno delnice.

Za izvedbo vpliva poslovanja Krke na vrednost njene delnice bomo uporabili podatke pridobljene iz bilanc, izkazov in drugih poročil podjetja. Pri tem bomo zajeli poslovanje podjetja Krka od leta 2005 pa do leta 2009, kar nam bo omogočilo medsebojno primerjavo poslovanja podjetja Krka in vrednosti delnice.

Diplomsko delo je poleg uvodnega in sklepnega dela razdeljeno na štiri poglavja. Po uvodnem delu sledi predstavitev podjetja Krka, kjer so najprej predstavljene zgodovina, poslanstvo ter vizija podjetja. Temu delu sledi lastniška struktura ter največji delničarji.

V drugem poglavju spoznamo pojem delnice, dejavnike oblikovanja cen delnic, delitev delnic ter cepitev delnic, podajamo pa tudi teoretične izračune vrednosti navadnih delnic. Temu pa sledijo petletni podatki o trgovanju s Krkinimi delnicami v našem preučevanem obdobju, ter knjigovodska vrednost delnice Krka v naši analizi.

Tretje poglavje je posvečeno uspešnosti poslovanja, pri čemer je pri teoretskem delu poleg uspešnosti poslovanja predstavljen tudi uspeh poslovanja. Po predstavitvi teorije v tem delu sledi tudi predstavitev uspeha poslovanja našega preučevanega podjetja, Krke. Sledijo tudi

izračunani kazalniki, ki jih razdelimo na kazalnike, ki izražajo uspešnost poslovanja ter na kazalnike vrednotenja in njihova interpretacija.

Četrto poglavje je namenjeno primerjavi gibanja nekaterih kazalnikov uspešnosti poslovanja ter tečaja Krkine delnice. Omenjeno poglavje v sebi združuje bistvene vidike drugega in tretjega poglavja ter jih smiselno poveže med seboj. Tu je odgovor na vprašanje, ali je gibanje tečaja Krkine delnice odvisno samo od uspešnosti poslovanja, ali na gibanje tečaja morda vplivajo tudi drugi dejavniki.

1 PREDSTAVITEV PODJETJA

Krka je generični proizvajalec zdravil s sedežem v Novem mestu. Zdravila se lahko po varnosti, učinkovitosti in kakovosti primerjajo z vodilnimi farmacevtskimi podjetji. Izdelke tržijo pod svojimi lastnimi blagovnimi znamkami in jih prodajajo v več kot 70 državah. Iz njihovega okvira strategije poslovanja je razvidno, da so si kot cilj zadali uravnoteženo prodajo v Sloveniji, Zahodni Evropi, Vzhodni Evropi, Srednji Evropi, Jugovzhodni Evropi in na čezmorskih tržiščih.

1.1.1 Zgodovina podjetja

Krka je prehodila pot od majhnega farmacevtskega podjetja, ki ga je leta 1954 ustanovil Boris Andrijanič, do uspešnega mednarodnega podjetja. Po letu 1954 se iz laboratorija razvije tovarna zdravil Krka. Sledi prvi prijavljeni patent, ustanovi se razvojni inštitut. V letu 1965-1974 sledi izgradnja novega obrata za izdelavo surovin, mazil, sirupov in injekcij.

V naslednjih letih sledi pridobitev registracije ameriške Uprave za hrano in zdravila (FDA) za izdelavo antibiotikov. Sledi širitev marketinške mreže v tujini, pospešeno razvijanje lastnih generičnih zdravil in povezovanje z vodilnimi farmacevtskimi podjetji v svetu. Do leta 2000 se Krka uvrsti v sam vrh farmacevtskih podjetij v Srednji in Vzhodni Evropi. V obdobju 2001-2005 sledi izgradnja sodobne tovarne za proizvodnjo trdih oblik zdravil Notol. Danes je uspešno farmacevtsko podjetje, zaposluje okrog 8.000 ljudi.

1.1.2 Poslanstvo podjetja

„Živeti zdravo življenje”. Osnovna naloga podjetja je omogočiti ljudem zdravo in kakovostno življenje, kar uresničujejo z bogato ponudbo zdravil za samozdravljenje, zdravili na recept, kozmetičnimi in veterinarskimi izdelki.

1.1.3 Vizija podjetja

„Utrjujemo položaj enega vodilnih farmacevtskih generičnih podjetij na evropskem tržišču”. Omenjeno dosegajo predvsem skozi mrežo dolgoročnih poslovnih povezav in partnerskih odnosov na področju razvoja.

1.1.4 Vrednote

„Hitrost in fleksibilnost”.

Hitrost jim omogočajo predvsem njihova pridnost, sposobnost, znanje in predvsem inovativnost. Njihov cilj je biti prvi, predvsem pri odkrivanju novih potreb na trgu in prodaji. Omenjeno dosegajo predvsem s hitrim pridobivanjem registracijske dokumentacije in krajšanjem proizvodnega procesa.

1.1.5 Dejavnosti

Osnovna dejavnost Krke je proizvodnja in prodaja zdravil na recept. Poleg omenjenega v njihovo dejavnost spadajo še izdelki za samozdravljenje, veterinarski in kozmetični izdelki. Kot dopolnilno dejavnost pa ponujajo zdraviliškoturistične storitve.

1.2 Lastniška struktura

V Tabeli 1 je prikazana lastniška struktura podjetja Krka na dan 31. decembra 2009, kjer je prikazano število delničarjev znotraj posameznega lastnika ter koliko delnic imajo posamezni lastniki, kar je izraženo absolutno kot tudi relativno.

Tabela 1: Lastniška struktura podjetja Krka

Lastnik	Št. delničarjev	Št. delnic	Delež v %
Domače fizične osebe	80.916	15.788.237	44,6
Investicijske družbe in skladi	63	2.491.607	7,0
Slovenska odškodninska družba	1	5.312.070	15,0
Druge domače pravne osebe	1.084	3.143.598	8,9
Kapitalska družba in Prvi pokojninski sklad	5	3.607.019	10,2
Lastne delnice	1	1.626.620	4,6
Mednarodni vlagatelji	536	3.456.969	9,7
Skupaj	82.606	35.426.120	100

Vir: Krka d.d. (2009). Za vlagatelje, sestava delničarjev. Novo mesto: Krka d.d.

Iz lastniške strukture je moč razbrati, da 44,6 % delnic podjetja obvladujejo domače fizične osebe, delničarji, ki jih je bilo na dan 31.12. 2009 v delniški knjigi 80.916. 7 % delnic pa obvladujejo investicijske družbe ter skladi.

1.3 Največji delničarji družbe

V Tabeli 2 so prikazani štirje največji delničarji podjetja Krka. Podano je iz katere države prihajajo ter koliko delnic imajo v lasti.

Tabela 2: Največji delničarji podjetja Krka

Delničar	Država	Število delnic	Delež v %
Slovenska odškodninska družba	Slovenija	5.312.070	14,99
Kapitalska družba	Slovenija	3.493.030	9,86
New World Fund Inc.	ZDA	835.400	2,36
NFD 1 delniški investicijski sklad	Slovenija	479.930	1,35
Skupaj	/	10.120.430	28,56

Vir: Krka d.d. (2009). Za vlagatelje, največji delničarji podjetja. Novo mesto: Krka d.d.

Kot je razvidno iz Tabele 2 je največji delničar podjetja Krka, Slovenska odškodninska družba, ki ima v lasti 5.312.070 delnic, oziroma 14, 99% vseh delnic, med tujimi podjetji pa ima največji delež New World Fund Inc., ki poseduje 835.400 delnic, kar pa je ekvivalentno 2,36 % vseh delnic.

2 DELNICE

2.1 Opredelitev pojmov

Delnice so temeljni opredelilni element delniške družbe, ki se kaže v tem, da gre za družbo, ki ima osnovni kapital (osnovno glavnico) razdeljen na delnice. I z teorije izhaja, da se delnica poleg osnovne opredelitve, torej kot alikvotni del osnovnega kapitala delniške družbe, razume tudi kot listina in kot vsebina članskih pravic v družbi. (Ivanjko & Kocbek, 2001, str. 240).

Izdajatelj delnic je izključno delniška družba in zanjo pomeni pridobitev oziroma zagotovitev trajnih finančnih sredstev. Delnica mora vsebovati oznako, da je delnica. Označiti je potrebno tudi razred delnice, saj dajejo delnice istega razreda iste pravice. Je članski množični vrednostni papir in predstavlja gospodarsko solastnino v delniški družbi.

Kupec delnico kupi z namenom, da bo od nje imel nek donos, pričakuje premoženjske pravice v obliki dividend. Le- te niso vnaprej določene in so odvisne od uspešnosti poslovanja podjetja. Lahko pa kupec delnice, investitor, pričakuje donos v obliki kapitalskih dobičkov. Ti so razlika med nižjo nakupno ceno delnice in višjo prodajno ceno delnice. V nasprotnem primeru ima kapitalsko izgubo.

