

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNO–RAČUNOVODSKA ANALIZA
PODJETJA KRKA D.D.**

Ljubljana, september 2011

JOŽICA ŠINKOVEC

IZJAVA

Študentka Jožica Šinkovec izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Primoža Dolenca , in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 27.09.2011

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 RAČUNOVODSKI KAZALNIKI	1
1.1 Računovodsko preučevanje.....	1
1.2 Analiza računovodskih izkazov na podlagi računovodskih kazalnikov.....	4
1.3 Skupine kazalnikov	5
1.3.1 Kazalniki stanja financiranja	5
1.3.1.1 Delež kapitala v financiranju.....	5
1.3.1.2 Delež dolgov v financiranju (stopnja dolžniškosti financiranja)	6
1.3.1.3 Kazalnik finančnega vzvoda (koeficient dolgovno-kapitalskega razmerja)	6
1.3.2 Kazalniki stanja investiranja (naložbenja)	6
1.3.2.1 Delež dolgoročnih sredstev	6
1.3.2.2 Delež kratkoročnih sredstev	7
1.3.3 Kazalniki plačilne sposobnosti.....	7
1.3.3.1 Pospešeni koeficient.....	7
1.3.3.2 Hitri koeficient	8
1.3.3.3 Kratkoročni koeficient.....	8
1.3.4 Kazalniki obračanja.....	8
1.3.4.1 Koeficient obračanja terjatev do kupcev in povprečna doba vezave terjatev do kupcev.....	9
1.3.5 Kazalniki gospodarnosti.....	9
1.3.5.1 Gospodarnost poslovanja	9
1.3.5.2 Celotna gospodarnost	9
1.3.6 Kazalniki dobičkonosnosti	10
1.3.6.1 Čista dobičkonosnost sredstev	10
1.3.6.2 Čista dobičkonosnost kapitala.....	10
1.3.6.3 Dobičkonosnost prihodkov in čista dobičkonosnost prihodkov	11
1.3.7 Sistem povezanih kazalnikov	11

2 FINANČNI KAZALNIKI.....	11
2.1 Ekonomska dodana vrednost ali EVA	12
2.2 Postopek izračuna kazalnika EVA	13
3 ANALIZA PODJETJA KRKA D.D.	17
3.1 Predstavitev podjetja Krka d.d.	17
3.2 Računovodski kazalniki podjetja Krka d.d.	17
3.2.1 Kazalniki stanja financiranja podjetja Krka d.d.	18
3.2.2 Kazalnika stanja investiranja podjetja Krka d.d.	19
3.2.3 Kazalnika plačilne sposobnosti podjetja Krka d.d.	19
3.2.4 Kazalnika obračanja podjetja Krka d.d.	20
3.2.5 Kazalnika gospodarnosti podjetja Krka d.d.	20
3.2.6 Kazalniki dobičkonosnosti podjetja Krka d.d.	20
3.3 Izračun ekonomske dodane vrednosti za podjetje Krka d.d.	21
SKLEP.....	23
LITERATURA IN VIRI	24

Kazalo tabel

<i>Tabela 1: Sestava delničarjev Krke d.d. na dan 31. december 2010 in 30. junij 2011</i>	17
<i>Tabela 2: Vrednosti kazalnikov stanja financiranja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih</i>	18
<i>Tabela 3: Vrednosti kazalnikov stanja investiranja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih</i>	19
<i>Tabela 4: Vrednosti kazalnikov plačilne sposobnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih... </i>	19
<i>Tabela 5: Vrednosti kazalnikov obračanja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih.....</i>	20
<i>Tabela 6: Vrednosti kazalnikov gospodarnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih</i>	20
<i>Tabela 7: Vrednosti kazalnikov dobičkonosnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih</i>	21
<i>Tabela 8: Izračun investiranega kapitala podjetja Krka d.d. v opazovanih letih.....</i>	21
<i>Tabela 9: Izračun ekonomske dodane vrednosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih in primerjava s čistim dobičkom poslovnega leta</i>	22

UVOD

Namen tega diplomskega dela je predstaviti izbrane računovodske kazalnike in izbrani finančni kazalnik ter med njimi poiskati tiste, ki nudijo največ informacij lastnikom podjetja. Prikazati želim primer analize, ki poleg informiranja tudi usmerja lastnike. Zanima me, kako lahko kazalniki nudijo podporo lastnikom pri poslovnih odločitvah.

Diplomsko delo je vsebinsko razdeljeno na teoretični del in na analizo primera podjetja. V prvem delu teoretičnega dela predstavljam računovodske kazalnike, in sicer kazalnike stanja financiranja, kazalnike stanja investiranja, kazalnike plačilne sposobnosti, kazalnike obračanja, kazalnike dobičkonosnosti in sistem povezanih kazalnikov. Prikazati želim prednosti in slabosti kazalnikov. Preveriti želim predpostavko, da je težava računovodskih kazalnikov, da nudijo informacije le za preteklost. V drugem delu teoretičnega dela predstavljam finančni kazalnik EVA, kot kazalnik, ki bolj kot vsi opredeljeni računovodski kazalniki upošteva vidik lastnikov v podjetju.

V analizi primera podjetja obravnavam delniško družbo Krka d.d., in sicer leta 2007, 2008, 2009 in 2010. Z analizo večih zaporednih let lahko dobimo občutek, v katero smer se giblje podjetje in s tem jasnejšo predstavlo poslovanja podjetja. Na podlagi javno dostopnih podatkov želim predstaviti izračun in interpretacijo posameznih kazalnikov. Izbrane kazalnike primerjam tudi s povprečnimi vrednostmi panoge v kateri deluje podjetje, se pravi farmacije, in sicer na področju Evrope.

Cilj diplomskega dela je prikazati, kaj je pri analizi finančnih in računovodskih kazalnikov pomembno za lastnike.

1 RAČUNOVODSKI KAZALNIKI

Podjetje ima možnost različnega prikazovanja svojih poslovnih rezultatov. Poleg predpisanih računovodskih izkazov lahko rezultate prikaže še dodatno s kazalniki. Na kakšen način jih prikaže, je odvisno od namena prikaza in potreb uporabnikov.

1.1 Računovodsko preučevanje

Računovodski izkazi vsebujejo veliko informacij o finančnem položaju in uspešnosti poslovanja podjetja, vendar jih moramo podrobneje analizirati, če želimo predstaviti jasnejšo in bolj pregledno sliko (Feroz, Kim & Raab, 2003, str. 48; Igličar & Hočevar, 1997, str. 219). Izračunane podatke je treba primerjati z drugimi, ki služijo kot standard. Pri tem se opazuje ali se podatki gibljejo v nekem trendu in če je prišlo do večjih odstopanj. Vsako večje odstopanje je znak, ki zahteva podrobnejšo preveritev (Carlson, 2000, str. 78-80). Igličar in Hočevar (1997, str. 219) pišeta o treh vrstah podatkov, ki se uporabljajo za primerjave

računovodskih izkazov: podatki preteklega poslovanja podjetja, podatki o načrtovanem poslovanju in podatki o poslovanju podjetij v isti gospodarski panogi. Kot najzanimivejšo vrsto analize izpostavljata tretjo, to je analiza na podlagi poslovanja podjetij v isti gospodarski panogi. Opozorjata pa, da je težko dobiti kvalitetne podatke. Težko je ugotoviti, katero podjetje je npr. najboljše v panogi. Slovenski gospodarski prostor je razmeroma majhen, medtem ko se primerjava s tujimi podjetji lahko zaplete zaradi posebnosti računovodskega poročanja. Poleg tega pa je težava tudi, kadar se podjetje ukvarja z več dejavnostmi in ne vemo znotraj katere dejavnosti naj primerjamo konkurente. Svetujeta naj te težave poskusimo pri analizi nevtralizirati (Igličar & Hočevar, 1997, str. 220). Collier, Grai, Hasllit in McGowan so na primeru Motorole skušali prikazati težave finančne analize pri podjetju, ki ima nehomogene podatke. Rešitev so našli z analizo posameznih področij delovanja podjetja (Collier, Grai, Hasllit & McGowan, 2010, str. 23). Na vprašljivost kakovosti analize zaradi pomanjkanja kakovostnih podatkov opozarja tudi Kavčičeva (2002, str. 160).

Slovenski računovodski standardi (v nadaljevanju SRS) v delu o računovodskem preučevanju najprej opredelijo pojem računovodskega preučevanja oz. analiziranja. V SRS 29 (2006) lahko preberemo, da je računovodsko analiziranje računovodsko presojanje kakovosti pojavov in računovodskih podatkov o njih. Opredeljeno je kaj obsega analiziranje. Kot je zapisano, gre za tesno povezavo s sestavljanjem računovodskih poročil o načrtovanih in uresničenih poslovnih procesih in stanjih. Poudarjeno je, da se z računovodskim analiziranjem povečuje kakovost računovodskih informacij, ki pojasnjujejo stanje in dosežke pri delovanju, ter podlage za izboljšavo procesov in stanj.

Računovodsko preučevanje oz. računovodsko analiziranje je namenjeno oblikovanju informacij za odločanje. Z računovodskimi izkazi se organizacija predstavlja lastnikom, potencialnim investitorjem in drugim v okolju (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, Koželj & Odar, 2004, str. 627). Uporabniki računovodskih informacij so lahko zunanji ali notranji. Med zunanje uporabnike štejemo lastnike podjetja brez aktivne pravice odločanja, možne vlagatelje kapitala v podjetje, dajalce dolgoročnih in kratkoročnih posojil, dobavitelje, glavne stalne kupce, konkurente podjetja, državo in javnost. Med notranje uporabnike pa štejemo poslovodstvo podjetja, lastnike z možnostjo odločanja in zaposlene (Zaman Groff, Hočevar & Igličar, 2007, str. 23). SRS 30.7 (2006) opredeljuje notranje uporabnike računovodskih informacij tako: izvajalci posameznih nalog v podjetju, ki morajo odločati o podrobnostih izvajanja, poslovodstvo v podjetju od najnižje ravni do uprave (ravnateljstva), upravljalni in nadzorni organi v podjetju ter zaposlenci v podjetju. SRS 30.8. (2006) pa našteva zunanje uporabnike računovodskih informacij: lastniki podjetja, ki niso člani njegovih upravljalnih in/ali nadzornih organov (tudi možni vlagatelji), posojilodajalci (zlasti dajalci dolgoročnih pa tudi kratkoročnih posojil), dobavitelji (zlasti dajalci dolgoročnih blagovnih pa tudi kratkoročnih kreditov), kupci (zlasti glavni stalni kupci), država in javnost (tudi tekmeci). Pomembnejši uporabniki informacij so zapisani med prvimi na seznamu oz. kot je zapisano v SRS 30.11. (2006) je pogostost zagotavljanja računovodskih informacij in njihova podrobnost določena z mestom v zaporedju.

