

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

STRUKTURA KAPITALA PODJETIJ V FARMACIJI

Ljubljana, oktober 2025

JERCA ŠTURM

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Jerca Šturm, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Struktura kapitala podjetij v farmaciji, pripravljenega v sodelovanju z mentorjem izr. prof. dr. Matjažem Črnigojem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel/-a, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi;
11. da sem preverila verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne 20. oktober 2025

Podpis študentke:

Jerca Šturm

KAZALO

1	UVOD	1
2	TEORIJE STRUKTURE KAPITALA.....	2
2.1	Oprelitev pojma strukture kapitala in opis problema.....	2
2.2	Teorije strukture kapitala	4
2.2.1	Teorija Modigliani-Miller.....	4
2.2.2	Teorija tehtanja (angl. trade-off theory)	6
2.2.3	Teorija vrstnega reda (angl. pecking order theory).....	7
2.2.4	Teorija tempiranja trga (angl. market timing theory)	8
3	Dejavniki strukture kapitala	9
3.1	Pričakovani vpliv dejavnikov na zadolženost.....	9
3.2	Vpliv strukture kapitala na uspešnost in vrednotenje.....	11
3.3	Dejavniki, ki vplivajo na strukturo kapitala farmacevtske panoge	12
4	TEHTANI POVPREČNI STROŠKI KAPITALA.....	13
4.1	Struktura kapitala in stroški kapitala.....	13
4.1.1	Strošek lastniškega kapitala	13
4.1.2	Strošek dolga.....	20
4.1.3	Davčna stopnja.....	21
4.1.4	Uteži.....	22
4.2	Optimizacija strukture kapitala	23
5	FARMACEVTSKA PANOGA.....	25
5.1	Gospodarski in družbeni pomen.....	25
5.2	Farmacevtska panoga v globalnem, evropskem in slovenskem prostoru .	26
5.3	Analiza panoge	27
5.4	Povprečna struktura kapitala panoge v obdobju 2020–2024.....	28
5.5	Struktura kapitala podjetij po državah v letu 2024.....	30
6	KRKA	31
6.1	Opis družbe.....	31
6.2	Predstavitev sestave lastniškega kapitala.....	31
6.3	Predstavitev sestave dolga	32
6.4	Kratka finančna analiza	33

6.5	Tehtani povprečni stroški kapitala Krke na dan ocenjevanja	35
6.6	Ocena optimalne strukture kapitala Krke z minimiziranjem stroškov kapitala.....	36
7	HIKMA PHARMACEUTICALS.....	38
7.1	Opis družbe	38
7.2	Predstavitev sestave lastniškega kapitala	39
7.3	Predstavitev sestave dolga.....	40
7.4	Kratka finančna analiza.....	41
7.5	Tehtani povprečni stroški kapitala Hikme na dan ocenjevanja	43
7.6	Ocena optimalne strukture kapitala Hikme z minimiziranjem stroškov kapitala.....	43
8	RICHTER GEDEON.....	45
8.1	Opis družbe	45
8.2	Predstavitev sestave lastniškega kapitala	46
8.3	Predstavitev sestave dolga.....	47
8.4	Kratka finančna analiza.....	48
8.5	Tehtani povprečni stroški kapitala Richter Gedeon na dan ocenjevanja	49
8.6	Ocena optimalne strukture kapitala Richter Gedeon z minimiziranjem stroškov kapitala	49
9	KRITIČNA PRESOJA IN ARGUMENTIRANJE REZULTATOV	51
10	ALTERNATIVNA OPTIMIZACIJA STRUKTURE KAPITALA	52
10.1	Ocena optimalne strukture kapitala Krke po posodobljenem modelu	54
10.2	Ocena optimalne strukture kapitala Hikme po posodobljenem modelu...	54
10.3	Ocena optimalne strukture kapitala Richter Gedeon po posodobljenem modelu	55
11	SKLEP	56
	LITERATURA IN VIRI	57
	PRILOGE	61

KAZALO TABEL

Tabela 1: Dejavniki in pričakovana povezava z deležem zadolženosti	9
Tabela 2: Povezava med zadolženostjo podjetij in kazalniki donosnosti	12
Tabela 3: Finančni kazalniki Krke v obdobju 2020–2024	34

Tabela 4: Strošek lastniškega kapitala pri različnih strukturah kapitala Krke.....	37
Tabela 5: Strošek dolga in tehtani povprečni stroški kapitala pri različnih strukturah kapitala Krke.....	37
Tabela 6: Finančni kazalniki Hikme v obdobju 2020–2024.....	42
Tabela 7: Strošek lastniškega kapitala pri različnih strukturah kapitala Hikme.....	44
Tabela 8: Strošek dolga in tehtani povprečni stroški kapitala pri različnih strukturah kapitala Hikme.....	44
Tabela 9: Finančni kazalniki Richter Gedeon v obdobju 2020 – 2024	48
Tabela 10: Strošek lastniškega kapitala pri različnih strukturah kapitala Richter Gedeon	50
Tabela 11: Strošek dolga in tehtani povprečni stroški kapitala pri različnih strukturah kapitala Richter Gedeon.....	50
Tabela 12: Strošek dolga pred davki pri različnih strukturah kapitala za velike in manjše farmacevtske družbe	53

KAZALO SLIK

Slika 1: Vrednost podjetja v odvisnosti od zadolženosti	7
Slika 2: Struktura kapitala v farmacevtski panogi brez vključevanja obveznosti iz najemov (2020–2024)	29
Slika 3: Struktura kapitala farmacevtskih podjetij po državah v Evropi v letu 2024	30
Slika 4: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Krke	38
Slika 5: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Hikme.....	45
Slika 6: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Richter Gedeon	51
Slika 7: Strošek dolga glede na delež dolga v strukturi kapitala (primerjava velikih in manjših družb)	53
Slika 8: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Krke glede na novo ocenjen strošek dolga	54
Slika 9: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Hikme glede na novo ocenjen strošek dolga	55
Slika 10: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Richter Gedeon glede na novo ocenjen strošek dolga	55

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Sintetične bonitetne ocene in pribitek za tveganje neplačila	1
Priloga 2: Optimalna struktura kapitala Krke	2
Priloga 3: Izračun premije za državno tveganje za Krko	3
Priloga 4: Optimalna struktura kapitala družbe Hikma.....	5
Priloga 5: Izračun premije za državno tveganje za družbo Hikma	6
Priloga 6: Optimalna struktura kapitala za družbo Richter Gedeon.....	7
Priloga 7: Izračun premije za državno tveganje za družbo Richter Gedeon	8
Priloga 8: Rezultati regresijske analize	9
Priloga 9: Tehtani povprečni stroški kapitala Krke pri različnih strukturah kapitala glede na novo ocenjen strošek dolga	10
Priloga 10: Tehtani povprečni stroški kapitala Hikme pri različnih strukturah kapitala glede na novo ocenjen strošek dolga.....	11
Priloga 11: Tehtani povprečni stroški kapitala Richter Gedeon pri različnih strukturah kapitala glede na novo ocenjen strošek dolga	12

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

BDP – bruto domači proizvod

CFO – (angl. Chief financial officer); finančni direktor

D/(D+E) – (angl. Debt/Capital); delež dolga v celotnem kapitalu

D/E – (angl. Debt/Equity); finančni kazalnik, ki prikazuje razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom

EBIT – (angl. Earnings before interest and tax); dobiček pred obrestmi in davki

EBITDA – (angl. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization); dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo

EU – (angl. European Union); Evropska unija

EUR – evropski evro

HUF – madžarski forint

ICR – (angl. Interest coverage ratio); kazalnik pokritosti obresti

LLC – (angl. Limited liability company); družba z omejeno odgovornostjo

MENA – (angl. Middle East and North Africa); Bližnji vzhod in Severna Afrika

MSRP – Mednarodni standardi računovodskega poročanja

R&D – (angl. Research and development); raziskave in razvoj

ROA – (angl. Return on assets); donosnost sredstev

ROE – (angl. Return on equity); donosnost lastniškega kapitala

S&P – (angl. Standard and Poor's)

USD – (angl. United States dollar); ameriški dolar

WACC – (angl. Weighted average cost of capital); tehtani povprečni strošek kapitala
ZDA – Združene države Amerike

1 UVOD

V farmacevtski panogi, kjer so denarni tokovi razmeroma stabilni, a so vlaganja v raziskave in razvoj visoka, se podjetja pogosto zatekajo k previdni uporabi dolga. Čeprav je dolžniški kapital načeloma cenejši od lastniškega, značilnosti panoge spodbujajo farmacevtska podjetja k ohranjanju nizke stopnje zadolženosti. Pojavi se vprašanje, ali bi večji delež dolga lahko prispeval k nižjim tehtanim povprečnim stroškom kapitala (v nadaljevanju tudi WACC).