2.2 Dejavniki oblikovanja cen delnic

Nobena teorija ne da v celoti zadovoljivega rezultata, kaj vpliva na oblikovanje cene delnice oziroma njeno spreminjanje. Makroekonomski podatki, kot sta zaposlenost, proizvodnja pa tudi informacije o političnih dogodkih ter celo vremenu na prvi pogled določajo vpliv na cene delnic. Dejavnike, ki jih pri svojem investicijskem obnašanju upoštevajo različni tipi investorjev je mogoče razdeliti v sledeče kategorije:

- temeljni (osnovni) dejavniki
- tehnični dejavniki
- tržno razpoloženje

2.2.3 Temeljni dejavniki

Poglavitna značilnost temeljnih dejavnikov je v tem, da so s trenutkom, ko so znani, že vračunani v cene delnic in na tečaj ne vplivajo več. V skupino temeljnih dejavnikov prištevamo naslednje najpomembnejše skupine:

- dejavniki podjetja
- gospodarski dejavniki
- politični dejavniki
- ostali dejavniki

Temeljna analiza se uporablja za vrednotenje tečajev delnic, ki so pod vplivom temeljnih dejavnikov. Omenjena analiza odgovarja na vprašanje ali tržni tečaj delnice ustreza njeni notranji vrednosti ali ne. Rezultati temeljne analize povedo, ali je trenutna vrednost določene delnice precenjena ali podcenjena. Analiziranje poteka na štirih stopnjah, in sicer v okviru celotnega gospodarstva, trga kapitala, panoge ter podjetja. (Achelis, 2000, str.151).

Stanje makroekonomskih kazalcev se ugotavlja v analizi gospodarstva. Govorimo o temeljnih gospodarskih dejavnikih. Sem spadajo višina obrestnih mer, devizni tečaj, stopnja nezaposlenosti, stopnja inflacije ter rast bruto domačega proizvoda.

Poslovanje podjetja se ugotavlja v analizi podjetja. Gre za oceno poslovanja podjetja v preteklosti. Dobiček je najpomembnejši dejavnik iz skupine dejavnikov podjetja. Ni pa dobiček edini dejavnik, v to skupino se uvršča mnogo več dejavnikov.

Na ekonomsko dogajanje v državah imajo močan vpliv tudi **politični dejavniki**. Njihov vpliv je bil pomemben predvsem v zadnjih desetletjih. Med omenjene dejavnike uvrščamo vojne, ki imajo s svojo nepredvidljivostjo izrazite učinke na kapitalski trg. Napoved novih davkov ter njihovo spreminjanje, tuje pomoči, spremembe v transportnih sektorjih, predsedniške volitve itd. je tesno povezano z dogajanjem na kapitalskem trgu. V skupino ostalih dejavnikov, ki vplivajo na spremembe cen delnic pa štejemo različne naravne katastrofe kot so suše, poplave, potresi, izbruh političnih nemirov itd.

Kostolany (2002, str.62) pravi, da so temeljni dejavniki zelo pomembni in stvari bi bile enostavnejše, če bi na cene delnic vplivali le ti kazalci. Na žalost temu ni tako, saj proti močnemu toku kapitala in psihologiji ne morejo vplivati.

Ugodni gospodarski kazalci še ne pomenijo nujno ugodnega gibanja tečajev delnic. Velikokrat se namreč zgodi, da je gibanje tečajev delnic ravno nasprotno gibanju gospodarskih kazalcev. Porastu obrestnih mer lahko sledi le majhna reakcija na trgu kapitala.

2.2.4 Tehnični dejavniki

Tehnična analiza se opravlja v okviru tehničnih dejavnikov. Pri tej analizi gre za preučevanje preteklega gibanja cen delnic. Omenjena analiza se zanaša na vzorce gibanja tečajev delnic v preteklosti in tako skuša napovedati prihodnje tečaje delnic.

Omenjena analiza ima v sebi več predpostavk. Prva predpostavka pri tehnični analizi je, da se cene delnic gibljejo v nekih trendih in tako njihovo gibanje ni naključno. Cilj same tehnične analize je torej prepoznati določen trend in ugotoviti primeren trenutek za nakup oziroma prodajo določene delnice. Druga predpostavka pa je v tem, da so vsi dejavniki že upoštevani v

ceni delnice. Edini vir informacij pri tehnični analizi niso le cene delnic. Upoštevati je potrebno tudi obseg trgovanja z delnicami. Če cena delnice upada ob velikem prometu iste delnice, gre za signaliziranje medvedjega trga (trg, ko cene delnic daljše obdobje upadajo). Če pa se zgodi obratno, cena delnice narašča ob majhnem obsegu trgovanja, potem gre za bikov trg, optimistično razpoloženje na trgu. Za analizo gibanja tečajev delnic se največkrat uporabljajo grafi, tehničnim analitikom je pri tem pomembno le analiziranje tečajev delnic in ne vzroki njihovih sprememb.

2.2.5 Tržno razpoloženje

Ko gre za pojasnjevanje cenovnih sprememb delnic tradicionalne teorije zagovarjajo teorijo učinkovitega trga kapitala ter racionalno vedenje vlagateljev. Tradicionalne teorije tako temeljijo na temeljnih in tehničnih dejavnikih premikov delnic. Pri vsem tem pa je nadvse pomembna predvsem psihologija vlagateljev ter trga, ki jo novejša raziskave vneto zagovarjajo. Tako pridemo do **faktorja razpoloženja**.

Pri tržnem razpoloženju gre za odraz vlagateljevih čustev, občutij, pričakovanj ter psihologije. Oblikujejo se pod vplivom različnih novic, ki so lahko posredovane preko poslovnih medijev, podjetij samih, interneta, neodvisnih svetovalcev itd. Poglejmo si za primer npr. svetovanje neodvisnih svetovalcev. Ko ti priporočijo nakup določene delnice vplivajo na povpraševanje in s tem povzročijo dvig tečajev delnic. Kostolany (2002, str. 63) pravi, da to kar imenujemo »razpoloženje« vlagateljev, pogosto nima logike in preseneti tudi strokovnjake.

2.3 Vrste delnic

2.3.1 Navadne delnice

Ta vrsta vrednostnega papirja pomeni osnovo za pridobitev trajnih finančnih sredstev podjetja v obliki kapitala. Imetniki takšnih delnic imajo pravico do udeležbe pri upravljanju družbe, pravico do dela dobička (dividende) in pravico do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe. (Ivanjko & Kocbek, 2001, str. 255).

2.3.2 Prednostne delnice

Imetniki prednostnih delnic imajo poleg lastniških upravičenj, ki so navedena pri navadnih delnicah, še določene prednostne pravice, na primer prednost pri izplačilu vnaprej določenih zneskov ali odstotkov od nominalne vrednosti delnic ali dobička, prednost pri izplačilu ob likvidaciji družbe in druge pravice, ki pa so določene s statutom družbe (Ivanjko & Kocbek, 2001, str. 255).

Oblika investiranja v ta instrument je v osnovi slaba, ker je prednostni delničar odvisen od zmožnosti in pripravljenosti podjetja, da plačuje dividende na navadne delnice. Prednostni delničarji praviloma nimajo pravice do soodločanja na skupščini delničarjev, nimajo glasovalne pravice.

2.3.3 Zbirne ter udeležbene prednostne delnice

Zbirne (kumulativne) prednostne delnice dajejo v skladu s sklepom o izdaji delnic njenemu imetniku prednostno pravico do izplačila vseh še neizplačanih dividend, preden se imetnikom navadnih delnic v skladu s sklepom o razdelitvi dobička izplačajo kakršnekoli dividende.

Udeležbena (participativna) delnica pa daje imetniku poleg prednostne dividende, pravico do izplačila dividend, ki pripadajo imetnikom navadnih delnic v skladu s sklepom o uporabi dobička.

2.4 Cepitev delnic

Cepitev delnic pomeni, da podjetje eno delnico razdeli na več delnic. Če se npr. delnica cepi v razmerju 1:10 se število vseh delnic poveča za 10-krat. Po cepitvi ima vsak delničar 10-krat več delnic kot pred cepitvijo. Zaradi cepitve se delničarjem vrednost naložb v delnice ne spremeni. Podjetje se za cepitev delnic odloča predvsem zaradi tega, da zagotovi večjo dostopnost delnic najširšemu krogu vlagateljev, še posebno malim delničarjem. Drugi razlog pa je v tem, da se poveča likvidnost delnic. Davčnih posledic cepitve delnic ni.

2.4.1 Cepitev Krkinih delnic

5. julija 2007 je skupščina delničarjev sprejela sklep o cepitvi Krkinih delnic v razmerju 1:10. To pomeni delitev ene delnice na 10 novih. S tem ukrepom je Krka želela povečati njihovo dostopnost širšemu krogu vlagateljev ter povečati likvidnost delnic na borzi.