Iz delitve uporabnikov na zunanje in notranje lahko prepoznamo tudi različne potrebe enih in drugih. SRS 29.2. (2006) glede razlike med računovodskim in finančnim proučevanjem pravi takole: »Računovodsko proučevanje je del celotnega proučevanja delovanja podjetja. Razlikuje se od finančnega proučevanja, ki zajema zgolj proučevanje poslovanja iz zornega kota finančnega področja nalog v podjetju, to je denarnih tokov (prejemkov in izdatkov) oziroma procesov in stanj, ki so povezani z vlaganjem (financiranjem) in naložbenjem (investiranjem); finančno proučevanje prevzema in pogloblja le tisti del računovodskega proučevanja, ki je usmerjen k finančnemu načinu razmišljanja.« Zaman Groffova s sodelavci (2007, str. 24-25) opredeljuje finančno računovodstvo kot del računovodstva, namenjen zunanjim uporabnikom, medtem ko stroškovno računovodstvo zaradi njegove analitične narave povezuje s poslovanjem znotraj samega poslovnega sistema. Mramor pa poimenuje računovodstvo za notranje uporabnike z besedno zvezo upravljalno računovodstvo (Mramor, 1993, str. 153). SRS 29.3. (2006) glede uvrstitve računovodskega proučevanja pojasnjuje: »Računovodsko proučevanje je sestavina finančnega računovodstva, kadar obravnava računovodske podatke, pomembne za prikazovanje celotnega podjetja ali njegovih razmerij z drugimi, in sestavina stroškovnega računovodstva, kadar obravnava računovodske podatke o podrobnostih z notranjega področja delovanja. Ne glede na to, ali gre za proučevanje v okviru stroškovnega ali finančnega računovodstva, je treba pri proučevanju, pomembnem za odločanje poslovanja (ali lastnikov), upoštevati tudi njegovo poslovodno (odločevalno) vlogo.«

Turk s sodelavci (2004, str. 627) opozarja, da četudi je na primer pozornost lastnikov usmerjena predvsem v dobičkonosnost kapitala, jih gotovo zanima tudi npr. zakaj je bila v proučevanem poslovnem letu dobičkonosnost kapitala drugačna od tiste v prejšnem poslovnem letu ali drugačna od načrtovane pa tudi kako na to vplivajo odnosi v sami organizaciji. Kot pravijo omenjeni avtorji to nakazuje na potek računovodskega proučevanja v dveh smereh. Prva smer je poskus odgovora na vprašanje, zakaj je bilo uresničevanje poslovnega izida v danem poslovnem letu drugačno od tistega, ki je bilo upoštevano kot sodilo, medtem ko druga smer pojasnjuje vrsto kazalnikov kot razmerij med gospodarskimi kategorijami v isti organizaciji in na tej podlagi oblikuje sodbo.

Avtorji ugotavljajo, da računovodsko proučevanje v okviru finančnega računovodstva še vedno ni zadovoljivo razvito niti v splošni svetovni teoriji niti v gospodarski praksi. Razlike v računovodskih pristopih med državami pomenijo tudi težje primerjave (Sweet & Sylvestre, 1999, 103-104; Turk et al., 2004, str. 627).

Pri računovodskem proučevanju lahko izbiramo med različnimi pristopi. Kot ugotavlja Kavčičeva (2002, str. 160-161) ima analiza z odmiki ponavadi omejeno izrazno moč, medtem ko so računovodski kazalniki primerni za primerjavo v času in prostoru. Tudi Turk s sodelavci ugotavlja, da se pri razčlenjevanju odmikov pojavijo težave, in sicer med drugim pomanjkanje podatkov, ki pogosto niso razčlenjeni kot jih omenjeni teoretski pristop zahteva (Turk et al., 2004, str. 640).

1.2 Analiza računovodskih izkazov na podlagi računovodskih kazalnikov

S kazalnikom mislimo relativno število, dobljeno s primerjavo dveh velikosti, ki ima določeno spoznavno moč in omogoča oblikovati sodbo o kakih procesih ali stanjih. Kazalniki so lahko izraženi kot indeksi, koeficienti ali stopnje udeležbe (Zaman Groff et al., 2007, str. 283; Turk et al., 2004, str. 654). SRS 29.25 opredeljuje računovodske kazalnike kot relativna števila, ki se nanašajo na gospodarske kategorije, o katerih obstajajo računovodski podatki.

Prednost uporabe računovodskih kazalnikov je med drugim, da se veliko število podatkov iz računovodskih izkazov zmanjša na nekaj glavnih parametrov in zagotavlja primerljivost računovodskih izkazov različno velikih podjetij (Slapničar & Kuhelj-Krajnović, 1999, str. 65). Tyran (v Kavčič, 2002, str. 162-163) navaja naslednje prednosti analize na podlagi kazalnikov: jasnost in razumljivost informacij o poslovanju podjetja ter primerljivost s preteklimi izidi in konkurenčnimi podjetji; opredelitev nenormalnih in spreminjajočih se razmer in ugotavljanje pomembnejših odmikov; omogočanje vpogleda v posamezne računovodske informacije, ki lahko opozorijo na nezaželene krizne razmere; informacije nam predstavi bolj urejeno in pregledno, kar olajša uresničevanje ciljev ter pomaga pri odločanju posloводства o dobičkonosnosti, finančni trdnosti, plačilni sposobnosti, gospodarnosti, konkurenčnosti, rasti, razvoju, uspešnosti in učinkovitosti; prikazujejo prednosti in slabosti poslovanja glede na okolje podjetja in oblikujejo mnenje o preteklem poslovanju in napovedujejo prihodnje uspešnosti podjetja.

Vendar pa ima uporaba kazalnikov tudi pomanjkljivosti. Slapničarjeva in Kuhelj-Krajnovičeva (1999, str. 65) med pomembnejšimi navajata: »tovrstna analiza ne odpravlja pomanjkljivosti računovodskih izkazov, temveč jih včasih celo pomnoži, kazalniki eliminirajo velikost podjetja; čeprav je nerazumno pričakovati, da so podjetja različnih velikosti povsem primerljiva; kazalniki se ne porazdeljujejo normalno, kar otežuje ne le statistično analizo, temveč tudi interpretacijo in primerljivost kazalnikov. Posebno vprašanje je, kaj je sodilo uspešnosti podjetja oziroma s čim primerjati vrednost kazalnika za določeno podjetje. Ker številni kazalniki že po definiciji niso normalno porazdeljeni, povprečna vrednost kazalnika v panogi ni optimalna primerjava.«

Izračun kazalnika je ponavadi enostavnejši del analize. Težje pa je vsebinsko razložiti izračunane vrednosti in ugotoviti ugodnosti in neugodnosti izkazane vrednosti ter opredeliti podlage za ukrepanje (Feroz et al., 2003, str. 48; Zaman Groff et al., 2007, str. 284; Kavčič, 2002, str. 162).

1.3 Skupine kazalnikov

Predstavljam računovodske kazalnike, in sicer kazalnike stanja financiranja, kazalnike stanja investiranja, kazalnike plačilne sposobnosti, kazalnike obračanja, kazalnike gospodarnosti in kazalnike dobičkonosnosti.

1.3.1 Kazalniki stanja financiranja

Kazalniki stanja financiranja so usmerjeni v analizo načina financiranja podjetja, kjer nas zanima višina dolgov oziroma kapitala v strukturi vseh virov financiranja. Te vrste kazalnikov so zelo pomembne za posojilodajalce podjetja, saj jim kažejo tveganost glede vračil glavnice in obresti. Pomembni so tudi pri dolgoročnih odločitvah o politiki financiranja podjetja (Zaman Groff et al., 2007, str. 285; Igljučar & Hočevvar, 1997, str. 231).

1.3.1.1 Delež kapitala v financiranju

Kot je razvidno iz enačbe (1) delež kapitala v financiranju kaže delež oziroma odstotek kapitala med celotnimi obveznostmi do virov sredstev. Čim večja je vrednost kazalnika, tem večji je delež kapitala, se pravi trajnih virov, med celotnimi viri sredstev. Vrednost kazalnika 1 oziroma 100 odstotkov bi pomenila, da podjetje nima dolgov in da so vsa sredstva financirana s kapitalom podjetja (Zaman Groff et al., 2007, str. 285; Igljučar & Hočevvar, 1997, str. 231).

Velikost tega kazalnika pove, kolikšna je finančna odvisnost podjetja od zunanjih virov financiranja. Velik delež kapitala v financiranju zmanjšuje tveganje pri poslovanju, vendar lahko tudi predstavlja težavo za managerje, ko poskušajo dosegati željeni donos na kapital, ki jim ga postavljajo lastniki (Igljučar & Hočevvar, 1997, str. 232). Ta podatek je pomemben tako za lastnike kapitala kot tudi za posojilodajalce. Pri tem so njihovi interesi različni. Posojilodajalci (predvsem banke) si želijo, da bi bila vrednost kazalnika čim višja. To jim pove kolikšna je trenutna zadolženost podjetja in posledično tudi kolikšno je tveganje za vračilo glavnice in obresti. Če je vrednost kazalnika visoka, to pomeni manjšo zadolžitev in manjše izdatke podjetja za vračilo glavnice in obresti oziroma tveganje povezano z dodatnim posojilom. Lastniki kapitala pa ponavadi želijo, da se podjetje financira tudi s posojili. Obresti sicer zmanjšujejo dobiček podjetja, vendar hkrati zmanjšujejo tudi davčno osnovo in s tem davek od dohodka pravnih oseb. V primeru financiranja investicij z izdajo novih delnic to pomeni razdelitev dobička med večje število delničarjev, kar pa je neugodno z vidika obstoječih delničarjev. Zaradi dvojnega interesa v podjetju in tudi zato, ker se spreminja v odvisnosti od veljavnih obrestnih mer, je težko določiti optimalno vrednost kazalnika (Zaman Groff et al., 2007, str. 285-286).