V empiričnem delu se bom osredotočila na družbe Krka, Hikma Pharmaceuticals in Richter Gedeon, pri čemer bom za vsako družbo izračunala WACC glede na trenutno strukturo kapitala na dan 31. 12. 2024. Nato bom izvedla simulacije z različnimi stopnjami zadolženosti, da preverim, kako se pri tem spreminjajo stroški financiranja in ali povečanje deleža dolga lahko pomembno vpliva na znižanje WACC. Hkrati bom ocenila, ali so ti prihranki upravičeni glede na dodatno tveganje, ki ga prinaša večja zadolženost. Na podlagi rezultatov bom podala zaključke ter priporočila.

Namen magistrskega dela je z izračunom WACC in simulacijami različnih razmerij med dolgom in lastniškim kapitalom analizirati vpliv sprememb v strukturi kapitala na stroške financiranja ter določiti optimalno ravnovesje med tveganjem in stroški. Najprej bom predstavila temeljne teorije strukture kapitala, od klasičnih modelov do sodobnih pristopov, ki upoštevajo davčne učinke ter stroške finančne stiske.

Cilj magistrskega dela je na podlagi izračuna in primerjave tehtanih povprečnih stroškov kapitala za izbrane farmacevtske družbe opredeliti optimalno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom, ki zagotavlja najnižje stroške financiranja, ter na tej osnovi oblikovati priporočila za prilagoditev njihove strategije financiranja.

Magistrsko delo temelji na številnih raziskavah, študijah in člankih s področja strukture kapitala in njene optimizacije ter ponuja poglobljen vpogled od teoretičnih izhodišč in analize farmacevtske panoge do praktičnih priporočil za doseganje optimalne strukture kapitala.

Magistrsko delo je razdeljeno na enajst poglavij. V uvodu so predstavljeni namen, cilji in raziskovalni okvir. Drugo poglavje obravnava teoretične osnove strukture kapitala, pri čemer se najprej opredeli pojem in opiše raziskovalni problem, nato pa so predstavljene ključne teorije, med njimi teorija Modigliani-Miller, teorija tehtanja, teorija vrstnega reda ter teorija tempiranja trga. Tretje poglavje analizira dejavnike, ki vplivajo na strukturo kapitala, pričakovane vplive na zadolženost, povezavo z uspešnostjo in vrednotenjem podjetja ter posebnosti farmacevtske panoge. Četrto poglavje je namenjeno obravnavi tehtanih povprečnih stroškov kapitala, kjer so podrobno predstavljeni stroški posameznih vrst kapitala, davčna stopnja, uteži ter pristop k optimizaciji strukture kapitala. Peto poglavje

opisuje farmacevtsko panogo v globalnem, evropskem in slovenskem prostoru ter ključne finančne kazalnike in povprečno strukturo kapitala v obravnavanem obdobju. Šesto, sedmo in osmo poglavje so namenjena analizi treh izbranih podjetij (Krka, Hikma in Richter Gedeon) ter izračunu njihove optimalne kapitalske strukture z minimizacijo WACC na dan ocenjevanja. Deveto poglavje vsebuje kritično presojo in argumentacijo rezultatov, deseto pa prikazuje alternativno optimizacijo strukture kapitala po posodobljenem modelu za vse tri družbe. Enajsto poglavje povzema sklepne ugotovitve, magistrsko delo pa se zaključí z navedbo literature in virov, ki ji sledijo še priloge.

2 TEORIJE STRUKTURE KAPITALA

2.1 Opredelitev pojma strukture kapitala in opis problema

Finančna funkcija je ena izmed osrednjih funkcij v podjetju, saj igra ključno vlogo pri usklajevanju različnih interesov in zagotavljanju skladnosti z zastavljenimi poslovnimi cilji. Da bi podjetje te cilje uspešno doseglo, morajo finančniki sprejemati premišljene in racionalne odločitve. Ena najpomembnejših odločitev v tem okviru je strateško oblikovanje primerne kapitalske strukture. Ustrezno uravnoteženo razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom podjetju omogoča učinkovito uresničevanje temeljnega cilja – trajnega povečevanja vrednosti lastniškega kapitala. Struktura kapitala ima neposreden vpliv na stroške kapitala, kar podjetjem nalaga iskanje optimalnega razmerja, ki bo zagotavljalo najnižje stroške in hkrati omogočalo doseg zastavljenih ciljev, kot je maksimiranje vrednosti podjetja. Pri tem se podjetja soočajo z izzivom, kako določiti strukturo kapitala, ki bo omogočila optimalno izpolnjevanje ciljev. Odgovore na to iščejo skozi tehtanje med stroški in koristmi, ki jih prinašajo posamezne možnosti.

Pojem struktura kapitala se nanaša na način financiranja podjetja, ki ga lahko podjetje izvede z različnimi viri. Predstavlja razmerje med lastniškim kapitalom in finančnimi obveznostmi podjetja, ki je ključno za zagotavljanje stabilnega financiranja poslovanja. Strukturo kapitala so strokovnjaki opredelili na več načinov. Gre za kombinacijo različnih virov financiranja, kot so lastniški kapital, prednostne delnice, obveznice, dolgoročna posojila in zadržani dobički. Gangeni (2006) na primer pojasnjuje, da študija strukture kapitala analizira kombinacijo vrednostnih papirjev in finančnih virov, ki jih podjetja uporabljajo za financiranje investicij. Podjetja morajo vlagati, da ohranijo svojo konkurenčno prednost na trgu in zagotovijo rast. Lahko se financirajo z notranjimi viri, kot so zadržani dobički, ali pa z zunanjimi viri, kot so posojila in obveznice. Struktura kapitala, kot sta jo opredelila Parmasivan in Subramanian (2009), označuje razmerje med dolgoročnimi viri financiranja, kot so lastniški kapital, prednostne delnice in dolžniški kapital. Sprejemanje odločitev o ustrezni kapitalski strukturi je ključno za finančnike, saj je tesno povezano z vrednostjo podjetja. Gitman in Zutter (2012) opredeljujeta strukturo kapitala kot kombinacijo dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala, ki ju podjetje ohranja. Čeprav se lahko deleži

virov dolgoročnega financiranja sčasoma nekoliko spremenijo, podjetja običajno sledijo ciljni kapitalski strukturi. Po Brigham in Ehrhardt (2011) je primarni cilj strukture kapitala doseči optimalno razmerje med dolgom in kapitalom. Kot pri drugih strateških odločitvah bi morali tudi pri odločitvah o strukturi kapitala managerji stremeti k maksimiranju notranje vrednosti podjetja. Na podlagi omenjenih definicij lahko strukturo kapitala razumemo kot premišljeno kombinacijo finančnih virov, ki jih podjetja uporabijo za financiranje svojega poslovanja (Aljamaan, 2018).

Enotna teorija, ki bi predpisovala razmerje med obema vrstama kapitala, ne obstaja. Tudi v praksi ne moremo pričakovati univerzalnega pristopa. Kljub temu pa obstaja več koristnih teorij, ki upoštevajo specifične okoliščine, potrebe in dejavnike pri sprejemanju odločitev o strukturi kapitala (Myers, 2001).