Vsak delničar je imel po cepitvi 10-krat več Krkinih delnic, vrednost ene delnice pa je bila 10-krat manjša kot pred cepitvijo. Vrednost naložb v Krkine delnice se s tem ni spremenila. Cepitev delnic Krke je bila izvedena v začetku septembra leta 2007.

2.4.2 Razlogi za cepitev

Kot smo že omenili je največkrat vzrok za cepitev delnic njihova velika vrednost. Tako je tudi v primeru Krke. Krka je bila namreč pred cepitvijo vredna okrog 1.000€. To je bilo za fizične osebe, male delničarje, ki predstavljajo največjo skupino vlagateljev v Krkine delnice, veliko. Povprečna neto plača je bila nižja od vrednosti ene Krkine delnice. Če je posameznik prihranil približno 300 € in je hotel investirati v delnice Krke, tega preprosto ni mogel storiti, saj je bila cena delnice okrog 1.000 €. Po cepitvi v razmerju 1:10 so sedaj lahko kupili Krkine delnice tudi tisti, ki niso imeli privarčevanih 1.000 €. Po cepitvi je torej bilo možno kupiti delnice, saj je ena delnica predstavljala 10-krat manjši lastniški delež, zato pa je bila tudi vrednost delnice približno 10-krat manjša. Pravi vzrok cepitve delnic je bila tako velika vrednost ene same delnice, s cepitvijo pa so v Krki poskušali pridobiti nove vlagatelje ter jim omogočiti lažje upravljanje z naložbami v njihove delnice.

2.5 Vrednost navadnih delnic

2.5.1 Enačba enakih dividend

Pri tem izračunu vrednosti navadnih delnic gre za predpostavko, ki je precej nerealna: dividende bodo ves čas enake.

Omenjeno enačbo lahko zapišemo kot:

$$V = \frac{Div}{r} \quad (1)$$

Omenjena enačba pride v poštev tudi pri izračunu vrednosti prednostnih delnic. Le-te večinoma res prinašajo enake vrednosti dividend skozi obdobja.

2.5.2 Enačba enakomerne rasti

Omenjena enačba je poznana kot Gordonov model rasti. Pri tej enačbi gre za predpostavko, da bodo dividende skozi obdobja rasle po enakem odstotku. Pri tej enačbi je omejitev tudi to, da poznamo že izplačano dividendo. Za veljavnost enačbe mora biti izpolnjen še naslednji pogoj, in sicer: $r > g$ kar pomeni, da mora biti zahtevana stopnja donosa večja od stopnje rasti dividende g :

$$V = \frac{Div1}{(r - g)} \quad (2)$$

$$Div1 = Div0 \times (1 + g) \quad (3)$$

Oznake $div0$ pomenijo prvo dividendo, r zahtevano stopnjo donosa ter g stopnjo rasti dividend. Izračun dividende v obdobju 1 je podan z enačbo (3).

2.5.3 Sestavljena enačba

V praksi je najbolj uporabljana t.i. sestavljena enačba, ki omogoča upoštevanje različnih dividend in stopenj rasti v prehodnem obdobju, kasneje pa uporabi stabilne stopnje rasti, ki se nadaljuje v neskončnost. (Mramor et. al, 2007, str. 41)

Takšna vrednost delnice se izrazi kot:

$$V = \frac{Div1}{(1+r)^1} + \dots + \frac{Div5}{(1+r)^5} + \frac{\frac{Div6}{r-g}}{(1+r)^5} \quad (4)$$

Vrednosti dividend v enačbi, ki ne odražajo konstantnih stopenj rasti, izračunamo s posamičnim diskontiranjem le-teh, dividende od konca petega leta dalje pa zajamemo v Gordonovo enačbo.

Omenjena predpostavka je v praksi pogosta. Podjetja v nekaterih hitro rastočih panogah dosegajo zelo visoke stopnje rasti zaradi svojih trenutnih konkurenčnih prednosti, na dolgi rok pa to seveda ni za pričakovati, saj v panogo vstopajo vedno novi konkurenti. (Mramor et. al, 2007, str. 41).

2.6 Podatki o delnici Krke za petletno obdobje

V Tabeli 3 je razvidno skupno število izdanih delnic, dividenda na delnico v € ter enotni tečaj delnice Krke za vsako leto, od leta 2005 do leta 2009:

Tabela 3: Število izdanih delnic, dividenda na delnico v €, enotni tečaj delnice Krke konec obdobja v €

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Skupno št. izdanih delnic	35.426.120	35.426.120	35.426.120	35.426.120	35.426.120
Bruto dividenda na delnico v €	0,58	0,69	0,80	0,91	1,05
Enotni tečaj delnice v € konec obdobja	42,72	78,48	124,29	48,27	64,04

Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

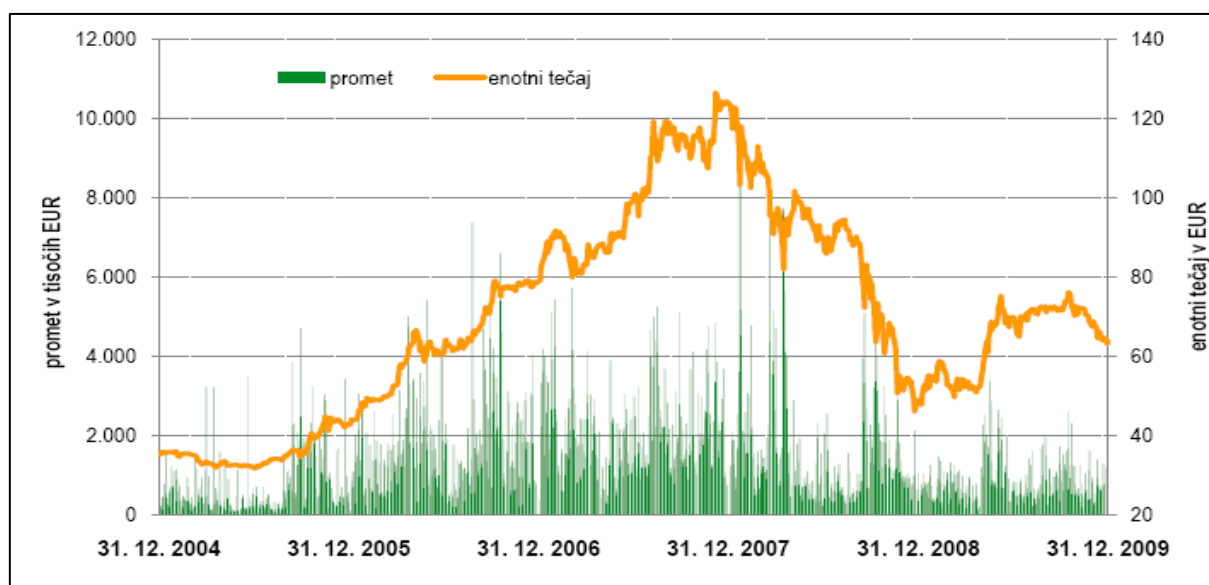
Iz Tabele 3 lahko razberemo, da število izdanih delnic za vsa leta ostaja nespremenjeno. Bruto dividenda na delnico, ki je podana v denarni enoti EURO (€) pa vsako leto narašča.

2.6.1 Trgovanje z delnicami Krke

Delnice Krke z oznako KRKG kotirajo v prvi kotaciji. Prva kotacija je namenjena podjetjem, ki pozitivno izstopajo s svojo likvidnostjo, velikostjo in transparentnostjo. Vse Krkine delnice so istega razreda. So navadne in prosto prenosljive. Vsaka delnica prinaša en glas na skupščini delničarjev, razen lastnih delnic, ki nimajo glasu. S Krkino delnico je možno trgovati preko bank in borznoposredniških hiš, ki so članice Ljubljanske borze.

Slika 1 prikazuje promet z delnicami Krke ter enotni tečaj v € od konca leta 2004 do konca leta 2009:

Slika 1: Trgovanje s Krkino delnico v 5 letih



Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

S Slike 1 je lepo razvidno naraščanje tečaja Krkine delnice vse do leta 2007. V letu 2008 sledi upad vrednosti tečaja delnice, nato pa sledi popravek navzgor v letu 2009.

V Tabeli 4 prikazujemo tečaje delnice Krke in sicer najvišji tečaj delnice v letu, najnižji tečaj delnice v letu, tečaj na dan 31. decembra ter letno rast delnice za obdobje od leta 2005 do leta 2009:

Tabela 4: Tečaj Krkine delnice

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Najvišji v letu	44,87	79,14	126,58	123,47	76,17
Najnižji v letu	31,69	42,74	79,23	46,02	47,78
31. dec. (v €)	42,72	78,48	124,29	48,47	64,04
Letna rast (v %)	21,00	84,00	58,00	-61,00	33,00

Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

V letu 2006 se je tečaj Krkine delnice zvečal s 427 € na začetku leta, na 785 € na koncu leta, kar je povečanje v višini 84 %. Slovenski borzni indeks (SBI 20) je v istem obdobju pridobil 38 %. Letna vrednost prometa je znašala 410, 3 milijona € in je glede na leto 2005 zrasla za 128 %. Povprečni dnevni promet tega leta je znašal 1,66 milijona €. V primerjavi z letom 2005 je bil tako večji za 131 %.