$$\text{Delež kapitala v financiranju} = \frac{\text{kapital}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \quad (1)$$

1.3.1.2 Delež dolgov v financiranju (stopnja dolžniškosti financiranja)

Delež dolgov v financiranju pove kolikšen del sredstev podjetja izvira iz naslova dolgov oziroma kolikšen del sredstev podjetja je financiran s tujimi viri. Ta kazalnik se dopolnjuje s prejšnjim kazalnikom. V primeru, da podjetje nima rezervacij in pasivnih časovnih razmejitev, se lahko kazalnik delež dolgov v financiranju izračuna tako, da se od 1 oziroma od 100 odstotkov odšteje kazalnik delež kapitala v financiranju. Razlaga tega kazalnika je podobna prejšnjemu, le da so tokrat posojilodajalci zainteresirani za čim manjšo vrednost tega kazalnika, delničarji pa želijo, da je delež dolgov najugodnejši glede na trenutne tržne obrestne mere in davčno zakonodajo, saj tako sledijo svojemu interesu čimvečjega dobička na enoto kapitala (Zaman Groff et al., 2007, str. 286-287).

$$\text{Delež dolgov v financiranju} = \frac{\text{dolgovi}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \quad (2)$$

1.3.1.3 Kazalnik finančnega vzvoda (koeficient dolgovno-kapitalskega razmerja)

Kazalnik finančnega vzvoda kaže razmerje med dolgovi in kapitalom. Vsebinsko se navezuje na kazalnika delež kapitala v financiranju in delež dolgov v financiranju. Čim večji je kazalnik, tem večji je delež dolgov med celotnimi viri financiranja (Zaman Groff et al., 2007, str. 288; Igličar & Hočevár, 1997, str. 233).

$$\text{Kazalnik finančnega vzvoda} = \frac{\text{dolgovi}}{\text{kapital}} \quad (3)$$

1.3.2 Kazalniki stanja investiranja (naložbenja)

Kazalniki stanja investiranja prikazujejo strukturo sredstev v podjetju, se pravi aktivno stran bilance stanja. Pri teh kazalnikih se lahko vrednosti po posameznih panogah precej razlikujejo (Zaman Groff et al., 2007, str. 289).

1.3.2.1 Delež dolgoročnih sredstev

Delež dolgoročnih sredstev pove delež oziroma odstotek, ki ga imajo dolgoročna sredstva med vsemi sredstvi podjetja. Vrednost kazalnika se razlikuje po panogah, v katerih se podjetje nahaja. Vrednost kazalnika je večja v tehnološko intenzivnih panogah (npr. v farmacevtski industriji) kot pri delovno intenzivnih panogah (trgovina, storitve in podobno) (Igličar &

Hočevar, 1997, str. 234). Ob podrobnejši analizi tega kazalnika lahko ugotovimo ali je njegova vrednost ugodna ali ne. Zmanjšanje kazalnika namreč pomeni da so se lahko povečala kratkoročna sredstva (kratkoročne terjatve, zaloge in denarna sredstva). To pozitivno vpliva na obračanje sredstev. V primeru zmanjšanja vrednosti kazalnika pa lahko sklepamo o dezinvestiranju, povezanem z naložbami v osnovna sredstva. (Zaman Groff et al., 2007, str. 289).

$$\text{Delež dolgoročnih sredstev} = \frac{\text{dolgoročna sredstva}}{\text{sredstva}} \quad (4)$$

1.3.2.2 Delež kratkoročnih sredstev

Kazalnik delež kratkoročnih sredstev lahko izračunamo tako da od 1 (oziroma 100%) odštejemo vrednost kazalnika delež dolgoročnih sredstev. Tudi na vrednost tega kazalnika vplivajo značilnosti panoge v kateri se podjetje nahaja. Povečana vrednost kazalnika lahko pomeni, da se je izboljšalo poslovanje podjetja, vendar to velja v primeru, ko so se kratkoročna sredstva povečala predvsem zaradi povečane poslovne dejavnosti. Po drugi strani pa lahko povečanje vrednosti tega kazalnika opozarja na nevarnost za podjetje, in sicer takrat, ko se je delež kratkoročnih sredstev (predsem zalog in kratkoročnih terjatev iz poslovanja) povečal brez povečanja obsega poslovanja (Zaman Groff et al., 2007, str. 290).

$$\text{Delež kratkoročnih sredstev} = \frac{\text{kratkoročna sredstva}}{\text{sredstva}} \quad (5)$$

1.3.3 Kazalniki plačilne sposobnosti

S to skupino kazalnikov, ki jo imenujejo tudi kazalniki vodoravnega finančnega ustroja, ne ugotavljamo strukture sredstev. Primerjamo posamezne postavke sredstev s posameznimi postavkami obveznosti do virov sredstev. Ti kazalniki posebej zanimajo posojilodajalce, kajti čim manjša je njihova vrednost, večje je tveganje, da podjetje ne bo plačilno sposobno in da ne bo moglo vrniti glavnice in pripadajočih obresti. Možnosti za pridobitev posojila so manjše, če pa podjetje že pridobi posojilo, pa imajo višjo obrestno mero. Imajo pa obravnavani kazalniki pomembno slabost: izračunavajo se namreč na podlagi statičnih podatkov, oziroma izražajo ekonomske kategorije na določen trenutek. Plačilna sposobnost pa je dinamična kategorija, zato je koristno dopolniti analizo plačilne sposobnosti s podatki iz (predračunskih) izkazov denarnih tokov (Zaman Groff et al., 2007, str. 291-292).

1.3.3.1 Pospešeni koeficient

Pospešeni koeficient prikazuje razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi dolgovi, vendar pa so iz kratkoročnih sredstev izločene zaloge in aktivne časovne razmejitev. V večini

analiz se kot ugoden pospešeni koeficient razume tisti, ki je višji od 1. So pa razlike po panogah (Zaman Groff et al., 2007, str. 295).

$$\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{denar. sredstva} + \text{kratk. fin. naložbe} + \text{kratk. terjatve}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (6)$$

1.3.3.2 Hitri koeficient

Hitri koeficient je v primerjavi s pospešenim koeficientom bolj zahteven pri izbiri kategorij sredstev, ki vplivajo na plačilno sposobnost. V števec kazalnika, kot lahko vidimo s primerjavo enačb (6) in (7), tako niso vključene kratkoročne terjatve. Ta kazalnik kaže plačilno sposobnost podjetja na zelo kratek rok. Kazalnik je običajno manjši od 1, ker kratkoročne obveznosti zapadejo v plačilo v času do enega leta, zato ni smiselno, da ima podjetje toliko najlikvidnejših sredstev (Zaman Groff et al., 2007, str. 295).

$$\text{Hitri koeficient} = \frac{\text{denar. sredstva} + \text{kratk. fin. naložbe}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (7)$$

1.3.3.3 Kratkoročni koeficient

Kratkoročni koeficient prikazuje razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi dolgovi. Igličar in Hočevar (1997, str. 238) nas opozarjata, da moramo biti pri uporabi in interpretaciji tega kazalnika previdni, ker ne moremo kar trditi, da se je plačilna sposobnost podjetja povečala, če se je povečala vrednost tega kazalnika. Avtorja navaja ta dva vzroka: »1. V števcu kazalnika so celotna kratkoročna sredstva podjetja, ne glede na njihovo obliko. Razumljivo je, da bo z denarnimi sredstvi podjetje lažje poravnalo svoje obveznosti kot na primer z zalogami. 2. Poslovodstvo lahko izboljša vrednost izračunanega koeficienta (če je bil večji od 1) tako, da na koncu leta poravna del kratkoročnih obveznosti. Zmanjšata se imenovalec in števec, vendar se celotna vrednost kazalnika poveča.« Zaradi navedenih vzrokov težko govorimo o optimalni vrednosti kazalnika. Posojilodajalci npr. ponavadi želijo, da je vrednost kazalnika višja od 2. Na višino kazalnika vpliva tudi panoga. (Igličar & Hočevar, 1997, str. 238).

$$\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{kratkoročna sredstva}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (8)$$

1.3.4 Kazalniki obračanja

Pri kazalnikih obračanja opazujemo hitrost obračanja posameznih vrst sredstev. Pokažejo nam sposobnosti poslovodstva, da učinkovito posluje s sredstvi. To je razlog, da so ti kazalci

pomembni tako za poslovodstvo kot tudi za lastnike in posojilodajalce. Velja, da hitrejše ko je obračanje sredstev, manj ima podjetje vezanih sredstev (Igličar & Hočevar, 1997, str. 240).

1.3.4.1 Koeficient obračanja terjatev do kupcev in povprečna doba vezave terjatev do kupcev

Koeficient obračanja terjatev do kupcev kaže število obratov terjatev do kupcev v denarna sredstva v enem letu. S kazalnikom preverimo poslovodstvo koliko je uspešno pri izterjavi terjatev, pa tudi plačilno disciplino kupcev. Če število dni v leto (365) delimo s koeficientom obračanja terjatev do kupcev, dobimo povprečno dobo vezave terjatev do kupcev. Pri rezultatih moramo upoštevati tudi plačilne roke (Zaman Groff et al, 2007, str. 296).

$$\text{Koef. obrač. terjatev do kupcev} = \frac{\text{prejemki od kupcev v letu dni}}{\text{povpr. stanje terjatev do kupcev}} \quad (9)$$

$$\text{Povpreč. doba vezave terj. do kupcev} = \frac{365}{\text{koef. obrač. terjatev do kupcev}} \quad (10)$$

1.3.5 Kazalniki gospodarnosti

Kazalniki gospodarnosti prikazujejo učinkovitost poslovanja podjetja z razmerjam med prihodki in odhodki. Kadar so prihodki večji od odhodkov, poslovni sistem posluje gospodarno (Zaman Groff et al., 2007, str. 298).