Med ključnimi finančnimi odločitvami so zagotovo najpomembnejše tiste, ki se osredotočajo na zagotavljanje dolgoročnega financiranja podjetja. Teorija ponuja le delne odgovore na vprašanje, kakšna je optimalna struktura kapitala, pri čemer se osredotoča predvsem na maksimiranje premoženja obstoječih lastnikov podjetja. Skupni imenovalec, ki ga teorija izpostavlja, so različni stroški, povezani z različnimi viri financiranja. Sem sodijo zahtevan donos na dolžniški in lastniški kapital, stroški pridobivanja financiranja, kot je izdaja vrednostnih papirjev, davčni stroški, stroški finančne stiske, stroški agentov, pa tudi stroški neizkoriščenih investicijskih priložnosti. Naloga finančnika je oblikovati način financiranja podjetja, ki bo te stroške čim bolj znižal, hkrati pa omogočil dosego zastavljenih poslovnih ciljev. Vsako podjetje na podlagi lastne ocene stroškov in koristi različnih oblik financiranja določi svojo ciljno strukturo kapitala (Mramor, 1999).

Lastniški kapital je trajni vir financiranja, saj nima dospelja, kar podjetju omogoča dolgotrajno rabo teh sredstev. Poleg tega dividende niso fiksna obveznost, kar pomeni, da podjetje ni dolžno izplačevati dividend v primeru finančnih težav. Vendar pa je ena od pomanjkljivosti financiranja z lastniškim kapitalom ta, da ni davčno ugoden kot dolg. Prav tako obstajajo stroški izdaje lastniškega kapitala ter tveganje izgube nadzora nad podjetjem, saj izdaja novih delnic pomeni, da se lastniški delež obstoječih delničarjev zmanjšuje. Prednostne delnice so hibrid med lastniškim in dolžniškim kapitalom; prednostno so obravnavane pri izplačilu dividend in v primeru likvidacije podjetja, nimajo pa glasovalne pravice. Med oblike lastniškega financiranja spadajo na primer zadržani dobički, amortizacija, rezervacije, formalni institucionalni vlagatelji (skladi tveganega kapitala), neformalni vlagatelji (poslovni angeli), lastna sredstva ustanovitelja, sorodnikov, prijateljev, sodelavcev (Berk in DeMarzo, 2017).

Nasprotno pa dolžniški kapital vključuje vire financiranja, kot so bančni krediti, obveznice, hipotekarni krediti, faktoring, lizing in franšizing. Dolg ima dospelje, kar pomeni, da mora podjetje vnaprej določene obveznosti poravnati v prihodnosti. Obresti, ki nastanejo iz dolga, predstavljajo fiksno obveznost za podjetje, vendar je dolg cenejši vir financiranja v primerjavi z lastniškim kapitalom. Dolg ponuja davčne ugodnosti, saj obresti, ki jih podjetje

plačuje, predstavljajo davčni ščit. Slaba stran dolžniškega kapitala pa je, da v primeru neizpolnjevanja pogodbenih obveznosti podjetje lahko doživi stečaj, saj upniki lahko zahtevajo poplačilo dolga (Berk in DeMarzo, 2017).

Izbira najprimernejših virov financiranja za podjetje je tesno povezana s fazo razvoja, saj vsaka faza prinaša specifična tveganja in različne stopnje donosnosti. Poleg tega na financiranje vplivajo tudi drugi dejavniki, kot so tržne razmere in velikost podjetja. V začetnih fazah razvoja podjetja, ko se to pogosto sooča z visokimi tveganji in negativnimi donosi, je glavni poudarek na iskanju sredstev za rast. V tej fazi se podjetja pogosto financirajo z lastnimi sredstvi podjetnika ter s podporo družinskih članov in prijateljev. Ko podjetje preide v fazo rasti in širitve poslovanja, se običajno začne povečevati tudi njegova donosnost. V tem obdobju so ključni viri financiranja poslovni angeli in skladi tveganega kapitala, ki poleg finančnih sredstev pogosto zagotavljajo tudi znanje in izkušnje. Ob dosegu stabilnega denarnega toka podjetja preidejo k uporabi dolžniškega financiranja, kot so bančna posojila in izdaja obveznic. Ti viri financiranja zahtevajo stabilen denarni tok za pokrivanje fiksnih obveznosti, povezanih z obrestmi in vračilom glavnice. Življenjski cikel se konča z zrelo fazo oziroma javno prodajo delnic IPO (angl. initial public offering). Viri financiranja se torej spreminjajo skozi življenjski cikel podjetja, pri čemer se med drugim prilagajajo stopnji tveganja, donosnosti in finančni zmožnosti podjetja. Potreba po različnih oblikah financiranja je dodatno pogojena z zmožnostjo podjetja za obvladovanje tveganj, stroški financiranja in trenutnimi razvojnimi potrebami (Hillier in drugi, 2024).

2.2 Teorije strukture kapitala

Določitev optimalne strukture kapitala je že vrsto let eden osrednjih izzivov v ekonomski teoriji podjetja, ki pritegne veliko pozornosti ekonomskih strokovnjakov in teoretikov. Razumevanje kapitalske strukture je ključno za sprejemanje strateških finančnih odločitev, saj vpliva na stroške kapitala, tveganja ter sposobnost podjetja za dolgoročno rast in konkurenčnost. V nadaljevanju bom predstavila nekaj najpomembnejših teorij strukture kapitala, ki so oblikovale korporativne finance in prispevale k razumevanju tega področja.

2.2.1 Teorija Modigliani-Miller

Modigliani-Millerjeva teorija o strukturi kapitala, ki sta jo Franco Modigliani in Merton Miller razvila in predstavila v svojih ključnih delih leta 1958 in leta 1963, predstavlja enega izmed temeljnih pristopov na področju korporativnih financ. Po tej teoriji struktura kapitala ne igra vloge pri določanju vrednosti podjetja. Torej optimalna struktura kapitala ne obstaja. Osnova teorije so številne predpostavke kapitalskih trgov. V pogojih popolne konkurence je vrednost podjetja odvisna le od ustvarjenih denarnih tokov in povezanega poslovnega tveganja, medtem ko razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom na to ne vpliva (Pike in Neale, 2009, str. 522).

Kritiki teorije niso spregledali, saj je ta pri svojem izhodišču izločila ključne spremenljivke, ki vplivajo na vrednost podjetja, pri čemer je izhajala iz omejujočih pogojev kapitalskega trga. To je zagotovilo podlago za raziskovanje, kako tržne nepopolnosti v realnem svetu vplivajo na razmerje med vrednostjo in tveganjem.

Temeljne predpostavke teorije so (Pike in Neale, 2009):

- Noben posameznik s svojim obsegom transakcij ne more vplivati na tržne cene.
- Vsi udeleženci na trgu, podjetja in investitorji, lahko posojajo ali izposojajo denar po enaki netvegani stopnji donosa (angl. risk-free rate).
- Osebni in podjetniški davki ne obstajajo.
- Ni stroškov transakcij ali borznega posredništva.
- Vsi investitorji so racionalni iskalci donosa.
- Podjetja je mogoče razvrstiti v »homogene skupine tveganja«, pri čemer trg od vseh podjetij znotraj iste skupine pričakuje enak donos.
- Investitorji oblikujejo podobna pričakovanja glede prihodnjega donosa podjetij, ki je opisan z normalno porazdelitvijo.
- Sredstva insolventnega podjetja se lahko proda po polnih tržnih cenah.

Avtorja teorije zagovarjata, da v popolnoma kapitalskem trgu vrednost podjetja (tj. celotnega kapitala) ni odvisna od sestave njegove kapitalske strukture. Zakon ene cene nakazuje, da zadolženost podjetja nima vpliva na njegovo vrednost. Sprememba kapitalske strukture ne vpliva na ustvarjene denarne tokove podjetja. Sprememba kapitalske strukture vpliva zgolj na razporeditev denarnih tokov med lastniški kapital in dolg. Na popolnem trgu kapitala torej finančne odločitve ne spreminjajo vrednosti podjetja, temveč samo prerazporedijo tveganje in donosnost (Berk in DeMarzo, 2017).