Tečaj Krkine delnice je začel padati sredi januarja 2008. Temu je sledil kratkotrajni popravek tečaja navzgor, potem pa se je trend zniževanja tečaja nadaljeval. Aprila se je tečaj spet nekoliko popravil navzgor, maja in junija pa je tečaj spet drsel, zmerno. Vzrokov za padec tečaja ne gre iskati v rezultatih poslovanja, ampak predvsem v krizi na mednarodnih finančnih trgih. V prvem polletju 2008 je tečaj Krkine delnice izgubil 27 %, vrednost Slovenskega borznega indeksa (SBI 20) pa je izgubila 31 %. Povprečni dnevni promet s Krkino delnico je v prvem polletju 2008 znašal 1,9 milijona €.

Zadnji trgovalni dan leta 2008 je tečaj delnice Krka znašal 48,47 €, kar je za 61 % manj kot leta 2007. Vzroke za padec tečaja gre iskati predvsem v krizi na mednarodnih finančnih trgih, kar se je odrazilo tudi na slovenskem kapitalskem trgu. Slovenski borzni indeks (SBI20) je v letu 2008 padel za 68 %. Vse od uvrstitve na borzo je rast tečaja Krkinih delnic višja od primerljivih delniških indeksov, tako indeksa SBI20, kot tudi panožnega indeksa Bloomberg Pharmaceutical Index, v katerem so zajeta pomembnejša farmacevtska podjetja.

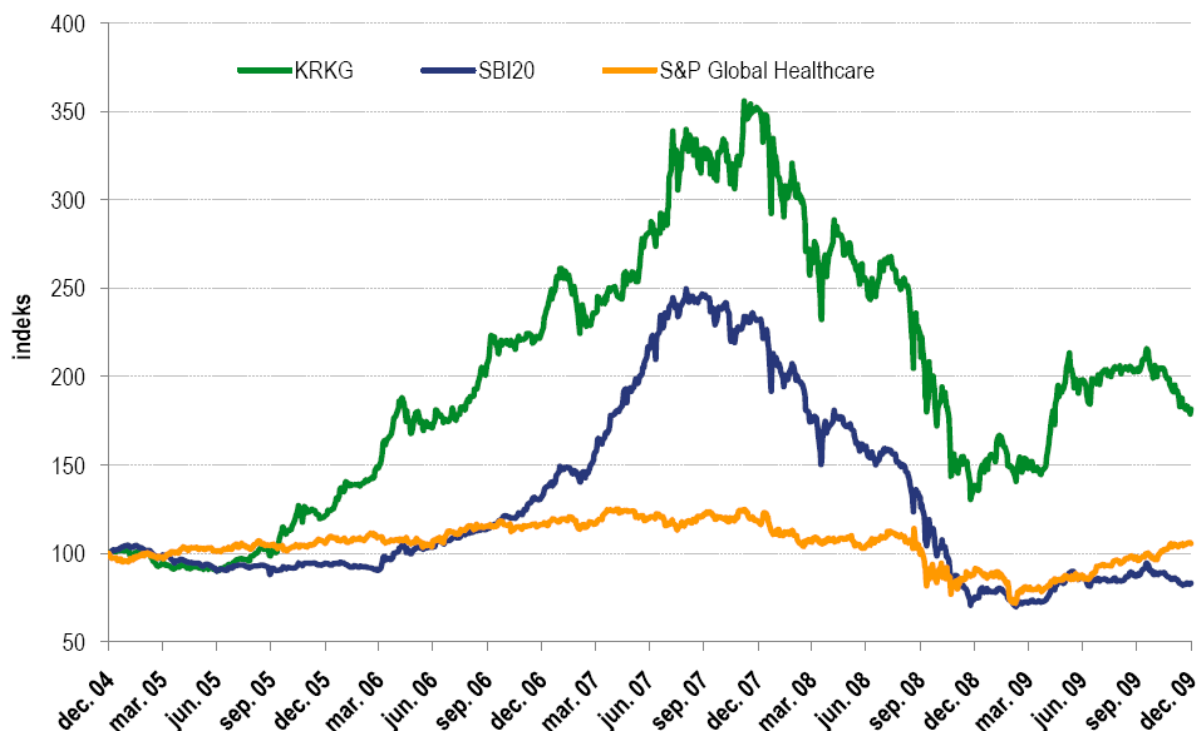
Negativno vzdušje na globalnih trgih po svetu ter mnenja ekonomistov, da se približujemo recesiji, sta bila leta 2008 glavna dejavnika, ki sta še bolj negativno vplivala na borzne tečaje. Druga značilnost slovenskega trga vrednostnih papirjev pa je bila precenjenost delnic. Delnice so namreč izžarevale višjo vrednost od dejanske.

Krkina delnica je bila v letu 2008 najprometnejši vrednostni papir na Ljubljanski borzi. Skupni promet je tako znašal 394 milijonov €, kar je 23 % manj glede na leto 2007. Povprečni dnevni promet je leta 2008 znašal 1,58 milijona €.

Krkina delnica je v prvem polletju 2009 zabeležila močan odboj navzgor. Tečaj se je v prvih šestih mesecih povečal za 45 % in je konec junija znašal 69,94 €. Slovenski borzni indeks je v enakem obdobju zrasel za 15 %. Povprečni dnevni promet je v prvem polletju 2009 znašal 898 tisoč €.

S Slike 2 lahko razberemo gibanje tečaja Krkine delnice v primerjavi z gibanjem tečaja izbranih delniških indeksov, SBI20 ter S&P Global Healthcare:

Slika 2: Gibanje tečaja Krkine delnice v primerjavi z izbranimi delniškimi indeksi (začetek leta 2005=100)



Vir: Krka d.d. (2009). Letno finančno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d..

S Slike 2 je razvidno, da je rast tečaja delnice Krka presegla rast indeksa SBI20. Prav tako je rast tečaja Krkine delnice presegla tudi rast globalnega panožnega indeksa S&P Global Healthcare.

2.6.2 Knjigovodska vrednost delnice

Knjigovodsko vrednost delnice dobimo iz podatkov bilance stanja. Dobimo jo tako, da lastniški kapital podjetja delimo s številom izdanih delnic delniške družbe.

$$\text{Knjigovodska vrednost delnice} = \frac{\text{lastniški kapital}}{\text{število izdanih delnic}} \quad (5)$$

Vrednost knjigovodske vrednosti delnice podjetja Krka v letu 2005 dobimo torej tako, da vrednost lastniškega kapitala v omenjenem letu delimo s številom izdanih delnic v tem letu. Knjigovodska vrednost delnice Krke za leto 2005 znaša :

$$\frac{479.585\text{€}}{35.426,120} = 13,54\text{€} \quad (6)$$

Pri izračunu knjigovodske vrednosti delnice Krke za leto 2005, v enačbi (6), so vrednosti števca in imenovalca v 1000 enotah. V Tabeli 5 so podane knjigovodske vrednosti delnice Krka za preostala leta naše analize:

Tabela 5: Knjigovodske vrednosti delnice Krke po letih

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Kapital	479.585.000	570.905.000	680.913.000	783.296.000	920.369.000
Število izdanih delnic	35.426.120	35.426.120	35.426.120	35.426.120	35.426.120
Knjigovodska vrednost delnice	13,54	16,12	19,22	22,11	25,98

Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

Iz Tabele 5 je razvidno, da knjigovodska vrednost delnice Krka vsako leto našega proučevanega obdobja narašča. Razvidno je, da je število izdanih delnic vsako leto enako, torej vrednost imenovalca se pri izračunih ne spreminja. Torej je edina spremenljivka, ki vpliva na našo naraščajočo vrednost knjigovodske vrednosti delnice, kapital. Le-ta se je vsako leto povečeval, zato je naraščala tudi knjigovodska vrednost delnice Krka. Kapital pa je naraščal na račun čistega dobička Krke, čisti dobiček namreč povečuje kapital podjetja. Kot smo že ugotovili, je število izdanih delnic ostajalo enako, vrednost čistega dobička (v 1000€), ki je v našem petletnem obdobju naraščalo, pa zapišemo v Tabeli 6:

Tabela 6: Vrednosti čistega dobička po letih

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Čisti dobiček v 1000 €	97.335	112.086	132.853	155.841	173.685

Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

3 USPEŠNOST POSLOVANJA KRKE

3.1 Opredelitev pojmov

Uspeh poslovanja je poslovni izid, ki je lahko dobiček ali pa izguba. Gre za razliko med prihodki in odhodki. Če so slednji večji od prihodkov imamo izgubo. V nasprotnem primeru imamo dobiček. Pri interpretaciji uspeha moramo ločiti med poslovno-izidnim tokom, ki ga tvorijo prihodki in odhodki. Razlika je poslovni izid in kaže na uspeh podjetja. Druga stran pa je denarni tok, ki ga tvorijo prilivi (prejemki) in odlivi (izdatki). Razlika je neto denarni tok. Neto denarni tok pa kaže na plačilno sposobnost podjetja (sposobnost, da poravna zapadle obveznosti).