1.3.5.1 Gospodarnost poslovanja

Pri gospodarnosti poslovanja so iz koeficienta izločeni finančni prihodki in finančni odhodki ter drugi prihodki in drugi odhodki. Kazalnik kaže na učinkovitost podjetja pri opravljanju njegove osnovne dejavnosti (Zaman Groff et al, 2007, str. 298).

$$\text{Gospodarnost poslovanja} = \frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{poslovni odhodki}} \quad (11)$$

1.3.5.2 Celotna gospodarnost

Pri kazalniku celotna gospodarnost primerjamo vse prihodke z vsemi odhodki. Če je kazalnik pozitiven, je podjetje poslovalo z dobičkom. Kadar nas zanima vpliv neposlovnih dejavnosti (predvsem financiranja) na gospodarnost podjetja, primerjamo vrednost kazalnika celotne gospodarnosti s kazalnikom gospodarnosti poslovanja (Zaman Groff et al, 2007, str. 299).

$$\text{Celotna gospodarnost} = \frac{\text{prihodki}}{\text{odhodki}} \quad (12)$$

1.3.6 Kazalniki dobičkonosnosti

Pri kazalnikih dobičkonosnosti opazujemo dobičkonosnost sredstev, kapitala in prihodkov (Zaman Groff et al, 2007, str. 299).

1.3.6.1 Čista dobičkonosnost sredstev

Kazalnik čiste dobičkonosnosti sredstev, poimenovan tudi ROA (angl. *Return on assets*), prikazuje koliko podjetje uspešno uporablja svoja sredstva. Višja vrednost kazalnika nakazuje na uspešnejše poslovanje podjetja. Vendar pravo sliko dobimo šele s primerjavo rezultata s čisto dobičkonosnostjo sredstev najboljših podjetij v panogi (Zaman Groff et al, 2007, str. 300).

$$\text{Čista dobičkonosnost sredstev} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečno stanje sredstev}} \quad (13)$$

1.3.6.2 Čista dobičkonosnost kapitala

Kazalnik čiste donosnosti kapitala, poimenovan tudi ROE (angl. *Return on equity*), je zanimiv predvsem za lastnike kapitala. Prikazuje namreč, koliko denarnih enot se je ustvarilo iz denarne enote kapitala (Zaman Groff et al, 2007, str. 300).

$$\text{Čista dobičkonosnost kapitala} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{povprečno stanje kapitala}} \quad (14)$$

Avtorji opozarjajo na možnost manipulacij s tem kazalnikom. Zaradi vezave sistema nagrajevanja managerjev na izboljšanje dobička na delnico, so se nekateri managerji odločali za napihovanje dobička na delnico z različnimi pristopi, npr. preobilno hranjenje ustrežljivih strank. Preobilno hranjenje strank pomeni, da stranka konec leta kupi precej več kot potrebuje. Da se odloči za tak nakup, pa se ji ponudi daljše plačilne roke (Stern, Shieley & Ross, 2003, str. 12).

1.3.6.3 Dobičkonosnost prihodkov in čista dobičkonosnost prihodkov

Kazalnika dobičkonosnost prihodkov in čista dobičkonosnost prihodkov, tudi ROS (angl. *Return on Sales*), prikazujeta delež oziroma odstotek dobička v prihodkih, zato se pogosto uporabljata v računovodskih analizah. Zmanjšanje teh kazalnikov je ponavadi znak za poslovodstvo podjetja da mora skrbneje spremljati stroške podjetja (Zaman Groff et al, 2007, str. 301).

$$\text{Dobičkonosnost prihodkov} = \frac{\text{celotni poslovni izid}}{\text{prihodki}} \quad (15)$$

$$\text{Čista dobičkonosnost prihodkov} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{prihodki}} \quad (16)$$

1.3.7 Sistem povezanih kazalnikov

Konec dvajsetih let prejšnjega stoletja so v podjetju Dupont razvili sistem povezanih kazalnikov, ki se je močno uveljavil. Bistvo Dupontove analize je razčlenitev kazalnika ROE (dobičkonosnost kapitala) na tri kazalnike: dobičkovnost prihodkov (angl. *profit margin*), obračanje sredstev (angl. *asset turnover*) in razmerje med sredstvi in kapitalom (angl. *leverage*). Dupontov sistem kazalnikov povezuje vse temeljne kategorije iz bilance stanja in izkaza uspeha (Feroz et al., 2003, str. 49; Tekavčič & Megušar, 2009, str. 2-3).

Ker Dupontov sistem kazalnikov presega namen diplomskega dela, ga ne opredeljujem dalje.

2 FINANČNI KAZALNIKI

Poznanih je veliko različnih pristopov za ocenjevanje uspešnosti poslovanja podjetja. Okvirno lahko rečemo, da je določen pristop plod raziskav znotraj velikega svetovalnega podjetja. Tako je svetovalno podjetje KPMG razvilo kazalnik EVM (angl. *Economic Value Management*), ki ga lahko prevajamo kot ekonomsko vrednost managementa. Podjetje Boston Consulting Group je razvilo kazalnik CFROI (angl. *Cash Flow Return on Investment*), ki ga lahko prevajamo kot denarni tok donosnosti naložb. Podjetje Stern Stewart & Co. pa je razvilo kazalnik EVA (angl. *Economic Value Added*), ki ga lahko prevajamo kot ekonomsko dodano vrednost (Kramer & Peters, 2001, str. 42). Nekateri avtorji poudarjajo pomen kazalnikov denarnega toka, kot je npr. FCF (angl. *Free Cash Flow*). Svetujejo naj se pri preučevanju podjetja zadržimo več časa pri izkazu denarnih tokov kot pa pri izkazu poslovnega izida (Mills & Yamamura, 1998, str. 53). Skozi čas se pokaže koliko je določeno merilo uporabno. Pokažejo se prednosti in slabosti. Raziskovalci iščejo nove načine, s

katerimi bi upoštevali kar največ dejavnikov. Tudi tiste, ki se na prvi pogled ne dajo meriti (ang. *intangibles*). Eden takih pristopov je BSC (angl. *Balance Scorecard*), ki ga lahko prevajamo kot uravnoteženi sistem kazalnikov. BSC finančnim kazalnikom dodaja še vidik kupcev, procesov in notranje rasti. Vendar se ob množici dejavnikov, ki jih upošteva BSC, pojavijo tudi večje težave pri zbiranju podatkov (Ratnatunga & Montali, 2008, str. 1-5).

Za svoje preučevanje sem izbrala kazalnik EVA.

2.1 Ekonomska dodana vrednost ali EVA

Koncept EVA (angl. *Economic Value Added*), ki se prevaja tudi kot ekonomski dobiček, meri učinke managerskih aktivnosti samo za eno opazovano leto (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 110).

Glavne prednosti uvedbe ekonomskega dobička kot merila uspešnosti, kot jih navajata Bolčičeva in Bergant (b.l., str. 17) so:

- »Daje jasen in razumljiv rezultat, ki je izražen v absolutnem znesku – vrednost je pozitivna le takrat, ko so pokriti vsi stroški investiranega kapitala, takrat je vrednost ustvarjena, sicer je izgubljen.
- Ne vsebuje pomanjkljivosti, vgrajenih v druga merila, ki temeljijo na računovodskem izkazovanju rezultatov, (njihovo maksimiranje ne pomeni nujno povečevanja vrednosti lastniškega kapitala, ne pojasnjujejo in ni nujno povezano s spremembami v vrednosti lastniškega kapitala).
- Enostavna analiza izračuna nas usmeri v ključne dejavnike vrednosti, ki so hkrati tudi elementi za izračun ekonomskega dobička (višina investiranega kapitala, višine poslovnih prihodkov in odhodkov, cena virov financiranja).
- Je enostavnejši in lažje razumljiv v primerjavi z drugimi merili, ki temeljijo na merjenju vrednosti kapitala (kljub temu, da so nekatera med njimi točnejša, je njihova praktična uporaba praviloma mnogo zahtevnejša in težje razumljiva, zato koristi ne utemeljujejo bistveno večjih stroškov njihove uvedbe in uporabe).
- Je enostaven za uporabo pri finančni kontroli investicij in pri dnevnih odločitvah.
- Omogoča izbiro alternativ, ki najbolj povečujejo vrednost enote navadnega lastniškega kapitala.
- Uporaben je za merjenje uspešnosti tudi na nižjih ravneh v podjetju.
- Razčlenjen po posameznih enotah podjetja predstavlja jasno in vsem razumljivo podlago za nagrajevanje managerjev.«

Stern s sodelavci pravi, da je »EVA merilni sistem za sledenje rezultata, nagrajevalni sistem, s katerim postanejo zaposleni partnerji delničarjev, in sistem finančnega managementa, ki razporeja kapital na podlagi logične ekonomske sheme.« Stern s sodelavci tudi opozori na

ključno sestavino dodane vrednosti, cena kapitala - se pravi strošek kapitala vloženega v podjetje (Stern et al., 2003, str. 76).

Kljub naštetim prednostim nekateri avtorji menijo, da je priljubljenost koncepta EVA rezultat dobrega trženjskega pristopa. Stern Stewart & Co. namreč vsako leto objavi izračune za 1000 podjetij. S tem nudijo merilo za primerjavo (Kramer & Peters, 2001, str. 42).

Željeno je torej povečevati EVA. Vendar kako? Ena možnost je znižanje stroškov in zmanjšanje davkov za povečanje čistega poslovnega dobička brez dodatno investiranega kapitala, kar pomeni povečati učinkovitost poslovanja, da bi dosegli večji donos kapitala, ki je že investiran. Druga možnost je, da se investira v vse projekte, zaradi katerih bo povečanje čistega poslovnega dobička večje, kot povečanje stroškov kapitala. To so projekti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Tretja možnost je, da se kapital umakne iz dejavnosti, kjer prihranki zaradi znižanja stroškov kapitala presegajo zmanjšanje čistega poslovnega dobička, se pravi, da se odločimo za dezinvestiranje. Lahko pa se podjetje odloči tudi za optimizacijo struktur virov financiranja tako, da so doseženi čim manjši stroški kapitala (Bolčič & Bergant, b.l., str.16).

2.2 Postopek izračuna kazalnika EVA

Ob pogledu na formulo (17a) vidimo, da jo izračunamo s pomočjo EBIT-a in s pomočjo WACC-a. EBIT je dobiček pred obrestmi in davki (Mramor, 1999, str. 26). Ta podatek lahko dobimo že izračunan v letnih poročilih podjetij ali na spletnih straneh bonitetnih agencij.