Modigliani-Millerjev sklep I pravi, da je v razmerah popolnega kapitalskega trga vrednost podjetja določena izključno z denarnimi tokovi, ki jih ustvarjajo njegova sredstva in ni povezana z izbiro kapitalske strukture. Do sklepa I prideta z naslednjo utemeljitvijo: v razmerah brez davkov in transakcijskih stroškov so denarni tokovi, ki jih podjetje ustvari s svojimi sredstvi, enaki denarnim tokovom, ki jih prejmejo delničarji in/ali upniki. Prav tako zakon ene cene določa, da mora skupna vrednost vseh vrednostnih papirjev, vključno z lastniškim kapitalom in dolgom, biti enaka tržni vrednosti sredstev podjetja (Berk in DeMarzo, 2017).

Če so denarni tokovi podjetja enaki tako v primeru zadolženega kot nezadolženega podjetja, to pomeni, da je donosnost nezadolženega podjetja (R_u) enaka povprečni donosnosti lastniškega kapitala (R_e) in donosnosti dolga (R_d) pri podjetju z dolgom, kar prikazuje enačba 1. Tako sklep II trdi, da je strošek zadolženega lastniškega kapitala enak strošku nezadolženega, vendar z dodatno premijo, ki je sorazmerna z ravno zadolženosti podjetja in dodatnim tveganjem, ki ga ta prinaša (Berk in DeMarzo, 2017).

$$\frac{E}{E+D} Re + \frac{D}{E+D} Rd = Ru \quad (1)$$

Iz tega sledi:

$$Ru + \frac{D}{E} (Ru - Rd) = Re, \quad (2)$$

kjer je:

- Ru tveganje brez vzvoda
- (Ru – Rd) dodatno tveganje zaradi vzvoda

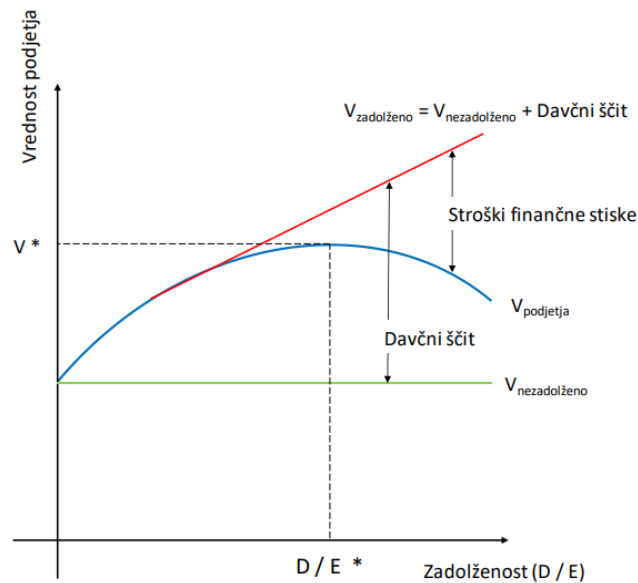
2.2.2 Teorija tehtanja (angl. trade-off theory)

Teorija tehtanja nadgrajuje Modigliani-Millerjevo teorijo z opustitvijo predpostavk o odsotnosti davkov in stroškov finančne stiske. Teorija analizira prednosti in slabosti uporabe dolga v kapitalski strukturi podjetja. Prednost uporabe dolga so koristi iz obrestnega davčnega štita, medtem ko slabost predstavlja povečanje stroškov finančne stiske. Podjetje je motivirano za povečanje zadolženosti, da bi izkoristilo prednosti, ki jih prinaša obrestni davčni ščit. Vendar pa prekomerna zadolženost povečuje verjetnost, da podjetje ne bo moglo poravnati svojih obveznosti in bo utrpelo stroške finančne stiske. Izračun natančnega ravnovesja med tema dvema dejavnikoma je zelo težaven, če že ni nemogoč. Pri nizkem deležu dolga je tveganje finančne stiske majhno, zato bo vsakršno povečanje zadolženosti predvsem pripomoglo k večjim koristim iz obrestnega davčnega štita. Vendar pa z naraščanjem zadolženosti narašča tudi verjetnost finančnih težav, ki negativno vplivajo na vrednost podjetja. Ko to tveganje postane pomembnejše, začnejo stroški, povezani s finančno stisko, prevladovati nad koristmi, ki jih prinaša obrestni davčni ščit. Zato imajo podjetja, ki se soočajo z višjimi stroški finančnih težav, nižjo optimalno raven zadolženosti v primerjavi s podjetji, ki imajo nižje stroške teh težav. Po teoriji tehtanja naj bi podjetje povečalo svojo zadolženost do tistega nivoja, pri katerem doseže najvišjo vrednost, kar prikazuje slika 1. To se zgodi, ko dodatne koristi, ki izhajajo iz davčnega štita, postanejo enake dodatnim stroškom, ki jih povzroča finančna stiska (Dahlquist in Knight, 2022).

Po teoriji tehtanja je skupna vrednost zadolženega podjetja (Vl) enaka vrednosti podjetja brez dolga (Vu), povečani za sedanjo vrednost obrestnega davčnega štita (SV obrestni davčni ščit), vendar zmanjšani za sedanjo vrednost stroškov, ki nastanejo zaradi finančnih težav (SV stroški finančnih težav), kar prikazuje enačba (3) (Dahlquist in Knight, 2022).

$$Vl = Vu + SV \text{ (obrestni davčni ščit)} - SV \text{ (stroški finančnih težav)} \quad (3)$$

Slika 1: Vrednost podjetja v odvisnosti od zadolženosti



Vir: Berk in DeMarzo (2017).

Teorijo tehtanja lahko dodatno razširimo z upoštevanjem stroškov agentov. Poleg koristi davčnega ščita in stroškov finančne stiske se pri uporabi dolga pojavi tudi problem agenta. Dolg po eni strani zmanjšuje stroške agentov, saj deluje kot disciplinski mehanizem in omejuje problem prostega denarnega toka, po drugi strani pa lahko prevelika zadolženost poveča tveganje, zaradi česar managerji postanejo bolj previdni in se izogibajo vlaganjem v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, kar vodi v problem podinvestiranja. Z upoštevanjem stroškov agenta lahko dopolnimo enačbo (3) (Dahlquist in Knight, 2022).

$$Vl = Vu + SV(\text{obrestni davčni ščit}) - SV(\text{stroški finančnih težav}) - SV(\text{agencijski stroški dolga}) + SV(\text{agencijske koristi dolga}) \quad (4)$$

2.2.3 Teorija vrstnega reda (angl. pecking order theory)

Teorija vrstnega reda financiranja temelji na asimetriji informacij, kar pomeni, da imajo managerji podjetij več informacij o prihodnjih obetih, tveganjih in vrednosti podjetja kot zunanji investitorji. Če upoštevamo to dejstvo, opustimo še eno predpostavko popolnega trga kapitala, in sicer popolno obveščenost udeležencev. Managerji seveda vedo več kot investitorji, kar lahko potrdimo z opazovanjem sprememb cen delnic, ki se zgodijo ob napovedih podjetja. Na primer: ko podjetje napove povečanje dividend, cena delnic naraste, saj investitorji to povečanje interpretirajo kot znak zaupanja managerjev v prihodnjo rast podjetja. Z drugimi besedami, povišanje dividend služi kot prenos informacij od managerjev do investitorjev, kar pa je mogoče le, če managerji že vnaprej poznajo te informacije. Zunanji investitorji torej nimajo popolnih informacij o podjetju, kar vpliva na njihovo sposobnost pravilnega vrednotenja podjetja. Zaradi te asimetrije informacij so pripravljeni plačati nižjo

ceno za vrednostne papirje, kot bi jo plačali v primeru, če bi imeli popolno in enakovredno obveščenost (Brealey in drugi, 2020).