Pojem uspešnosti poslovanja pa kot tak izhaja iz temeljnega ekonomskega problema, ki pa je omejenost dobrin. Zaradi omejenosti dobrin pa je potrebno s temi uspešno gospodariti.

Bistvo uspešnega poslovanja je uspešno gospodarjenje. Odgovarja na vprašanje temeljnega načela gospodarjenja. Gre za tako imenovano minimax načelo. Omenjeno načelo se da izraziti na dva načina; kako z danimi žrtvami (porabo sredstev) doseči dani rezultat ali pa kako doseči dani rezultat (učinek), z minimalnimi žrtvami (porabo sredstev).

Tako je razlika med uspehom in uspešnostjo poslovanja očitna. Pri uspehu poslovanja nas zanima absolutni rezultat, ki je izražen v poslovnem izidu, ki je lahko dobiček ali izguba. Pri uspešnosti poslovanja na drugi strani pa nas zanima relativni rezultat oziroma rezultat v primerjavi s sredstvi, potrebnimi za njegovo doseganje.

Dobičkonosnost oziroma rentabilnost je najsplošnejša mera uspešnosti poslovanja. Na dobičkonosnost lahko gledamo z dveh vidikov. Vidik lastnika, kjer gre za dobičkonosnost kapitala (ROE), ki je razmerje med čistim dobičkom in zanj vloženim povprečnim kapitalom. Drugi pa je vidik celotnega podjetja kjer gre za dobičkonosnost sredstev (ROA), ki je razmerje med čistim dobičkom in povprečno vloženimi vsemi poslovnimi sredstvi. Rentabilnost je tesno povezana z ekonomičnostjo, ta pa s produktivnostjo. Produktivnost in ekonomičnost tako dobro osvetljujejo uspešnost poslovanja.

Produktivnost kaže učinkovitost poslovanja oziroma proizvodnje. Pri danih podatkih iz letnih bilanc se jo največkrat izračuna kot razmerje med prihodki in povprečnim številom zaposlenih. Povečanje produktivnosti je za podjetja v splošnem ugodno. Vendar moramo biti pri interpretaciji pazljivi. Lahko se poveča zaradi večjega števca ali manjšega imenovalca. Tako je pri vsakokratnem izračunu potrebno upoštevati, ali so bili za dvig produktivnosti razlog povečani prihodki, ali manjše število zaposlenih.

Pri ekonomičnosti nas zanima kako gospodarno je poslovalo podjetje. Če so na razpolago le letni bilančni podatki jo izračunamo kot razmerje med prihodki in odhodki. Za podjetja je seveda ugodno, če se ekonomičnost poveča, vendar moramo biti pri interpretaciji spet previdni, zakaj se to zgodi.

3.2 Uspeh poslovanja

Ustvarjeni prihodki nastanejo s prodajo proizvodov, blaga ali storitev. Na podlagi tega ugotavljamo uspeh poslovanja podjetja. Poslovni izid podjetja pomeni razliko med prihodki in odhodki. Pozitiven poslovni izid podjetja pomeni, da je ustvarilo dobiček. Če je poslovni izid negativen, je podjetje ustvarilo izgubo.

Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) se uporablja za analizo in primerjavo profitabilnosti med podjetji in industrijami, saj izključuje vpliv finančnih in računovodskih odločitev. S formulo lahko EBITDO opredelimo takole:

EBITDA: Prihodek- stroški (izključimo vpliv davka, obresti, deprecije, amortizacije)

Dobiček pred obrestmi in davki je indikator, ki kaže profitabilnost podjetja. Imenujemo ga tudi operativni dobiček. Pomembni faktor pri EBIT je, da izniči vplive kapitalske strukture in davčne stopnje pri različnih podjetjih. Je predhodnik izračuna EBITDE, ki iz izračuna izvzame vpliv deprecije in amortizacije. Zapišemo ga takole:

EBIT: Prihodki-operativni stroški

V Tabeli 7 prikazujemo vrednosti omenjenih postavk po letih:

Tabela 7: Prihodki, ebitda, ebit, čisti poslovni izid

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Čisti prihodki od prodaje v 1000 €	554.137	667.955	780.918	949.920	953.038
Ebitda v 1000 €	166.042	198.783	240.586	308.390	311.667
Ebit v 1000 €	120.250	151.079	183.642	236.781	234.992
Čisti poslovni izid v 1000 €	97.335	112.086	132.853	155.891	173.685

Vir: Krka d.d. (2008, 2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. ; Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

Iz Tabele 7 se jasno vidi, da vrednosti čistega prihodka od prodaje ter ostalih postavk naraščajo v našem preučevanem obdobju. V letu 2006 so čisti prihodki od prodaje višji za 20,53 % glede na leto 2005. V omenjenem letu je vrednost čistega poslovnega izida višja za 15,15 % glede na prejšnje leto.

3.3 Kazalniki, ki izražajo uspešnost poslovanja

3.3.1 Čista dobičkonosnost kapitala (Return on equity-ROE)

Donos lastniškega kapitala je enak razmerju čistega dobička podjetja in lastniškega kapitala. Donos na lastniški kapital je izražen v odstotkih in je uporabljen kot univerzalen znak učinkovitosti podjetja. Pove nam koliko dobička lahko ustvari podjetje glede na vire, ki mu jih zagotavljajo njegovi delničarji.

$$ROE = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečno stanje kapitala}} \quad (7)$$

Vrednosti ROE za Krko dobimo tako, da vzamemo vrednost kapitala večinskih lastnikov tekočega leta ter preteklega leta in nato njuno vsoto delimo z dva. Dobimo povprečje lastniškega kapitala dveh let. Torej, npr. za leto 2009 dobimo vrednost lastniškega kapitala tako, da vzamemo vrednosti kapitala večinskih lastnikov v omenjenem letu ter vrednosti kapitala večinskih lastnikov v letu 2008. Čisti dobiček (v 1000 €) v letu 2009 tako delimo z dobljeno velikostjo lastniškega kapitala (v 1000 €), pomnožimo s 100 ter dobimo vrednost ROE.

Za leto 2009 znaša vrednost ROE za Krko:

$$\frac{173.685}{850.079} \times 100 = 20,4\% \quad (8)$$

V imenovalcu tako upoštevamo povprečje vrednosti kapitala večinskih lastnikov za leti 2008 in 2009. Dobimo:

$$\frac{(918.685 + 781.473)}{2} = 850.079 \quad (9)$$

Vrednosti donosa lastniškega kapitala po letih so prikazane v Tabeli 8:

Tabela 8: Donos lastniškega kapitala

Leta	2005	2006	2007	2008	2009
ROE v %	22	21,3	21,2	21,3	20,4

Donos lastniškega kapitala po letih ne narašča. Najvišja vrednost je leta 2005, najmanjša pa leta 2009. Z izjemo leta 2009 tako donos lastniškega kapitala v našem preučevanem obdobju pada.

3.3.2 Čista dobičkonosnost sredstev (Return on assets -ROA)

Kazalnik dobičkonosnosti sredstev je indikator, ki kaže, kako profitabilno je podjetje v povezavi z njegovimi celotnimi sredstvi. ROA podaja idejo o tem, kako učinkovit je management pri uporabi sredstev za generiranje dobičkov. Kazalnik dobimo tako, da letni čisti dobiček podjetja delimo z njegovim povprečnim stanjem sredstev, ter ulomek nato množimo z 100, da ga lahko izražamo v procentih.