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC) = EBIT * (1 - T) - WACC * IC \quad (17a)$$

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \quad (17b)$$

EVA – ekonomska dodana vrednost (angl. *Economic Value Added*)

NOPAT – ustvarjeni donos oziroma čisti poslovni dobiček po prilagojenem davku od dohodka pravnih oseb (angl. *Net Operating Profit After Taxes*)

WACC – cena investiranega kapitala, izražena kot tehtani povprečni strošek investiranega kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital*)

IC – investirani kapital (angl. *Invested Capital*)

EBIT – dobiček pred obrestmi in davki (angl. *Earnings before interest and taxes*)

ROIC – doseženi donos investiranega kapitala (angl. *Return On Invested Capital*)

Ob pogledu na formulo (17a) vidimo, da jo izračunamo s pomočjo EBIT-a in s pomočjo WACC-a. EBIT je dobiček pred obrestmi in davki (Mramor, 1999, str. 26). Ta podatek lahko dobimo že izračunan v letnih poročilih podjetij ali na spletnih straneh bonitetnih agencij.

Investirani kapital (IC) predstavlja vrednost sredstev s katerimi podjetje opravlja svojo osnovno dejavnost. Da dobimo to vrednost sredstev, odštejemo neoperativni kapital podjetja iz bilance stanja, ki ga podjetje za opravljanje svoje osnovne dejavnosti ne potrebuje. Sem spadajo dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva (Sušinski, 2007, str. 25).

WACC je tehtani povprečni strošek investiranega kapitala. Iz vidika investitorjev gre za zahtevano stopnjo donosa, ki zadovolji investitorjeve potrebe, medtem ko podjetje na WACC gleda kot na strošek (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 11).

WACC je najlažje opisovati, če pogledamo formulo za izračun:

$$WACC = w_d * r_d * (1-t) + w_e * r_e \quad (18)$$

w_d – delež dolga

w_e – delež lastniškega kapitala

r_d – strošek dolga

r_e – strošek lastniškega kapitala

t – davčna stopnja

Prvi del enačbe (18) se nanaša na dolg podjetja. Delež dolga izračunamo tako, da delimo dolg s seštevkom dolga in kapitala, kot je prikazano v enačbi (19). Strošek dolga (r_d) lahko npr. dobimo na spletni strani Damodaran Online. Tovrsten način pridobitve podatka spada k načinom, ko podjetje uporabi strošek dolga primerljivih podjetij. Sta pa še dve možnosti. Prva je izračun donosnosti do dospelja za svoje že izdane obveznice. Druga možnost pa je, da podjetje preveri pod kakšnimi pogoji bi lahko najelo posojilo ali izdalo nove obveznice (Peternej, 2007, str. 34).

$$w_d = \frac{\text{dolg}}{\text{lastniški kapital} + \text{dolg}} \quad (19)$$

Strošek kapitala določa najmanjšo donosnost, ki jo vlagatelji zahtevajo oz. pričakujejo na vložena sredstva in je zaradi tega dejstva najbolj težavna spremenljivka za izračun znotraj tehtanega povprečnega stroška kapitala. Če določeno podjetje uporablja kapital, to pomeni oportunitetno izgubo naložbe tega kapitala pri drugemu podjetju. Lastniška naložba mora vsebovati premijo za tveganje, saj gre za bolj tvegano naložbo, kot bi bila npr. posoja denarja istemu podjetju. Lastni kapital je v razvitih gospodarstvih praviloma dražji vir financiranja kot dolgovi (Young & O`Bryne, 2000, str. 161 v Longar, 2005, str. 16; Stubelj, 2009, str. 21; Peternej, 2007, str. 36).

Večina modelov za izračun kapitala podjetja temelji na zgodovinskih podatkih, zato je izračun posebno težaven na razvijajočih se finančnih trgih, saj imajo taki trgi (kot je npr. tudi slovenski) kratko časovno vrsto uporabnih podatkov (Stubelj, 2009, str. 22). Kot najbolj

splošno uporabljen model za določanje cen dolgoročnih naložb se v literaturi in finančni praksi uporablja CAPM (angl. *Capital Asset Pricing Model*) model, ki ga lahko poimenujemo tudi model za določanje cen dolgoročnih naložb.

CAPM model temelji na osnovnem načelu, da je zahtevana stopnja donosa enaka vsoti netvegane stopnje donosa in premije za tveganje (Mramor, 1994, str. 106). Pri CAPM se pričakovana donosnost določi na podlagi netvegane stopnje donosa, ustrezne tržne stopnje za povprečno podjetje oziroma panogo in koeficienta beta, ki kaže prispevek donosnosti posamezne naložbe k donosnosti ostalih naložb z enakimi značilnostmi na trgu kapitala. Enačba za izračun pričakovane donosnosti po CAPM modelu je naslednja (Valentinčič & Slapničar, 2010).

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (20)$$

r_e - ocena zahtevane donosnosti lastniškega kapitala

r_f - netvegana stopnja donosa

r_m - donosnost tržnega premoženja

$(r_m - r_f)$ - tržna premija za tveganje lastniškega kapitala

β - koeficient beta - mera za obseg sistematičnega tveganja naložbe v lastniški kapital podjetja

Netvegano stopnjo donosa (r_f) definiramo kot donosnost dolgoročnih vrednostnih papirjev, kot so obveznice razvitih držav z 10, 20, 30 ali večletnim donosom. Po mnenju nekaterih analitikov vrednostni papirji z zelo dolgo zapadlostjo niso primerni zaradi premajhne likvidnosti (Stubelj, 2009, str. 24).

Tržna premija za tveganje ($r_m - r_f$) je premija za tveganje lastniškega kapitala. Vlagatelji v povprečju tveganju niso naklonjeni, zato pričakujejo premijo za dodatno prevzeto tveganje, ki je višje kot pri dolžniških vrednostnih papirjih. Tržno premijo za tveganje lahko ocenimo z upoštevanjem ocen pričakovanih donosnosti posameznih vlagateljev, s pomočjo preteklih podatkov gibanj tržnih donosnosti ali pa s pomočjo pričakovanih donosnosti (Stubelj, 2009, str. 25; Peternelj, 2007, str. 39).

Koeficient beta opredeljuje tveganje, ki ga posamezna naložba doprinese dobro razpršenemu premoženju. Tržno premoženje naj bi bilo sestavljeno iz vseh delnic na nekem trgu, ampak ker je to praktično nemogoče zagotoviti, se za tržno premoženje upošteva splošni borzni delniški indeks. Vrednost bete za tržno premoženje je zato enaka 1 in predstavlja tržno povprečje. Naložba z $\beta = 1$ je povprečno tvegana, naložba z $\beta < 1$ je podpovprečno tvegana, naložba z $\beta > 1$ pa je nadpovprečno tvegana. Na nerazvitih finančnih trgih, kot je npr. slovenski, je izračun bete problematičen. Vzroki za to so relativno kratka obdobja delovanja trgov in njihova nelikvidnost, vpliv posameznih borznih hiš na tržne cene, nepravilnost transakcij ipd. V tem primeru si pomagamo s koeficienti beta sorodnih tujih podjetij z razvitih trgov. Vrednost koeficienta beta je potrebno s pomočjo Hamadine enačbe (24) najprej

prilagoditi za stopnjo zadolženosti podjetja (Young & O`Bryne, 2000, str. 178-179 v Longar, 2005, str. 19; Young, 2001, str. 168 v Peternelj, 2007, str. 41):

$$\beta_L = \beta_u * [1 + (D/E) * (1 - T)] \quad (21)$$

β_L – koeficient beta zadolženega podjetja

β_u – koeficient beta nezadolženega podjetja

T – stopnja davka

D – tržna vrednost dolga

E – tržna vrednost lastniškega kapitala

Ker je uporaba modela CAPM relativno preprosta, se glede njegove uporabnosti poraja več dvomov. Najpomembnejši je ta, da temelji model na več predpostavkah, ki ne nujno ustrezajo stvarnosti (Mramor, 1994, str. 100):

- Trg kapitala mora biti učinkovit s popolnimi informacijami, ki se v celoti odražajo v cenah naložb.
- Na trgu kapitala prevladujejo investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni ter vedno poskušajo maksimirati donos svoje naložbe ob danem tveganju.
- Na trgu kapitala so dovoljene vse vrste transakcij, ni davkov in transakcijskih stroškov.
- Porazdelitev možnih donosnosti od naložb je normalna, standardni odklon pa predstavlja investitorjem mero za tveganje.
- Vsi investitorji imajo enako mnenje na verjetnostno porazdelitev bodočih pričakovanih donosnosti posameznih naložb.

Nekatere poenostavitve CAPM modela so navedene že v opisu vhodnih podatkov modela, ki pa ravno po Mramorjevem (1994, str. 101-104) mnenju predstavljajo težave pri sami uporabi modela:

- V modelu se kot tržno premoženje predpostavlja celotno svetovno tržno premoženje. Ker ni mogoče zajeti takega obsega podatkov, se zato uporablja hipotetično premoženje sestavljeno iz delnic, ki kotirajo na borzah posameznih držav. Iz tega sledi, da imamo namesto svetovnega tržnega premoženja, na razpolago samo majhen vzorec tega premoženja, katerega gibanje vrednosti običajno predstavljajo borzni indeksi.
- Določanje pričakovanih donosnosti je subjektivno, zato se zanje enostavno upošteva pretekle donosnosti.
- Netvegana naložba, na podlagi katere določimo netvegano donosnost, v praksi ne obstaja, približek temu so le državni vrednostni papirji.

Zgornje trditve vodijo do sklepa, da je uporaba vhodnih podatkov modela, posebej netvegane stopnje donosa, tržne premije za tveganje in bete podjetja stvar izbire uporabnikov modela, kar lahko vodi do različnih rezultatov.

3 ANALIZA PODJETJA KRKA D.D.

V analizi podjetja Krka d.d. najprej predstavim podjetje. Sledijo vrednosti posameznih računovodskih kazalnikov in nazadnje še vrednosti finančnega kazalnika EVA.

3.1 Predstavitev podjetja Krka d.d.

Krka d.d. je farmacevtska delniška družba iz Novega mesta. Ustanovljena je bila leta 1954. Osnovna dejavnost podjetja je proizvodnja in prodaja zdravil na recept, izdelkov za samozdravljenje, kozmetičnih in veterinarskih izdelkov. Dejavnost podjetja pa dopolnjujejo zdraviliško-turistične storitve. Kot je zapisano v Letnem poročilu 2010, je konec leta 2010 podjetje imelo v Sloveniji nekaj čez 4.500 zaposlenih.

Na spletni strani podjetja si lahko preberemo, da njihova dolgoročna strategija temelji na razvoju in prodaji visokokakovostnih generičnih farmacevtskih izdelkov, ki jih tržijo pod lastnimi blagovnimi znamkami. V zadnjih petih letih so začeli prodajati in tržiti precej sodobnih izdelkov, ki zdaj bistveno prispevajo k obsegu prodaje in njene rasti. Svoje izdelke prodajajo v 70 državah.