Asimetrija informacij vpliva na izbiro med notranjimi in zunanjimi viri financiranja ter med izdajo dolga in lastniškega kapitala. To vodi v vrstni red financiranja, kjer podjetja najprej sežejo po notranjih virih (predvsem zadržani dobički), nato pa se odločijo za zadolževanje, šele na koncu pa za izdajo novega lastniškega kapitala. Izdaja novih lastniških vrednostnih papirjev je zadnja možnost, saj so stroški izdaje običajno višji (Brealey in drugi, 2020).

Teorija vrstnega reda ne ponuja odgovora na vprašanje, kako podjetje določi svojo strukturo kapitala ali kaj bi bila optimalna izbira le-te. Po tej teoriji optimalna struktura kapitala ne obstaja, saj je odvisna od donosnosti oziroma dostopnosti notranjih virov financiranja ter potreb po financiranju. Namesto iskanja optimalne strukture kapitala podjetje izbere tisto, ki povzroči najmanjšo izgubo vrednosti in je najbolj varen vir financiranja (Brealey in drugi, 2020).

Teorija vrstnega reda torej ne predvideva določenega optimalnega razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom. Namesto tega je kapitalska struktura podjetja odvisna od potreb po zunanjem financiranju, kar vpliva na obseg dolga, ki ga podjetje prevzame. Po drugi strani pa teorija tehtanja opredeli optimalno strukturo kapitala kot tisto točko, kjer so mejne koristi dolžniškega kapitala enake mejnim stroškom dolga. Katera teorija je pravilna – teorija tehtanja ali teorija vrstnega reda? Raziskovalci še niso našli enoznačnega odgovora na to vprašanje, vendar lahko izpeljemo nekaj zaključkov. Teorija tehtanja se osredotoča na dolgoročne cilje in strategije podjetja, kjer sta ključna davčni ščit in stroški finančne stiske. Po drugi strani teorija vrstnega reda obravnava kratkoročne izzive pri pridobivanju sredstev za financiranje naložb. Obe teoriji sta uporabni pri razumevanju, kako podjetja uporabljajo dolg. Podjetja običajno oblikujejo dolgoročne cilje glede svoje kapitalske strukture, vendar bodo te cilje po potrebi prilagajala, da se izognejo izdaji novih delnic (Ross in drugi, 2015).

2.2.4 Teorija tempiranja trga (angl. market timing theory)

Struktura kapitala v praksi presega zgolj teoretične okvire, saj je odvisna od številnih dejavnikov, kot so specifične značilnosti podjetja, panoga, trenutne okoliščine, tržne razmere, likvidnost trga in drugi vplivi. To je še posebej očitno pri teoriji tempiranja trga, ki trdi, da podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje, ko so cene visoke. Nasprotno jih odkupujejo, ko so cene nizke. Cilj te strategije je izkoristiti nihanja cen lastniških vrednostnih papirjev, kar posledično vpliva na končno obliko kapitalske strukture podjetja (Tilehnoue in Shivaraj, 2014).

Leta 2002 sta Baker in Wurgler nadgradila teorijo Modiglianija in Millerja (1958) ter predstavila svojo interpretacijo teorije tempiranja na trgu lastniškega kapitala. V skladu z njuno teorijo podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje, kadar tržna vrednost presega knjigovodsko, in odkupujejo delnice, ko so njihove cene nižje. V popolnem trgu kapitala

prehajanje med različnimi viri financiranja ne prinaša prednosti, medtem ko lahko v neučinkovitih trgih podjetja izkoristijo začasna nihanja v razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo. Teorija tempiranja trga poudarja, da želena ciljna struktura kapitala ne obstaja. Odločitve o kapitalski strukturi podjetij so tako pojasnjene z njihovimi poskusi izkoriščenja trenutnih tržnih razmer. Podjetja torej izdajajo nove delnice, kadar je njihova tržna vrednost visoka (precenjene delnice), in jih odkupujejo, kadar je njihova tržna vrednost nizka (podcenjene delnice). To odstopa od predpostavk teorije tehtanja, ki zagovarja določitev optimalne strukture kapitala. Baker in Wurgler zato zaključujeta, da kapitalska struktura odraža kumulativne poskuse tempiranja trga lastniškega kapitala (Baker in Wurgler, 2002).

3 DEJAVNIKI STRUKTURE KAPITALA

3.1 Pričakovani vpliv dejavnikov na zadolženost

Raziskave kažejo, da na izbiro kapitalske strukture podjetja vplivajo različni dejavniki. Harris in Raviv (1991) poudarjata, da se finančni vzvod povečuje z obsegom opredmetenih sredstev, investicijskimi priložnostmi in velikostjo podjetja ter zmanjšuje z volatilnostjo prihodkov, stroškov oglaševanja, verjetnostno stečaja, donosnostjo in edinstvenostjo izdelka. Razmerje med dejavniki in kapitalsko strukturo pa ni enotno, saj se empirični rezultati med raziskavami razlikujejo. Vpliv dejavnikov na strukturo kapitala se razlikuje glede na gospodarski razvoj posameznih držav, pri čemer imajo poleg ekonomskih razmer pomembno vlogo tudi institucionalne, pravne in kulturne posebnosti. V tabeli 1 je prikazana povezava med dejavniki strukture kapitala in zadolženostjo (Niu, 2008).

Tabela 1: Dejavniki in pričakovana povezava z deležem zadolženosti

Dejavnik	Povezava
Opredmetenost	+
Efektivna davčna stopnja	+/-
Velikost podjetja	+
Priložnosti za rast	-
Donosnost	+/-
Volatilnost zaslužkov	-
Likvidnost	-

Vir: lastno delo na podlagi Niu (2008), Titman in Wessel (1988), Rajan in Zingales (1995).

Teorije običajno poudarjajo, da obstaja pozitivna povezava med stopnjo zadolženosti podjetja in deležem opredmetenih sredstev. Opredmetena sredstva namreč služijo kot zavarovanje za zunanje financiranje, kar podjetjem omogoča dostop do bančnih posojil z nižjimi obrestnimi merami. S takšnim zavarovanjem dolga podjetja zmanjšujejo tveganje za posojilodajalce, kar olajša pridobivanje finančnih sredstev. Nasprotno pa imajo podjetja z

večjim deležem neopredmetenih sredstev višje stroške kapitala, saj je njihovo spremljanje in vrednotenje zahtevnejše. Zato je razumljivo, da so podjetja z višjim deležem opredmetenih sredstev praviloma bolj zadolžena (Niu, 2008).

Vpliv davčne stopnje na finančni vzvod je lahko dvoumen. Po eni strani so obresti na posojila davčno odbitne, zato bi podjetja z višjim obdavčenim dohodkom morala povečati zadolženost, da bi izkoristila prednosti davčnega štita. Posledično bi lahko pričakovali pozitivno povezavo med davčno stopnjo in stopnjo zadolženosti. Po drugi strani pa višja davčna stopnja zmanjša razpoložljiva notranja sredstva podjetja in povečuje stroške kapitala, kar vodi k negativni povezavi med obema spremenljivkama. Titman in Wessel sta med drugim ugotovila, da ni pomembne korelacije med davčno stopnjo in razmerjem zadolženosti (Titman in Wessel, 1988).

Na splošno velja, da je velikost podjetja pozitivno povezana s stopnjo zadolženosti. Večja podjetja imajo običajno stabilnejše denarne tokove, zaradi česar je njihova verjetnost insolventnosti nižja v primerjavi z manjšimi podjetji. Dodatno mnoge študije ugotavljajo, da velika podjetja pogosto izbirajo dolgoročne obveznosti, medtem ko manjša podjetja raje posegajo po kratkoročnem dolgu za financiranje svojih projektov. Prednosti, kot so ekonomije obsega in večja pogajalska moč s posojilodajalci, omogočajo velikim podjetjem nižje stroške pri izdaji dolga in kapitala v primerjavi z manjšimi podjetji (Niu, 2008).