Čim večja vrednost kazalnika pomeni tem uspešnejše poslovanje podjetja. Odgovor na to, ali Krka posluje uspešno, pa bomo dobili s primerjavo čiste dobičkonosnosti sredstev najboljših podjetij v isti panogi. Za podjetje Krka so kazalniki ROA po letih izračunani tako, da se v izračun vzamejo vrednosti sredstev v tekočem letu ter vrednosti sredstev preteklega leta. Ti dve vrednosti delimo z dva. Dobimo povprečno vrednost sredstev podjetja. Nato vzamemo še čisti dobiček podjetja v tekočem letu ter ga delimo z vrednostjo sredstev, pri tem upoštevamo zgoraj navedeno omejitvev. Potrebujemo povprečna sredstva dveh let. Zapišemo:

$$ROA = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečno stanje sredstev}} \quad (10)$$

Upoštevaje enačbo (10) izračunamo vrednosti ROA za naše preučevano obdobje. Za leto 2009 ROA za Krko tako znaša:

$$ROA \text{ v letu } 2009 = \frac{173.685}{1.306.034} \times 100 = 13,3\% \quad (11)$$

Vrednosti števca in imenovalca v enačbi (11) so v 1000 € .V imenovalcu kjer se nahaja vrednost sredstev, torej upoštevamo povprečno vrednost sredstev 2 zaporednih let. Vrednosti ROA po letih so prikazane v Tabeli 9:

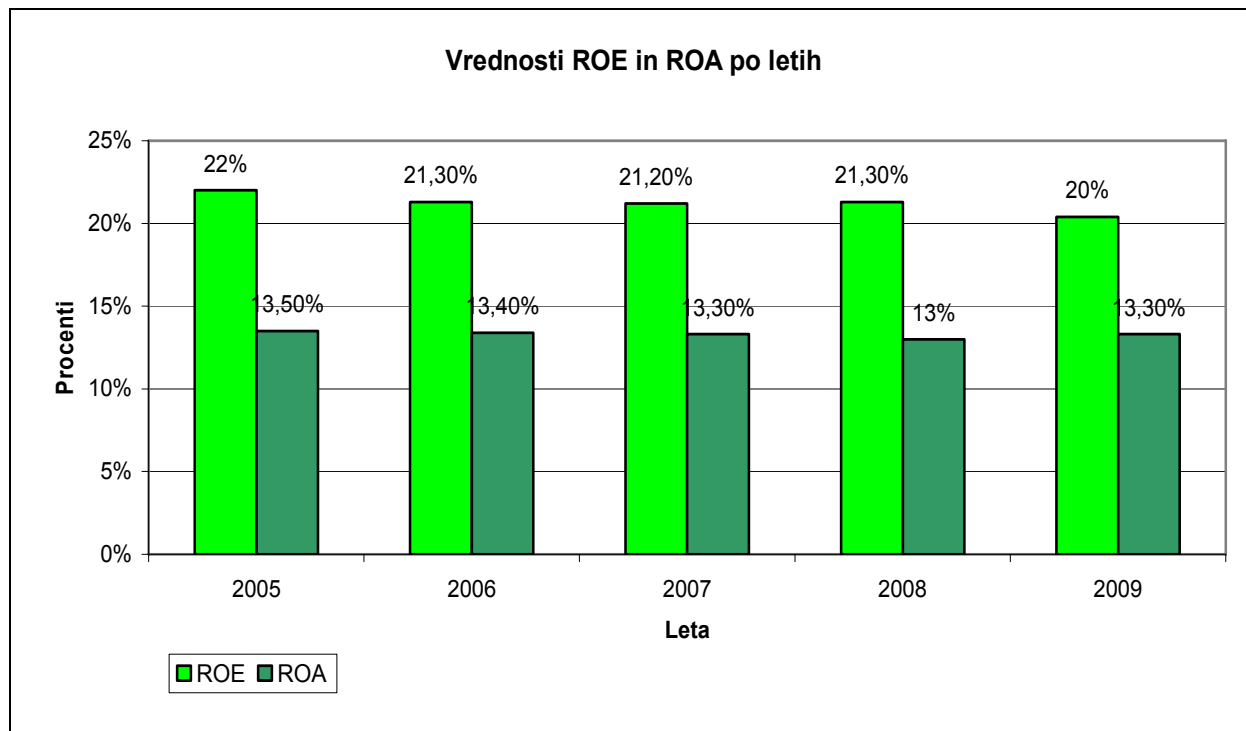
Tabela 9: Vrednosti ROA

Leta	2005	2006	2007	2008	2009
Vrednosti ROA v %	13,5	13,4	13,3	13,0	13,3

Vrednosti ROA od leta 2005 pa do leta 2008 padajo. V letu 2009 pa je zaznati spet rahel popravek vrednosti kazalnika ROA navzgor.

Vrednosti ROA ter ROE lahko razberemo tudi s Slike 3:

Slika 3: Vrednosti ROE in ROA po letih



Odgovor na to, ali Krka posluje uspešno, dobimo s primerjavo vrednosti čiste dobičkonosnosti sredstev najboljših podjetij v panogi. Zato smo čisto dobičkonosnost sredstev Krke v petletnem obdobju primerjali s čisto dobičkonosnostjo sredstev izraelskega farmacevta Teva. Za primerjavo podajamo v Tabeli 10 vrednosti ROA podjetja Teva za petletno obdobje:

Tabela 10: Vrednosti ROA za podjetje TEVA

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Vrednosti ROA v %	10,3	2,7	8,3	1,9	5,9

Vir: Teva pharmaceutical company financial information.

Primerjava vrednosti čiste dobičkonosnosti sredstev Krke, ki so podane v Tabeli 9 ter čiste dobičkonosnosti Teve, ki so v Tabeli 10 pove, da Krka posluje uspešno. Vrednosti čiste dobičkonosnosti sredstev za Krko so namreč v vseh petih letih našega preučevanega obdobja višje kot pri Tevi.

3.3.3 Kazalnik čistega dobička v prihodkih od prodaje (Return on sales-ROS)

Čisti dobiček v prihodkih od prodaje (Return on sales, ROS). Kazalnik je široko uporabljen za ocenjevanje operativne učinkovitosti podjetja. Dobimo ga tako, da čisti dobiček delimo s čistimi prihodki od prodaje:

$$ROS = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{čisti prihodki od prodaje}} \quad (12)$$

Za leto 2009 tako izračunamo kazalnik ROS kot razmerje med čistim dobičkom, ustvarjenim leta 2009 in čistimi prihodki od prodaje v letu 2009. Dobimo:

$$ROS = \frac{173.685}{953.038} \times 100 = 18,2\% \quad (13)$$

Vrednosti števca in imenovalca v enačbi (13) so v 1000 €. Ta kazalnik je zelo uporaben, ker meri koliko profita je bilo ustvarjenega na en € prodaj. Naraščajoč kazalnik ROS kaže na to, da podjetje raste bolj učinkovito. Upadajoč ROS signalizira na iskanje finančnih težav.

Analogno, kot zgoraj izračunano, podajamo v Tabeli 11 podatke o kazalniku ROS od leta 2005 do leta 2009. Podatki, ki jih potrebujemo za izračun omenjenega kazalnika so v Tabeli 7.

Tabela 11: Kazalnik ROS od leta 2005 do leta 2009

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Kazalnik ROS	17,6 %	16,8 %	17,0 %	16,4 %	18,2 %

Iz Tabele 11 je razvidno, da je najvišja vrednost kazalnika ROS dosežena leta 2009. Tega leta omenjen kazalnik znaša 18,2 %. To glede na leto 2008 pomeni povečanje v višini 1,8 % točke. Najmanjšo vrednost omenjenega kazalnika pa je zaznati leta 2008.

3.3.4 Kazalnik dobička na delnico (Earnings per share-EPS)

Cilj informacije o čistem dobičku na delnico je podati merilo za deleže vsake redne delnice podjetja v uspešnosti podjetja, med obravnavanim obdobjem. Kazalnik dobiček na delnico (Earnings per share-EPS) je znesek čistega dobička, ki odpade na posamezno delnico. Kazalnik nam služi kot indikator profitabilnosti podjetja. Enačba za izračun je podana takole:

$$\text{Dobiček na delnico} = \frac{\text{čisti dobiček podjetja}}{\text{število izdanih delnic}} \quad (14)$$

Ta enačba za izračun kazalnika EPS je splošna. Pri izračunu dobička na delnico za podjetje Krka pa upoštevamo naslednjo relacijo za izračun omenjenega kazalnika:

$$\text{Dobiček na delnico} = \frac{\text{čisti dobiček večinskih lastnikov Krke}}{\text{povprečno število izdanih delnic brez lastnih delnic}} \quad (15)$$

Za leto 2005 čisti dobiček na delnico tako ob upoštevanju enačbe (15) znaša:

$$\frac{97.342.560\text{€}}{(35.426.120 - 1.626.620)} = 2.9\text{€} \quad (16)$$

V Tabeli 12 so prikazane vrednosti čistega dobička na delnico še za preostala leta našega preučevanega obdobja, ki je zajeto v analizo:

Tabela 12: Izračun dobička na delnico za obdobje 2005-2009

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Čisti dobiček večinskih lastnikov v €	97.342.560	112.086.000	132.863.000	155.955.000	173.766.000
Število delnic, brez lastnih	33.799.500	33.799.500	33.799.500	33.799.500	33.799.500
EPS v €	2,9	3,31	3,93	4,61	5,14

Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

V Tabeli 12 so izračunane vrednosti kazalnika EPS kot razmerje med čistim dobičkom večinskih lastnikov ter številom izdanih delnic. Pri izdanih delnicah ne upoštevamo lastnih delnic, ker se na te ne razdeli čisti dobiček. Takoj se opazi, da vrednosti EPS naraščajo po letih, vzrok temu so naraščajoče vrednosti čistega dobička večinskih lastnikov. Število delnic, brez lastnih, ostaja v naši analizi nespremenjeno.