Iz Tabele 1 je razvidna sestava delničarjev Krke d.d. na dan 31. december 2010 in 30. junij 2011.

Tabela 1: Sestava delničarjev Krke d.d. na dan 31. december 2010 in 30. junij 2011

	30.jun.11			31.dec.10		
	Št. delničarjev	Št. delnic	Delež v %	Št. delničarjev	Št. delnic	Delež v %
domače fizične osebe	73.842	15.040.335	42,5	77.678	15.412.885	43,5
investicijske družbe in skladi	55	1.525.435	4,3	56	1.773.216	5,0
Slovenska odškodninska družba	1	5.312.070	15,0	1	5.312.070	15,0
druge domače pravne osebe	937	2.962.466	8,3	999	3.049.290	8,6
Kapitalska družba in PPS	5	3.601.679	10,2	5	3.601.679	10,2
lastne delnice	1	1.854.362	5,2	1	1.662.281	4,7
mednarodni vlagatelji	555	5.129.773	14,5	556	4.614.699	13,0
SKUPAJ	75.396	35.426.120	100,0	79.296	35.426.120	100,0

Vir: Sestava delničarjev, 2011.

3.2 Računovodski kazalniki podjetja Krka d.d.

Med računovodskimi kazalniki podjetja Krka d.d. predstavljam: delež kapitala v financiranju, delež dolgov v financiranju, delež časovnih razmejitev v financiranju, kazalnik finančnega vzvoda, delež dolgoročnih sredstev, delež kratkoročnih sredstev, pospešeni koeficient, kratkoročni koeficient, koeficient obračanja terjatev do kupcev, povprečno dobo vezave

terjatev do kupcev, gospodarnost poslovanja, celotno gospodarnost, dobičkonosnost sredstev, dobičkonosnost kapitala in dobičkonosnost prihodkov.

3.2.1 Kazalniki stanja financiranja podjetja Krka d.d.

V Tabeli 2 so prikazani lastni izračuni vrednosti kazalnikov stanja financiranja v podjetju Krka d.d. v opazovanih letih.

Tabela 2: Vrednosti kazalnikov stanja financiranja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

Kazalnik stanja financiranja	2007	2008	2009	2010
Delež kapitala v financiranju (v %)	63,56	65,11	70,99	73,16
Delež dolgov v financiranju (v %)	23,86	22,69	21,29	19,03
Delež časovnih razmejitev v financiranju (v %)	12,57	12,19	7,72	7,80
Kazalnik finančnega vzvoda (v %)	37,55	34,86	29,98	26,01

Pri izračunih deleža kapitala v financiranju opazimo, da podjetje povečuje delež kapitala. Leta 2007 je bil delež kapitala 63,56%. Do leta 2010 pa se je zvišal na 73,16%. Višja vrednost kazalnika pomeni večjo varnost naložb upnikov in stabilnost donosov lastnikov, zato je zviševanje tega kazalnika pozitiven znak za lastnike.

Delež dolgov v financiranju se z leti zmanjšuje. V letu 2007 je znašal 23,86%, v letu 2010 pa 19,03%. Ta kazalnik dopolnjuje prejšnjega. Na drugačen način nam potrди ugodno gibanje z vidika lastnikov. Podjetje pa mora vedno preveriti ali bi bilo morda z njihovega vidika ugodneje imeti več dolga, saj bi s tem imeli več sredstev. Seštevek deleža kapitala v financiranju in deleža dolgov v financiranju sta najpogosteje enaka 1, vendar tu ni tako, ker ima opazovano podjetje tudi časovne razmejitve.

Delež časovnih razmejitev v financiranju se zmanjšuje od 12,57 odstotkov leta 2007 do 7,72 odstotkov leta 2009, potem pa se rahlo dvigne v letu 2010, kjer doseže 7,80 odstotkov. Iz tega lahko sklepamo, da je podjetje ocenilo, da ne potrebuje več toliko časovnih razmejitev.

Kazalnik finančnega vzvoda se v opazovanih letih zmanjšuje, kar je posledica zmanjševanja deleža dolga. Zmanjšuje se od vrednosti 37,55 odstotkov leta 2007 do 26,01 odstotkov leta 2010, kar pomeni zmanjšanje za 11,54 odstotnih točk. To lahko interpretiramo podobno kot kazalnik deleža dolgov v financiranju, in sicer je takšno gibanje všeč delničarjem, saj pomeni večjo donosnost. Za orientacijo kaj ta kazalnik pomeni v širšem evropskem prostoru pa navajam še podatke za Evropo. Na spletni strani Damodoran Online je objavljen kazalnik finančnega vzvoda za farmacevtsko industrijo v Evropi, ki znaša 21,13 odstotkov. Opazovanih je 71 podjetij. Kazalnik finančnega vzvoda za farmacevtsko industrijo v Evropi je torej za 4,88 odstotnih točk nižji od kazalnika finančnega vzvoda Krke d.d. to pomeni, da je Krka d.d. bolj zadolžena kot povprečno podjetje v opazovanem vzorcu.

3.2.2 Kazalnika stanja investiranja podjetja Krka d.d.

V Tabeli 3 so predstavljene lastni izračuni vrednosti kazalnikov stanja investiranja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih.

Tabela 3: Vrednosti kazalnikov stanja investiranja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

Kazalnik stanja investiranja	2007	2008	2009	2010
Delež dolgoročnih sredstev (v %)	67,37	62,77	59,75	55,82
Delež kratkoročnih sredstev (v %)	32,63	37,23	40,25	44,18

Delež dolgoročnih sredstev se v opazovanih letih zmanjšuje, delež kratkoročnih sredstev pa povečuje. Da razumemo kaj predstavljajo ti rezultati, je dobro prebrati utemeljitev v Letnem poročilu, kjer je zapisano, da se je delež kratkoročnih sredstev povečal zaradi povečanja terjatev, kljub temu, da so se zaloge zmanjšale. Med dolgoročnimi sredstvi pa imajo največji vpliv nepremičnine, naprave in oprema (Krka d.d., 2009, str. 43).

3.2.3 Kazalnika plačilne sposobnosti podjetja Krka d.d.

V Tabeli 4 so predstavljene vrednosti kazalnikov plačilne sposobnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih.

Tabela 4: Vrednosti kazalnikov plačilne sposobnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

Kazalnik plačilne sposobnosti	2007	2008	2009	2010
Pospešeni koeficient	1,31	1,46	2,23	2,28
Kratkoročni koeficient	2,08	2,33	3,02	3,07

Vir: Finančni podatki, 2011.

Pospešeni koeficient se šteje kot ugoden, kadar ima vrednosti višje od 1 (Zaman Groff et al., 2007, str. 295). Iz Tabele 7 lahko preberemo, da so vrednosti pospešenega koeficienta za Krka d.d. v vseh opazovanih obdobjih višje od 1. Poleg tega se koeficient viša vsako leto. v letu 2007 je bila njegova vrednost 1,31. V letu 2010 pa je njegova vrednost znašala že 2,28.

Pri kratkoročnem koeficientu je vrednost kazalnika ugodna, če je višja od 2 (Igličar & Hočevnar, 1997, str. 238). Iz Tabele 8 vidimo, da vrednosti kratkoročnega koeficienta za Krka d.d. v vseh opazovanih letih presegajo 2. V letu 2007 je vrednost kratkoročnega koeficienta 2,08, v letu 2010 pa se je vrednost zvišala na 3,07.

3.2.4 Kazalnika obračanja podjetja Krka d.d.

V Tabeli 5 so predstavljene vrednosti kazalnikov obračanja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih.

Tabela 5: Vrednosti kazalnikov obračanja podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

Kazalnik obračanja	2007	2008	2009	2010
Koeficient obračanja terjatev do kupcev	3,97	3,74	3,16	2,44
Povprečna doba vezave terjatev do kupcev	91,94	97,59	115,51	149,59

Vir: Finančni podatki, 2011.

Skozi opazovana leta se je vrednost kazalnika koeficient obračanja terjatev do kupcev zmanjševala. Kupci so očitno dobili daljše plačilne roke ali pa so pri plačilu zamujali. Če pogledamo povprečno dobo vezave terjatev do kupcev, vidimo, da se je od 91,94 dni v letu 2007, vrednost kazalnika zvišala na 149,59 dni v letu 2010.

3.2.5 Kazalnika gospodarnosti podjetja Krka d.d.

V Tabeli 6 so predstavljene vrednosti kazalnikov gospodarnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih.

Tabela 6: Vrednosti kazalnikov gospodarnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

Kazalnik gospodarnosti	2007	2008	2009	2010
Gospodarnost poslovanja	1,32	1,37	1,19	1,24
Celotna gospodarnost	1,30	1,33	1,29	1,27

Vir: Finančni podatki, 2011.

Kazalnika gospodarnost poslovanja in celotna gospodarnost se zmanjšujeta skozi opazovana leta. To bi bil lahko zaskrbljujoč podatek, vendar če preverimo obseg vlaganj podjetja v opazovanih letih in upoštevamo gospodarsko situacijo, spoznamo, da so vrednosti primerne.

3.2.6 Kazalniki dobičkonosnosti podjetja Krka d.d.

V Tabeli 7 so predstavljene vrednosti kazalnikov dobičkonosnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih. Vsi trije opazovani kazalniki so najvišjo vrednost dosegli v letu 2008. Potem pa so se vrednosti zniževale.

Zanimiva je primerjava čiste dobičkonosnosti sredstev (v nadaljevanju ROE) z evropskimi vrednostmi za farmacevtsko področje. ROE za farmacevtsko področje v Evropi, kot je navedeno na spletni strani Damodaran Online, znaša 21,01%. V opazovanje je zajetih 75 podjetij. Vidimo, da ima Krka d.d. nižjo vrednost kazalnika ROE. Iz tega razberemo, da dosegajo podjetja farmacevtske panoge v Evropi v povprečju za skoraj 9 odstotnih točk višjo čisto dobičkonosnost kapitala.

Tabela 7: Vrednosti kazalnikov dobičkonosnosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

Kazalnik dobičkonosnosti	2007	2008	2009	2010
ROA (čista dobičkonosnost sredstev)	13,24	14,12	13,46	12,03
ROE (čista dobičkonosnost kapitala)	20,37	21,93	19,76	16,67
ROS (čista dobičkonosnost prihodkov)	17,96	19,33	18,17	17,27

Vir: Finančni podatki, 2011.