Povezava med prihodnjimi priložnostmi za rast in politiko financiranja predstavlja ključno vprašanje v korporativnih financah. Številne raziskave so pokazale negativno povezano z razmerjem zadolženosti. Obstoječa literatura to negativno korelacijo pogosto obravnava kot uveljavljeno stališče. Rajan in Zingales trdita, da je razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo sredstev uporaben pokazatelj priložnosti za rast podjetja in da se z višanjem tega razmerja stopnja zadolženosti praviloma znižuje. Razlog je, da podjetja z visokim tržno-knjigovodskim razmerjem pričakujejo večje stroške morebitne finančne stiske, zato so previdnejša pri prevzemanju dolga (Rajan in Zingales, 1995).

Teoretična stališča glede vpliva donosnosti na zadolženost niso enotna. Po teoriji tehtanja bi morala podjetja z višjo donosnostjo imeti višji finančni vzvod, saj bi jim obrestni davčni štiti omogočili večje koristi. Po drugi strani pa teorija vrstnega reda predvideva obratno povezavo med donosnostjo in zadolženostjo, saj podjetja raje uporabljajo notranje vire financiranja, kot so zadržani dobički, ter se odločijo za zunanje šele, ko notranja sredstva niso več zadostna. Večina empiričnih raziskav pa potrjuje negativno povezanost med donosnostjo in dolžniškim financiranjem (glej Titman in Wessels (1988), Rajan in Zingales (1995) itd.), medtem ko so pozitivne povezave redko podprte z dokazi (Niu, 2008).

Podjetja z visoko volatilnostjo dobičkov so izpostavljena večjemu tveganju. Nestabilni denarni tokovi lahko povzročijo težave pri izpolnjevanju finančnih obveznosti, kar lahko vodi v zaplembo sredstev s strani posojilodajalcev ali celo v stečaj. Kadar prevladuje lastniško financiranje, pa lahko družba v obdobju finančne stiske preprosto odloži izplačilo

dividend in se tako izogne obveznim denarnim odlivom. Zaradi teh dejavnikov podjetja z izrazito volatilnimi prihodki praviloma vzdržujejo nižjo zadolženost in se pri pridobivanju financiranja pogosteje odločajo za izdajo lastniškega kapitala kot za dolg. Posledično je med volatilnostjo prihodkov in finančnim vzvodom pričakovana negativna povezava (Niu, 2008).

Teorija vrstnega reda predpostavlja, da podjetja najprej posegajo po notranjih virih financiranja in šele nato po zunanjih. Posledično iz zadržanih dobičkov oblikujejo likvidne rezerve, ki jim omogočajo financiranje, ne da bi morali posegati po zunanjem financiranju. Tako podjetja z visoko stopnjo likvidnosti praviloma razpolagajo z obsežnimi notranjimi viri, kar posledično zmanjšuje njihovo potrebo po dodatnem financiranju z dolgom. Torej je povezava med likvidnostjo in stopnjo zadolženosti podjetja pričakovano negativna (Niu, 2008).

3.2 Vpliv strukture kapitala na uspešnost in vrednotenje

V svoji doktorski disertaciji (2015) je Marinšek raziskoval vpliv finančnega vzvoda na uspešnost podjetij. Za merjenje uspešnosti je uporabil kazalnika ROE in ROCE. Kazalnik ROE (angl. return on equity) meri donosnost lastniškega kapitala in se izračuna kot razmerje med poslovnim izidom po obdavčitvi in lastniškim kapitalom. Pove, koliko čistega dobička ali izgube ustvari podjetje na enoto vloženega lastniškega kapitala. Kazalnik ROCE (angl. return on capital employed) pa meri donosnost vloženega kapitala. Izraža donos za vse ponudnike kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega. Višja vrednost kazalnika ROCE kaže na bolj učinkovito uporabo kapitala. V primerjavi z ROE je ROCE natančnejši pokazatelj uspešnosti za podjetja z večjimi dolžniškimi obveznostmi. Marinšek je oba kazalnika izračunal kot aritmetično sredino za vsa opazovana podjetja (8.777 podjetij) v obdobju 2006–2011 (Marinšek, 2015).

Marinšek je v obdobju 2006–2011 za vsako opazovano podjetje ocenil povprečni finančni vzvod, ki ga je definiral kot razmerje med skupnimi finančnimi obveznostmi in skupnimi sredstvi podjetja. Izračunani dejanski finančni vzvod je nato primerjal s ciljno zadolženostjo, ki jo je prav tako ocenil za vsako od teh podjetij. Na podlagi izračunanih razlik med omenjenima dvema finančnima vzvodoma je podjetja razvrstil v tri skupine:

- Prezadolžena podjetja (angl. overleveraged firms): 25 % podjetij z največjo pozitivno razliko (dejanska zadolženost presega optimalno).
- Podjetja znotraj optimalnega razpona (angl. optimal range): 50 % podjetij, ki so najbližje ciljni strukturi.
- Podzadolžena podjetja (angl. underleveraged firms): 25 % podjetij z največjo negativno razliko (dejanska zadolženost je bistveno nižja od optimalne).

Takšna razvrstitev je omogočila analizo vpliva dejanske stopnje zadolženosti v primerjavi s ciljno zadolženostjo na finančno uspešnost podjetij, kar je pripomoglo k boljšemu razumevanju učinkov odstopanj od optimalne strukture kapitala.

Rezultati analize so pokazali naslednje. Podjetja, ki poslujejo blizu svoje ciljne strukture kapitala, dosegajo višje mediane povprečij kazalnikov ROE in ROCE v primerjavi s prezadolženimi podjetji. Po drugi strani pa podzadolžena podjetja beležijo najvišje dobičkonosnosti. Ta ugotovitev je lahko posledica dejstva, da bolj dobičkonosna podjetja potrebujejo manj zunanjega financiranja, saj razpolagajo z visokimi notranjimi finančnimi viri (Marinšek, 2015).

Za vsak portfelj zadolženosti so bili ocenjeni prvi kvartil (p25), mediana (p50) in tretji kvartil (p75) za dva kazalnika dobičkonosnosti: povprečni ROE in povprečni ROCE (izračunana za vsako podjetje posebej v obdobju 2006–2011). V tabeli 2 je prikazana povezava med zadolženostjo podjetij in dvema kazalnikoma donosnosti.

Tabela 2: Povezava med zadolženostjo podjetij in kazalniki donosnosti

	ROE			ROCE		
	P25	P50	P75	P25	P50	P75
Prezadolžena podjetja	1,90	9,84	21,00	5,61	11,11	19,56
Podjetja blizu ciljne strukture	3,39	10,22	20,00	6,12	12,42	21,75
Podzadolžena podjetja	4,77	12,23	22,81	7,22	14,88	26,53

Vir: Marinšek (2015), povzeto od Amadeus (2013).

3.3 Dejavniki, ki vplivajo na strukturo kapitala farmacevtske panoge

Raziskava, ki sta jo izvedla Thanh in Trang (2021), preučuje dejavnike, ki vplivajo na odločitve o strukturi kapitala farmacevtskih in zdravstvenih podjetij, kotirajočih na dveh glavnih vietnamskih borzah, HNX (Hanoi Stock Exchange) in HOSE (Ho Chi Minh Stock Exchange), v obdobju 2016–2020. V analizo je bilo vključenih 23 podjetij, podatki so bili zbrani iz finančnih in letnih poročil podjetij v preučevanem obdobju (Thanh in Trang, 2021).