3.4 Kazalniki vrednotenja

Namen kazalnikov vrednotenja je oceniti ali je neka delnica precenjena ali podcenjena. Nakup in/ali prodaja delnic zgolj na podlagi kazalnikov vrednotenja je tvegan/a. Slabost omenjenih kazalnikov je namreč v tem, da se iz njih ne vidi kakovosti poslovanja družbe.

3.4.1 Kazalnik $\frac{P}{E}$

Kazalnik $\frac{P}{E}$ meri koliko € so vlagatelji pripravljeni plačati za € dobička družbe. Kazalnik nam pove za kolikokrat tržna cena delnice presega letni dobiček na delnico družbe. Formula se glasi takole:

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} \quad (17)$$

Upošteva se enačbo (17) tako leta 2005 kazalnik $\frac{P}{E}$ znaša:

$$\frac{42,72\text{€}}{2,88\text{€}} = 14,83 \quad (18)$$

V Tabeli 13 podajamo vrednosti kazalnika $\frac{P}{E}$ za naše petletno obdobje:

Tabela 13: Kazalnik $\frac{P}{E}$ za obdobje od leta 2005 do leta 2009

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
P v €	42,72	78,48	124,29	48,27	64,04
EPS v €	2,88	3,31	3,93	4,61	5,14
$\frac{P}{E}$	14,83	23,71	31,63	10,47	12,46

Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

Vrednosti kazalnika $\frac{P}{E}$ od leta 2005 pa do leta 2007 naraščajo. Najmanjša vrednost omenjenega kazalnika je leta 2008. V letu 2009 pa je spet zaznati nekoliko večjo vrednost glede na prejšnje leto.

3.4.2 Kazalnik $\frac{P}{B}$

Kazalnik $\frac{P}{B}$ računa razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice. Pove nam koliko € so vlagatelji pripravljeni plačati za € knjigovodske vrednosti delnice.

Enačba za enostavni izračun se glasi:

$$\frac{P}{B} = \frac{P}{BV} \quad ; \quad (19)$$

kjer P predstavlja vrednost delnice na določen dan, BV (Book value) pa knjigovodsko vrednost delnice. Pri našem izračunu upoštevamo vrednosti P in BV konec leta.

Če enačbo (19) še bolj razstavimo, dobimo formulo za izračun natančnega izračuna $\frac{P}{B}$, in sicer se formula glasi:

$$\frac{P}{B} = \frac{BV - BVp - Ld}{št.delnic(t) - Ld(št.)} \quad (20)$$

Kratice v naši formuli pomenijo sledeče:

BV- knjigovodska vrednost lastniškega kapitala večinskega lastnika

BVp- knjigovodska vrednost prednostnega lastniškega kapitala večinskega lastnika

Ld- rezerve za lastne deleže

Št. delnic (t)- število delnic na dan t

Ld(št.)- število lastnih delnic na dan t

Sedaj je v našem izračunu odstranjen vpliv prednostnega kapitala in vpliv lastnih delnic družbe. To se lepo vidi iz enačbe (20).

Upoštevajoč enačbo (20) dobimo za leto 2005 vrednost kazalnika $\frac{P}{B}$:

$$\frac{42,72\text{€}}{13,54\text{€}} = 3,155 \quad (21)$$

V Tabeli 14 podajamo izračune kazalnika $\frac{P}{B}$ za petletno obdobje naše analize:

Tabela 14: Vrednosti kazalnika $\frac{P}{B}$

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Cena delnice na dan 31.12. v €	42,72	78,48	124,29	48,27	64,04
Knjigovodska vrednost delnice v €	13,54	16,12	19,22	22,11	25,98
P/B	3,155	4,868	6,467	2,183	2,465

Iz zgornje tabele, Tabele 14, razberemo, da je najvišja vrednost kazalnika $\frac{P}{B}$ dosežena leta 2007. Tega leta so torej vlagatelji pripravljeni plačati največ za € knjigovodske vrednosti delnice.

3.4.3 Dividendna donosnost Krkinih delnic

Dividendno donosnost delnice dobimo tako, da vrednost bruto dividende na delnico delimo s tečajem delnice konec leta, to je 31. decembra, ter ulomek nato pomnožimo s 100. Izražena je v %. Zapišemo:

$$\text{Dividendna donosnost} = \frac{\text{bruto dividenda na delnico}}{\text{tečaj delnice 31. dec.}} \times 100 \quad (22)$$

Za delnico Krke tako dobimo dividendno donosnost v letu 2005:

$$\frac{0,58\text{€}}{42,72\text{€}} \times 100 = 1,35\% \quad (23)$$

Analogno izračunamo dividendno donosnost za preostala leta. V Tabeli 15 podajamo izračune dividendne donosnosti Krke za petletno obdobje:

Tabela 15: Dividendne donosnosti po letih

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
Dividendna donosnost v %	1,35	0,879	0,643	1,8681	1,6396

Dividendna donosnost Krkinih delnic od leta 2005 pa do leta 2007 pada. V letu 2008 je dosežena najvišja vrednost dividendne donosnosti v naši preučevani analizi, 1,86 %.

3.4.3.1 Politika dividend

Krka sledi politiki stabilne rasti dividend. Dividende se izplačajo enkrat letno. Skupščina delničarjev odloči o predlogu za višino dividend. Dividende se začnejo izplačevati 60 dni po zasedanju skupščine delničarjev. Vrednosti bruto dividend po letih podajamo v Tabeli 16:

Tabela 16: Vrednosti dividend po letih

Leto	2005	2006	2007	2008	2009
EPS v €	2,88	3,30	3,92	4,61	5,14
Bruto dividenda na delnico v €	0,58	0,69	0,80	0,91	1,05

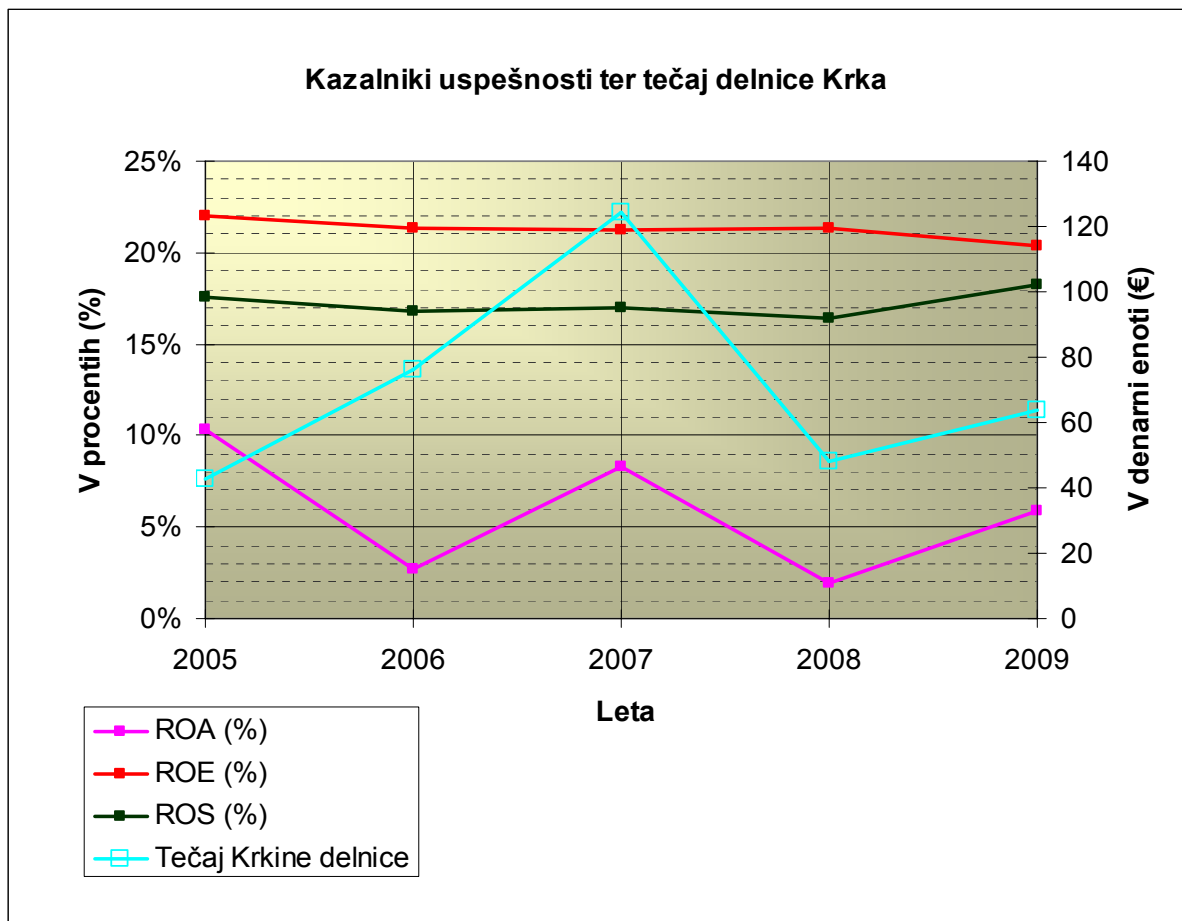
Vir: Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.