3.3 Izračun ekonomske dodane vrednosti za podjetje Krka d.d.

Izračun ekonomske dodane vrednosti za Krko d.d. želim predstaviti na podlagi enačbe (17a). Pri tem podatke o EBIT-u razberem iz Letnega poročila 2010. Izračunati pa moram WACC in investirani kapital (IC).

Investirani kapital izračunam tako, kot je prikazano v Tabeli 8. Od celotnega kapitala iz bilance stanja odštejem neoperativni kapital podjetja iz bilance stanja, ki ga podjetje za opravljanje svoje osnovne dejavnosti ne potrebuje. Se pravi dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe in denarna sredstva. Prištejem pa dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti.

Tabela 8: Izračun investiranega kapitala podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

	2006	2007	2008	2009	2010
Kapital	569.917.931	672.010.000	797.203.000	932.010.000	1.058.154.000
+ Dolgoročne finančne obveznosti	29.143.065	83.200.000	81.209.000	103.836.000	66.800.000
+ Kratkoročne finančne obveznosti	46.403.860	65.747.000	88.752.000	49.458.000	57.189.000
Naložbene nepremičnine in - dolgoročne finančne naložbe	133.365.949	235.887.000	235.821.000	250.114.000	244.812.000
- Denarna sredstva	4.498.306	2.340.000	294.000	7.487.000	1.547.000
- Kratkoročne finančne naložbe	31.225.217	26.507.000	32.575.000	35.365.000	50.339.000
= INVESTIRANI KAPITAL	476.375.384	556.223.000	698.474.000	792.338.000	885.445.000

Vir: Finančni podatki, 2011.

Izračun WACC je predstavljen v Tabeli 2 v Prilogi 3. Za izračun WACC potrebujem delež lastniškega kapitala in delež dolga ter strošek lastniškega kapitala in strošek dolga. Vrednosti lastniškega kapitala vzamem na začetku opazovanega leta. Vrednosti dolga pa izračunam kot povprečne vrednosti leta. Pri tem časovne razmejitve izvzamem iz obravnave. Pri izračunu stroška dolga vzamem obrestne mere monetarnih finančnih institucij, za nova posojila nad 1 milijon evrov s fiksno obrestno mero 5 let, nefinančnim družbam iz podatkov Banke Slovenije.

Strošek kapitala izračunam po CAPM modelu. Uporabim enačbo (20). Netvegano stopnjo donosa (r_f) izračunam tako, da donosnosti do dospelja ameriške 30 letne inflacijsko indeksirane kuponske državne obveznice prištejem slovensko inflacijo. Vzajem letni indeks inflacije za vsako izmed opazovanih let. Tržno premijo za tveganje lastniških naložb v Sloveniji ($r_m - r_f$) izračunam tako, da tržni premiji za tveganje za zreli trg ki jo dobim na spletni strani Damodaran Online, prištejem tveganje za Slovenijo. Za CAPM model potrebujem tudi beto. Izračunam jo po enačbi (21). Na spletni strani Damodaran Online dobim podatek za beta koeficient nezadolženega podjetja (β_u).

Iz Tabele 2 v Prilogi 3 je razvidno, da se tehtano povprečje stroškov investiranega kapitala zvišuje. V letu 2007 znaša 8,22%. V letu 2010 pa naraste na 11,38%. Zviševanje je po eni strani posledica povečevanja deleža lastniškega kapitala. V letu 2007 je delež lastniškega kapitala znašal 73,10 %. V letu 2010 pa se je delež lastniškega kapitala zvišal na 77,07%. Zviševanje WACC lahko interpretiramo tudi kot posledico posledico zviševanja stroška lastniškega kapitala. V letu 2007 znaša strošek lastniškega kapitala 9,78%. Do leta 2010 pa naraste na 13,31%. vpliv na povečevanje vrednosti WACC ima tudi strošek dolga. Ta se iz 5,18 odstotkov v letu 2007 zviša na 6,08 odstotkov v letu 2010.

V Tabeli 9 predstavljam izračun ekonomske dodane vrednosti. Pri investiranem kapitalu uporabljam vrednosti iz začetka obdobja.

Tabela 9: Izračun ekonomske dodane vrednosti podjetja Krka d.d. v opazovanih letih in primerjava s čistim dobičkom poslovnega leta

Leto	EBIT (v EUR)	Davčna stopnja	WACC	IC (začetek leta)	EVA (v EUR)	Čisti dobiček poslovnega leta (v EUR)
2007	168.083.000	0,23	0,0822	476.375.384	90.272.715	126.521.000
2008	223.642.000	0,22	0,0844	556.223.000	127.476.354	161.130.000
2009	211.635.000	0,21	0,0858	698.474.000	107.236.595	170.812.000
2010	199.742.000	0,20	0,1138	792.338.000	69.658.496	165.920.000

Vir: Krka d.d., Letno poročilo 2010, 2011, str. 146; Krka d.d., Letno poročilo 2008, 2009, str. 131.

Kot je razvidno iz Tabele 9, je EVA vsa leta pozitivna. To pomeni, da podjetje dodaja vrednost za lastnike. Izračunane vrednosti kazalnika EVA je zanimivo primerjati s čistim dobičkom poslovnega leta. Čisti dobiček je dosti višji. Največje odstopanje je v letu 2010, ko je razlika med kazalnikom EVA in čistim dobičkom poslovnega leta kar 96.261.504 eurov. Tak prikaz ustreza vodilnim v podjetju, medtem ko lastnikom ne dajo zadostne informativne vrednosti.

SKLEP

Lastniki lahko pri preučevanju podjetja izbirajo med različnimi računovodskimi in finančnimi kazalniki. Namen tega diplomskega dela je bil predstaviti izbrane računovodske kazalnike in izbrani finančni kazalnik ter med njimi poiskati tiste, ki nudijo največ informacij lastnikom podjetja. Preučevala sem podjetje Krka d.d.. Vrednosti kazalnikov podjetja Krka d.d. sem primerjala v letih 2007, 2008, 2009 in 2010.

Nekatere kazalnike sem primerjala z vrednostmi farmacevtske panoge Evropi. Ugotovila sem, da je podjetje Krka d.d. bolj zadolženo od povprečja podjetij farmacevtske panoge v Evropi. Podjetja farmacevtske panoge v Evropi dosegajo v povprečju za skoraj 9 odstotnih točk višjo čisto dobičkonosnost kapitala.

Med vsemi obravnavanimi kazalniki ima kazalnik EVA največjo informativno vrednost za lastnike. Vsa obravnavana leta je ekonomska dodana vrednost namreč pozitivna. To pomeni, da podjetje dodaja vrednost za lastnike.

LITERATURA IN VIRI

1. Bolčič, T. & Bergant, Ž. (b. l.). Ekonomski dobiček. Najdeno 17. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.vsr.si/clanki/EVAtatjber.pdf>
2. Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2005). *Financial management*. b.k.: Thomson South-Western.
3. Carlson, J. H. (2000). Demystifying financial statements. *Journal of Property Management*, 6(5), 78-81.
4. Feroz, E. H., Kim, S., & Raab, R. L. (2003). Financial statement analysis: A data envelopment analysis approach. *Journal of the Operational Research Society*, 54(1), 48-58.
5. Finančni podatki. (b.l.) V *Bonitete.si*. Najdeno 30. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.bonitete.si/BoniteteCE/Pages/Company.aspx?CompanyId=40709&CompanyDetailType=FinancialData&CompanyDetailSubType=FinanciPodatki>
6. Government Bonds U.S. Treasuries. (b.l.) *Yield to maturity 30-year Government Bonds U.S.* Najdeno 3. septembra 2011 na spletnem mestu <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>
7. Igličar, A., & Hočevar, M. (1997). *Računovodstvo za managerje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
8. Kavčič, S. (2002). Računovodsko analiziranje (računovodsko preučevanje) z vidika uporabnikov. *Zbornik referatov 5. letne konference preizkušenih računovodij* (str. 157-173). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
9. Kramer, J. K., & Peters, J. R. (2001). An Interindustry Analysis of Economic Values Added as a Proxy for Market Value Added. *Journal of Applied Finance*, 41-49.
10. Krka d.d. (2008). *Letno poročilo 2007: Krka d.d.* Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=129>
11. Krka d.d. (2009). *Letno poročilo 2008: Krka d.d.* Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=4999>
12. Krka d.d. (2010). *Letno poročilo 2009: Krka d.d.* Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=4998>
13. Krka d.d. (2011). *Letno poročilo 2010: Krka d.d.* Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/media/bin?bin.id=5200>
14. Longar, K. (2005). *Koncept ekonomske dodane vrednosti in njen izračun za podjetje Hyundai avto trade d.o.o.* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Mills, J., & Yamamura, H. J. (1998). The power of cash flow ratios. *Journal of Accountancy*, 186(4), 53-56.
16. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
17. Mramor, D. (1994). *Poglavja iz poslovnih financ: zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
19. Peternej, P. (2007). *Metodika izračunavanja ekonomske dodane vrednosti* (magistrsko

- delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Ratnatunga, J., & Montalli, L. (2008). Performance Management Measures that Enhance Organisational Value: A Review. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 6(2), 1-16.
 21. *Sestava delničarjev*. Najdeno 1. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.krka.si/sl/za-vlagatelje/sestava-delnicarjev>
 22. Slapničar, S., & Kuhelj-Krajnovič, E. (1999). Ugotavljanje računovodskih kazalnikov z največjo informativno vrednostjo ob pomoči faktorjske analize. *Revizor*, 12(11), 64-85.
 23. SRS 29 (2006). V *racunovodstvo.net*. Najdeno 10. avgusta 2011 na spletni strani http://racunovodstvo.net/zakonodaja/predpisi_in_dajatve/31/srs_29_racunovodsko_proucevanje_racunovodsko_analiziranje.html?category=130&st=105
 24. SRS 30 (2006). V *racunovodstvo.net*. Najdeno 10. avgusta 2011 na spletni strani http://racunovodstvo.net/zakonodaja/predpisi_in_dajatve/32/srs_30_racunovodsko_informiranje.html?category=130&st=107
 25. Statistični urad Republike Slovenije. (b.l.) Indeks inflacije januar 1991 - avgust 2011. Najdeno 15. septembra 2011 na spletnem mestu <http://www.stat.si/indikatorji.asp?id=1>
 26. Stern, J. M., Shiely, J. S., & Ross, I. (2003). *Eva kot izziv*. Ljubljana: GV Založba.
 27. Stubelj, I. (b.l.). Strošek lastniškega kapitala podjetja: primer za izbrane slovenske delniške družbe. Najdeno 30. avgusta 2011 na spletnem mestu http://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1854-4231/4_021-038.pdf
 28. Sušinski, K. (2007). *Vrednost podjetja Gorenje in ekonomska ocena njegovih dveh izbranih potencialnih strategij razvoja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 29. Sweet, F. R., & Sylvestre, J. (1999). Business Combinations: How Will Accounting Changes Affect Key Financial Figures?. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 10(4), 103-111.
 30. Tekavčič, M., & Megušar, A. (2009). Analiziranje uspešnosti poslovanja s pomočjo sistema med seboj povezanih kazalnikov (Uporaba konkretnih podatkov podjetij s simulacijo sprememb). Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:yfPXbIERyh4J:miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/194004/DuPont_kazalci_-_prispevek_za_delavnico.doc
 31. The Data Page. (b.l.) V *Damodoran Online: Homepage for Aswath Damodaran*. Najdeno 30. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
 32. Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M., Koželj, S., & Odar, M. (2004). *Finančno računovodstvo*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
 33. Valentinčič, A., & Slapničar, S. (2010). *Vrednotenje podjetij* (prosojnica predavanj). Najdeno 30. avgusta na spletnem naslovu http://www.miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/191006/Vrednotenje_podjetij_2010.ppt
 34. Zaman Groff, M., Hočevnar, M., & Igličar, A. (2007). *Temelji računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic	1
Priloga 2: Računovodski izkazi podjetja Krka d.d.	2
Priloga 3: Izračun tehtanega povprečja stroškov investiranega kapitala podjetja Krka d.d. v opazovanih letih	4

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic

BSC	uravnoteženi sistem kazalnikov; angl. <i>Balance Scorecard</i>
CAPM	model za določanje cen dolgoročnih naložb; angl. <i>Capital Asset Pricing Model</i>
CFROI	denarni tok donosnosti naložb; angl. <i>Cash Flow Return on Investment</i>
EBIT	dobiček pred obrestmi in davki; angl. <i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EVA	ekonomska dodana vrednost; angl. <i>Economic Value Added</i>
EVM	ekonomska vrednost managementa; angl. <i>Economic Value Management</i>
FCF	prosti denarni tok; angl. <i>Free Cash Flow</i>
IC	investirani kapital; angl. <i>Invested Capital</i>
NOPAT	čisti poslovni dobiček po prilagojenem davku od dohodka pravnih oseb; angl. <i>Net Operating Profit After Tax</i>
ROA	čista dobičkonosnost sredstev; angl. <i>Return On Assets</i>
ROE	čista dobičkonosnost kapitala; angl. <i>Return On Equity</i>
ROIC	doseženi donos investiranega kapitala; angl. <i>Return On Invested Capital</i>
ROS	čista dobičkonosnost prihodkov; angl. <i>Return On Sales</i>
SRS	Slovenski računovodski standardi
WACC	tehtani povprečni strošek investiranega kapitala; angl. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>

Priloga 2: Računovodski izkazi podjetja Krka d.d.

Tabela 1: Računovodski izkazi podjetja Krka d.d.

Kategorije	2006	2007	2008	2009	2010
Bilanca stanja					
Sredstva	854.286.275	1.057.258.000	1.224.392.000	1.312.939.000	1.446.311.000
Dolgoročna sredstva	561.033.546	712.263.000	768.575.000	784.594.000	807.409.000
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitve	22.400.234	24.466.000	28.137.000	29.683.000	29.752.000
Opredmetena osnovna sredstva	377.442.192	422.891.000	475.577.000	485.653.000	513.683.000
Dolgoročne finančne naložbe in Naložbene nepremičnine	133.365.949	235.887.000	235.821.000	250.114.000	244.812.000
Dolgoročne poslovne terjatve	177.579	366.000	308.000	167.000	0
Odložene terjatve za davek	27.647.592	28.653.000	28.732.000	18.977.000	19.162.000
Kratkoročna sredstva	293.252.729	344.995.000	455.817.000	528.345.000	638.902.000
Sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo	0	0	0	0	0
Zaloge	99.480.195	127.276.000	170.206.000	138.612.000	163.974.000
Kratkoročne finančne naložbe	31.225.217	26.507.000	32.575.000	35.365.000	50.339.000
Kratkoročne poslovne terjatve	158.049.011	188.872.000	252.742.000	346.881.000	423.042.000
Denarna sredstva	4.498.306	2.340.000	294.000	7.487.000	1.547.000
Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	0	0	0	0	0
Zunajbilančna sredstva	59.556.163	0	0	0	0
Obveznosti do virov sredstev	854.286.275	1.057.258.000	1.224.392.000	1.312.939.000	1.446.311.000
Kapital					
Rezervacije in dolgoročne pasivne časovne razmejitve	117.254.665	132.907.000	140.162.000	101.423.000	104.300.000
Finančne in poslovne obveznosti	167.113.679	252.341.000	277.922.000	279.506.000	275.222.000
Dolgoročne obveznosti	33.096.766	86.519.000	81.905.000	104.362.000	67.242.000
Dolgoročne finančne obveznosti	29.143.065	83.200.000	81.209.000	103.836.000	66.800.000
Dolgoročne poslovne obveznosti	0	0	0	0	0
Odložene obveznosti za davek	3.953.701	3.319.000	696.000	526.000	442.000
Kratkoročne obveznosti	134.016.913	165.822.000	196.017.000	175.144.000	207.980.000
Kratkoročne finančne obveznosti	46.403.860	65.747.000	88.752.000	49.458.000	57.189.000
Kratkoročne poslovne obveznosti	87.613.053	100.075.000	107.265.000	125.686.000	150.791.000
Obveznosti, vključene v skupine za odtujitev	0	0	0	0	0
Kratkoročne pasivne časovne razmejitve	0	0	9.105.000	0	8.635.000
Zunajbilančne obveznosti	59.556.163	0	0	0	0
Izkaz uspeha					
Čisti prihodki od prodaje	586.196.928	686.729.000	826.160.000	850.119.000	932.366.000

se nadaljuje

nadaljevanje

Kategorije	2006	2007	2008	2009	2010
Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	0	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki (skupaj s subvencijami, dotacijami,...)	1.615.271	0	0	96.656.000	6.267.000
Kosmati donos od poslovanja	586.238.497	688.057.000	828.711.000	928.104.000	949.991.000
Stroški blaga, materiala in storitev	240.168.830	0	0	414.417.000	503.733.000
Stroški dela	126.659.947	0	0	175.321.000	168.323.000
Odpisi vrednosti	41.613.927	0	0	58.795.000	60.735.000
Amortizacija	36.199.161	0	0	0	60.735.000
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri neopredmetenih sredstvih in opredmetenih osnovnih sredstvih	918.851	0	0	0	0
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	4.495.915	0	0	0	0
Drugi poslovni odhodki	31.185.544	0	0	67.936.000	17.458.000
Poslovni prihodki	587.812.199	688.057.000	828.711.000	946.775.000	938.633.000
Poslovni odhodki	439.628.249	519.974.000	605.069.000	716.469.000	750.249.000
Poslovni izid iz poslovanja	148.183.950	0	0	230.306.000	188.384.000
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	146.610.248	168.083.000	223.642.000	211.635.000	199.742.000
Finančni prihodki	14.780.667	16.360.000	4.856.000	12.160.000	10.637.000
Finančni odhodki	14.495.977	20.245.000	22.780.000	10.139.000	6.982.000
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	0	0	0	0	0
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	14.495.977	0	0	0	0
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	4.901.267	0	0	0	0
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	9.594.710	0	0	0	0
Drugi prihodki	385.486	0	0	0	0
Drugi odhodki	6.628	0	0	0	0
Celotni prihodki	601.404.650	704.417.000	833.567.000	940.264.000	960.628.000
Celotni odhodki	454.130.854	540.219.000	627.849.000	726.608.000	757.231.000
Celotni poslovni izid	147.273.796	164.198.000	205.718.000	213.656.000	203.397.000
Davek iz dobička	40.754.023	37.677.000	45.572.000	33.088.000	37.477.000
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	113.045.463	126.521.000	161.130.000	170.812.000	165.920.000
Izid pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA)	188.224.175	168.083.000	223.642.000	270.430.000	260.477.000

Vir: Finančni podatki, 2011.

Priloga 3: Izračun tehtanega povprečja stroškov investiranega kapitala podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

Tabela 2: Izračun tehtanega povprečja stroškov investiranega kapitala podjetja Krka d.d. v opazovanih letih

	2007	2008	2009	2010
Lastniški kapital (stanje na začetku leta v EUR)	569.917.931	672.010.000	797.203.000	932.010.000
Dolg (povprečno stanje v EUR)	209.727.340	265.131.500	278.714.000	277.364.000
Strošek dolga	0,0518	0,0654	0,0592	0,0608
Davčna stopnja	0,23	0,22	0,21	0,20
Donosnost do dospelja inflacijsko indeksirane obveznice (ZDA)	0,033	0,033	0,033	0,033
Inflacija v Sloveniji	0,019	0,018	0,021	0,056
Donosnost netvegane naložbe (r_f)	0,052	0,051	0,054	0,089
Tržna premija za tveganje lastniških naložb ($r_m - r_f$)	0,0575	0,0575	0,0575	0,0575
Beta koeficient objavljen za panogo farmacije - za nezadolženo podjetje (β_u)	0,6200	0,6200	0,6200	0,6200
Beta koeficient zadolženega podjetja	0,7960	0,8110	0,7910	0,7680
Strošek lastniškega kapital (CAPM)	0,0978	0,0976	0,0995	0,1331
Lastniški kapital + dolg (v EUR)	779.645.271	937.141.500	1.075.917.000	1.209.374.000
Delež lastniškega kapitala	0,7310	0,7171	0,7410	0,7707
Delež dolga	0,2690	0,2829	0,2590	0,2293
WACC	0,0822	0,0844	0,0858	0,1138

Vir: Finančni podatki, 2011; The Data Page, 2011; Government Bonds U.S. Treasuries, 2011; Statistični urad Republike Slovenije, 2011