Kapitalska struktura podjetij se spreminja glede na edinstvene značilnosti podjetja, panogo, v kateri deluje, ter vplive širših gospodarskih dejavnikov, kulture in religije. Vietnamsko gospodarstvo je doživelo številne spremembe, ki jih je močno zaznamovala pandemija koronavirusne bolezni 2019 (angl. Coronavirus disease 2019, v nadaljevanju COVID-19). Ta je imela velik vpliv na strukturo kapitala podjetij v farmacevtskem in zdravstvenem sektorju. Kljub gospodarski rasti in izboljšanju življenjskega standarda prebivalcev se Vietnam sooča s staranjem prebivalstva ter zdravstvenimi težavami, ki so posledica onesnaženja in industrializacije. Pandemija COVID-19 je dodatno izpostavila pomen zdravstvenih storitev, kar je povečalo pripravljenost ljudi, da vlagajo v svoje zdravje (Thanh in Trang, 2021).

Na podlagi teorij strukture kapitala sta Thanh in Trang (2021) preučila vpliv različnih dejavnikov na zadolženost podjetij. Uporabila sta regresijski model, v katerem je bila odvisna spremenljivka razmerje dolga do sredstev, neodvisne pa donosnost, opredmetena sredstva, velikost podjetja, priložnosti za rast, likvidnost, starost podjetja in vloga izvršnega direktorja. Na podlagi teorij strukture kapitala in prejšnjih raziskav sta avtorja študije postavila hipoteze, da bi pojasnila vpliv razmerja med neodvisnimi spremenljivkami in razmerjem dolga.

Rezultati so pokazali, da imajo donosnost, opredmetena sredstva, velikost podjetja in likvidnost negativen vpliv na zadolženost, medtem ko priložnosti za rast povečujejo dolg. Ostali dve spremenljivki nista bili statistično značilni. Donosnost ima najmočnejši vpliv na delež dolga podjetij. Negativna povezava med donosnostjo in razmerjem dolga se lahko razloži s teorijo vrstnega reda. Ko podjetja poslujejo dobro, najprej uporabijo notranje vire financiranja, npr. zadržane dobičke, šele nato se odločijo za dolg ali izdajo novih delnic.

4 TEHTANI POVPREČNI STROŠKI KAPITALA

4.1 Struktura kapitala in stroški kapitala

V tem poglavju je podrobneje opisan postopek ocenjevanja tehtanih povprečnih stroškov kapitala, ki predstavljajo ključni element pri presoji kapitalske strukture podjetij.

Enačba za izračun WACC je prikazana spodaj. Potrebno je imeti podatke o stroških obeh vrst kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega. Poleg tega je treba poznati razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom v celotni strukturi podjetja (Koller in drugi, 2015):

$$WACC = We * ke + Wd * kd * (1 - T), \quad (5)$$

kjer je:

- We delež lastniškega kapitala v skupni vrednosti kapitala,
- Wd delež dolžniškega kapitala v skupni vrednosti kapitala,
- ke strošek lastniškega kapitala,
- kd strošek dolžniškega kapitala,
- T davčna stopnja.

4.1.1 Strošek lastniškega kapitala

Večina tradicionalnih modelov tveganja in donosnosti v financah se strinja glede prvih dveh korakov analize tveganja – da tveganje izhaja iz porazdelitve dejanskih donosov okoli pričakovanega donosa ter da bi moralo biti tveganje ocenjeno z vidika investitorja, ki ima

dobro razpršene naložbe. Kljub temu pa se ti modeli razlikujejo, ko gre za merjenje tržnega tveganja, torej tveganja, ki ga ni mogoče odpraviti z razpršitvijo (Damodaran, 2009).

Najpogostejše uporabljen model za določitev stroškov lastniškega kapitala oziroma zahtevane donosnosti s strani investorjev je tako imenovani model vrednotenja dolgoročnih sredstev (angl. capital asset pricing model, v nadaljevanju CAPM), ki sem ga uporabila tudi v okviru svojega empiričnega dela pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala. Enačba (6) za izračun tega modela je prikazana spodaj. Enačba kaže, da bo investor za naložbo s tveganjem β zahteval netvegano donosnost r_f ter premijo za tveganje, ki jo izračunamo kot razliko med donosnostjo tržnega portfelja in netvegano stopnjo donosa (Damodaran, 2009).

$$K_e = R_f + \beta * (MRP), \quad (6)$$

kjer je:

- K_e strošek lastniškega kapitala (angl. cost of equity),
- R_f netvegana stopnja donosa (angl. risk free rate),
- β beta,
- MRP premija za tveganje v zvezi z lastniškim kapitalom (angl. market risk premium).

CAPM model je bil razvit v šestdesetih letih prejšnjega stoletja na podlagi številnih raziskav, ki so jih izvedli William Sharpe, John Litner, Jan Mossin in Jack Treynor. Danes je ta model ključnega pomena v financah, saj podjetjem omogoča enostaven in pregleden način izračuna zahtevane stopnje donosnosti, ki jo investorji pričakujejo glede na tveganje, povezano z določenimi naložbami. Zaradi svoje preprostosti, dostopnosti in široke uporabe v praksi je ta pristop še posebej priljubljen. V raziskavi Brothersona, Eadesa, Harrisa in Higginsa (2015) je bilo ugotovljeno, da je le eno od 309 anketiranih podjetij uporabilo model, drugačen od CAPM. Ta model je že dolgo prisoten v praksi in je sčasoma postal skoraj standardna izbira za mnoga podjetja (Hegard in Nystad, 2021).

CAPM temelji na osmih osnovnih predpostavkah (Pratt in Grabowski, 2010):

1. Investitorji so tveganju nenaklonjeni.
2. Racionalni investitorji si prizadevajo imeti učinkovite portfelje (tj. portfelje, ki so popolnoma razpršeni glede tveganja).
3. Vsi investitorji imajo enako časovno obdobje naložb, kar pomeni, da pričakujejo, da bodo naložbe držali enak čas.
4. Vsi investitorji imajo homogena pričakovanja.
5. Ni transakcijskih stroškov.
6. Medtem ko lahko obstajajo davki na dohodek podjetja, ne obstajajo davki, vezani na investicije.
7. Investitorji si lahko izposojajo ali posojajo po netvegani stopnji donosa.
8. Popolna likvidnost trga.

Določitev **netvegane stopnje donosa** je prvi korak pri izračunu zahtevane donosnosti investitorja. Pri tveganih naložbah vlagatelj pričakuje donos, ki poleg netvegane stopnje vključuje tudi premijo za prevzeto tveganje. Ključno vprašanje je, katero sredstvo lahko štejemo za netvegano in kako določiti ustrezno netvegano stopnjo donosa. Dejanski donosi naložb se pogosto razlikujejo od pričakovanih prav zaradi prisotnega tveganja. Da bi določeno sredstvo lahko opredelili kot netvegano, mora biti njegov dejanski donos vedno enak pričakovanemu, verjetnost propada pa mora biti nična. Prav tako ne sme biti negotovosti glede možnosti reinvestiranja. Kot primer netvegane stopnje donosa se pogosto uporablja donosnost državnih obveznic z dolgo zapadlostjo, na primer med 10 in 30 leti. Donosnost teh obveznic velja za najboljši približek netvegane stopnje, saj so državne obveznice praviloma izjemno zanesljive in stabilne (Stubelj, 2009).

Netvegana naložba je torej opredeljena kot tista, pri kateri vlagatelj z gotovostjo pozna pričakovani donos. Pri tem morata biti izpolnjena dva pogoja (Damodaran, 2009):

1. Ne sme obstajati tveganje neplačila, kar običajno pomeni, da mora vrednostni papir izdati država.
2. Pri določanju netvegane stopnje donosa je pomembno odpraviti negotovost glede reinvestiranja. Če na primer ocenjujemo pričakovani donos za petletno obdobje, je najbolj smiselno uporabiti državno obveznico z dospelostjo petih let. Pri izbiri netvegane stopnje donosa je potrebno uskladiti ročnosti (angl. duration matching). Poleg tega je priporočljivo uporabiti obveznico brez kuponskih izplačil (angl. zero-coupon bond), saj bi se pri kuponskih obveznicah vmesna izplačila lahko reinvestirala po obrestnih merah, ki jih danes ne moremo napovedati, kar prinaša tveganje.