Dividende Krke rastejo vsako leto, kot je razvidno tudi iz Tabele 16. V našem preučevanem petletnem obdobju se je bruto dividenda v letu 2009 skoraj podvojila, če primerjamo z letom 2005. Tabela tudi jasno prikazuje naraščanje čistega dobička na delnico vsako leto. Tako je čisti dobiček na delnico (EPS) leta 2005 znašal 2,88 €, leta 2009 pa že 5,14 €. Med čistim dobičkom na delnico in višino dividende tako obstaja pozitivna povezava, kot je razvidno tudi iz naše tabele, Tabele 16.

4 ANALIZA USPEŠNOSTI POSLOVANJA TER TEČAJA DELNICE KRKA

Da gibanje tečaja delnice Krka ni odvisno samo od uspešnosti poslovanja je lepo razvidno s Slike 4. V analizo smo zajeli nekatere kazalnike, ki izražajo uspešnost poslovanja, kot so čista dobičkonosnost sredstev, čista dobičkonosnost kapitala ter kazalnik čistega dobička v prihodkih od prodaje. Njihovo gibanje smo primerjali z gibanjem tečaja Krkine delnice.

Slika 4: Kazalniki uspešnosti ter tečaj delnice Krka



Na Sliki 4 se lepo vidi, da gibanje kazalnika ROE ni enako gibanju tečaja Krkine delnice. Gibanje kazalnika ROS je enako gibanju kazalnika ROE, izjema je obdobje od konca leta 2008 pa do konca leta 2009, kjer se omenjena kazalnika gibljeta v nasprotno smer. Gibanje kazalnika ROS je skladno z gibanjem tečaja Krkine delnice le v letu 2009. Kazalnik ROA se v letu 2006 giblje v nasprotno smer, kot pa se giba tečaj Krkine delnice. V vseh naslednjih letih pa je gibanje kazalnika ROA zelo podobno gibanju tečaja Krkine delnice. Izmed kazalnikov uspešnosti poslovanja je torej gibanje kazalnika ROA najbolj podobno gibanju tečaja Krkine delnice. Nihanje je pri kazalniku ROA večje kot pa pri kazalniku ROE ter ROS, kjer se vrednosti omenjenih kazalnikov ne spreminjajo tako zelo. S primerjavo gibanja kazalnikov uspešnosti poslovanja ter gibanja tečaja Krkine delnice tako potrdimo, da na tečaj Krkine delnice ne vpliva le uspešnost poslovanja, ampak tudi drugi dejavniki.

SKLEP

Delnica se poleg osnove opredelitve, torej kot alikvotni del osnovnega kapitala delniške družbe, razume tudi kot listina in vsebina članskih pravic. Delnice so temeljni opredelilni element delniške družbe. To se kaže v tem, da ima osnovni kapital (osnovno glavnico) razdeljen na delnice. Delnica mora vsebovati oznako, da je delnica. Označiti je potrebno tudi razred delnice, saj dajejo delnice istega razreda iste pravice.

Temeljni dejavniki, tehnični dejavniki ter tržno razpoloženje so dejavniki, ki jih pri svojem investicijskem obnašanju upoštevajo različni tipi investorjev. Poglavitna značilnost

temeljnih dejavnikov je v tem, da ko so znani, so že vračunani v ceno delnice in ne vplivajo več na spremembo tečaja. V okviru tehničnih dejavnikov se opravlja tehnična analiza, pri kateri gre za preučevanje gibanja tečaja delnice v preteklih obdobjih. Pri pojasnjevanju cenovnih sprememb delnic igra pomembno vlogo faktor razpoloženja. Gre za odraz vlagateljevih čustev, občutij, pričakovanj ter psihologije, ki se oblikujejo pod vplivom različnih novic.

Uspeh poslovanja je poslovni izid, ki je lahko dobiček ali izguba. Uspešnost poslovanja pa izhaja iz temeljnega ekonomskega problema, ki pa je v omejenosti dobrin. Zato je potrebno s temi racionalno gospodariti. Pri uspehu poslovanja nas zanima absolutni rezultat, ki je izražen v poslovnem izidu, ki je lahko dobiček ali izguba. Pri uspešnosti poslovanja na drugi strani pa nas zanima relativni rezultat, oziroma rezultat v primerjavi s sredstvi, potrebnimi za njegovo doseganje.

Odgovor na to, ali Krka posluje uspešno, dobimo s primerjavo vrednosti čiste dobičkonosnosti sredstev (ROA) najboljših podjetij v panogi. Ugotovimo, da je vrednost kazalnika ROA za podjetje Krka vsa leta našega preučevanega obdobja večja od vrednosti kazalnika ROA za Tevo. Zato lahko sklepamo, da Krka posluje uspešno.

Gibanje kazalnikov uspešnosti, ki smo jih zajeli v našo analizo, ni skladno z gibanjem tečaja delnice Krke. Izmed kazalnikov, ki izražajo uspešnost poslovanja, je gibanje kazalnika ROA še najbolj podobno gibanju tečaja delnice Krka. Omenjen kazalnik pa se v letu 2006 giblje v nasprotno smer gibanja tečaja Krkine delnice. Med gibanjem kazalnikov ROE ter ROS in gibanjem tečaja Krkine delnice ni nobene podobnosti. Je pa res, da je gibanje kazalnika ROS v letu 2009 podobno gibanju tečaja Krkine delnice. ROE se v tem letu giblje v nasprotno smer gibanja tečaja Krkine delnice.

Omenjena analiza nam tako pomaga razumeti, da uspešnost poslovanja ni edini dejavnik oblikovanja cen delnic in njihovega spreminjanja. Če bi bila namreč uspešnost poslovanja podjetja Krka edini dejavnik oblikovanja cen delnic, bi se morali omenjeni kazalniki v naši analizi gibati skladno z gibanjem tečaja Krkine delnice.

LITERATURA IN VIRI

1. Achelis, B. (2003). *Technical Analysis from A to Z* (2nd edition). New York: Mcgraw Hill Companies.
2. Kostolany, A. (2002). *Borzna psihologija*. Ljubljana: Soleco.
3. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi* (2. izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Ivanjko, Š., & Kocbek, M. (2001). *Pravo družb, Statusno gospodarsko pravo* (2. spremenjena izdaja). Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije d.o.o.
5. Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2003). *Fundamentals of corporate finance* (6th edition). New York: The McGraw-Hill Companies.

6. Walton, P. (2000). *Financial Statement Analysis*. London: Business Press.
7. Atrill, P., & McLaney E. (2001). *Accounting and Finance* (3rd ed.). Harlow: Prentice Hall.
8. Walsh, C. (1996). *Key Management Ratios*. London: Hall International
9. Rees, B. (1994). *Financial Analysis*. London: Prentice Hall
10. Berk, A., Lončarski, I., & Zajc, P. (2007). *Poslovne finance* (3. dopolnjena in popravljena izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. Zaman, M., Hočevar, M., & Igličar, A. (2007). *Temelji računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
12. Lettau, M. (2001). *Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns*: The Journal of Finance, str. 815-849
13. Samuelson Paul A., & Nordhaus William D. (2001). *Economics* (17th edition). New York: McGraw-Hill.
14. Blanchard, O., Johnson David R., & Melino A. (2003). *Macroeconomics* (2nd edition). Toronto: Prentice Hall.
15. Benedik, B. (2003). *Ugotavljanje uspešnosti podjetij z računovodskimi in finančnimi kazalniki*, (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta
16. Elliot, B., & Elliot, J. (2004). *Financial Accounting and Reporting* (8th ed.). Glasgow: Prentice Hall.
17. Bloomberg, Krka d.d. Novo mesto. Najdeno 10. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=KRKG:SV>
18. Letno poročilo podjetja Krka za leto 2007. Najdeno 15. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=129>
19. Letno poročilo podjetja Krka za leto 2008. Najdeno 10. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=128>
20. Letno poročilo podjetja Krka za leto 2009. Najdeno 20. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=4068>
21. Padec delnice Krke v oktobru 2006. Najdeno 6. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.preberi.si/content/view/7535-Padec-delnice-Krke.html>

22. Premočrtna rast Krkinih delnic v začetku maja 2006. Najdeno 6. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.rsi.si/gospodarstvo/premocrna-rast-krkinih-delnice/53831>

23. Rast delnic Krke je brez oprijemljive podlage. Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/275883/Rast-delnice-Krke-je-brez-oprijemljive-podlage>

24. Slovar borznih izrazov. Najdeno 4. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791>

25. Teva pharmaceutical company financial information. Najdeno 20. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.advfn.com/p.php?pid=financials&symbol=NASDAQ%3ATEVA>

26. Za vlagatelje, sestava delničarjev. Najdeno 5. aprila 2010 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/sl/za-vlagatelje/sestava-delnice>