Za namen magistrskega dela sem podatek o netvegani stopnji donosa pridobila s spletne strani podjetja Kroll, pri čemer sem upoštevala dolgoročno normalizirano netvegano stopnjo donosa za Nemčijo (Kroll, 2025).

Beta (β) predstavlja mero sistematičnega tveganja, saj ocenjuje, kako posamezna delnica prispeva k tveganju celotnega tržnega premoženja. Prikazuje, za koliko odstotkov se spremeni donosnost naložbe, če se donosnost tržnega portfelja spremeni za en odstotek. Če ima naložba beto ena, to pomeni, da gre za povprečno tvegano naložbo, torej je tveganje naložbe enako povprečnemu tveganju na celotnem trgu. Delnice z beto nižjo od ena veljajo za manj tvegane od povprečja, medtem ko so delnice z beto višjo od ena bolj tvegane od povprečja (Stubelj, 2009).

Beta koeficient delnice lahko ocenimo z regresijsko analizo, s katero ocenimo odvisnost donosnosti delnice od donosnosti tržnega premoženja. Beta je torej regresijski koeficient, zato potrebujemo zgodovinske podatke o cenah delnic in gibanju borznega indeksa. Ti podatki so na voljo le za podjetja, ki kotirajo na borzi. Torej je ocena bete za podjetja, ki niso uvrščena na borzo, s tem pristopom nemogoča. V teh primerih si pomagamo z drugimi

metodami, kot je uporaba beta koeficientov primerljivih podjetij, panožnih beta koeficientov ali izračun računovodske bete, kjer namesto tržnih donosnosti uporabimo računovodske podatke (Pratt in Grabowski, 2010).

Enačba za izračun bete je:

$$\beta = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_m^2}, \quad (7)$$

pri čemer števec izraža kovarianco med donosi posamezne delnice in donosi tržnega premoženja, imenovalec pa predstavlja varianco donosnosti tržnega premoženja. Kot omenjeno, uporabimo za izračun beta koeficienta linearno regresijo, pri čemer potrebujemo zgodovinske podatke o donosnostih tako posameznih delnic kot celotnega trga. Potrebno je poudariti, da se vrednosti bete za isto podjetje, ki jih lahko najdemo v različnih virih, kot so Bloomberg, Yahoo Finance ali Thomson Financial, med seboj pogosto razlikujejo. To se zgodi zaradi uporabe različnih metod za izračunavanje. Takšna beta, ki temelji na preteklih podatkih, je znana kot zgodovinska beta. V CAPM modelu predpostavljamo, da bo beta naložbe, izračunana na osnovi preteklih podatkov, ostala enaka tudi v prihodnosti. To izhaja iz dejstva, da je model osredotočen na oceno zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala, ki jo vlagatelji pričakujejo v prihodnosti (Stubelj, 2009).

Po Damodaranu je beta podjetja odvisna od treh dejavnikov (*ceteris paribus*) (Damodaran, 2009):

- Vrsta panoge, v kateri podjetje deluje, vpliva na njegovo beto. Beta predstavlja tveganje podjetja v primerjavi s trgom. Podjetja, ki so bolj občutljiva na gospodarske spremembe, običajno kažejo višjo beto. Tak primer so podjetja v cikličnih panogah, kot je avtomobilska industrija.
- Stopnja poslovnega vzvoda podjetja je odvisna od njegove strukture stroškov in se izračuna kot razmerje med fiksnimi stroški in skupnimi stroški. Podjetja z višjim poslovnim vzvodom (kar pomeni, da so njihovi fiksni stroški v primerjavi s skupnimi stroški visoki) beležijo višjo beto. Fiksni stroški namreč povečujejo občutljivost denarnih tokov na tržno tveganje, saj že malo zmanjšanje prihodkov od prodaje lahko znatno vpliva na zmanjšanje dobička iz poslovanja. To hkrati pojasnjuje, zakaj imajo pogosto majhna podjetja v isti panogi višjo beto kot večja podjetja. Manjša podjetja imajo namreč pogosto višji poslovni vzvod, saj nimajo tolikšnih prednosti iz naslova ekonomij obsega.
- Finančni vzvod podjetja. Višji kot je finančni vzvod oz. bolj kot je podjetje zadolženo, višja je beta. V enačbi (9) β_l predstavlja beto zadolženega lastniškega kapitala podjetja, β_u pa beto nezadolženega podjetja oz. beto podjetja brez dolga. T predstavlja davčno stopnjo podjetja, D/E pa tržno razmerje med lastniškim kapitalom in dolgom. Iz enačbe (9) je razvidno, da povečanje zadolževanja povečuje tveganje podjetja, kar posledično vodi v višjo beto. Ta učinek vključuje tudi vpliv davkov, saj upošteva koristi, ki izhajajo iz obrestnega davčnega štita.

Po Damodaranu je beta, izračunana od spodaj navzgor (angl. bottom-up beta), boljša od bete, ki je pridobljena s pomočjo regresijske analize. Prvič, prinaša večjo natančnost, saj temelji na povprečju regresijskih bet, kar zmanjša standardno napako. Drugič, če podjetje spremeni svojo poslovno strukturo oz. panoge, v katerih deluje (angl. business mix), je beta od spodaj navzgor bolj točna, saj lahko sami določimo uteži za različne panoge, medtem ko regresijska beta odraža podatke iz preteklosti. Tretjič, beta od spodaj navzgor omogoča enostavno prilagajanje spremembam v strukturi kapitala podjetja, medtem ko je regresijska beta vezana na podatke finančnega vzvoda iz preteklosti (Damodaran, brez datuma a).

Beto od spodaj navzgor se izračuna na naslednji način (Damodaran, 2009):

- Najprej je potrebno identificirati dejavnosti oz. panoge podjetja, za katerega želimo oceniti beto. Večina podjetij v svojih letnih poročilih in finančnih izkazih poda pregled svojih prihodkov in poslovnega dobička po posameznih panogah.
- Primerljiva podjetja. V večini panog najdemo vsaj nekaj primerljivih podjetij, v nekaterih primerih pa jih je lahko celo več. Začnemo z ozko opredelitvijo primerljivih podjetij, ki jo po potrebi razširimo, če je število ustreznih podjetij v začetnem izboru prenizko. Za vsako od teh podjetij izračunamo povprečno beto v primeru nezadolženosti. Za vsako podjetje iz vzorca primerljivih podjetij se torej izračuna β_u . Damodaran predlaga, da se β_u prilagodi za denar:

$$\beta_u \text{ popravljena za denar} = \beta_u / ((1 - \text{denar}) / \text{vrednost podjetja}), \quad (8)$$

pri čemer se β_u podjetja nato izračuna kot tehtano povprečje vseh beta koeficientov primerljivih podjetij. Pri tem se uteži določijo glede na deleže vrednosti podjetja, ki pripadajo posamezni dejavnosti.

- Na koncu izračunamo razmerje lastniškega in dolžniškega kapitala, kar imenujemo finančni vzvod.
- Na podlagi vseh izračunanih parametrov (finančnega vzvoda in β_u) izračunamo β_l podjetja.

Za izračun stroškov kapitala farmacevtskih družb sem uporabila beto panoge, objavljeno na spletni strani Damodarana. Neutežena beta farmacevtske panoge v Evropi, prilagojena za denar (glej enačbo (8)), znaša 1,04. Uteženo beto sem izračunala z upoštevanjem mejne davčne stopnje, pri čemer sem za vsako podjetje uporabila njegovo razmerje dolga in kapitala (D/E) v skladu z enačbo (9).

$$\beta_l = \beta_u (1 + (1 - t) D/E) \quad (9)$$

Premija za tveganje v zvezi z lastniškim kapitalom je razlika med donosnostjo tržnega portfelja in netvegano stopnjo donosa. Ta premija predstavlja višino dodatnega donosa, ki ga vlagatelj zahteva kot kompenzacijo za tveganje, ki ga prevzame z vlaganjem v tržni portfelj, namesto da bi investiral v netvegano naložbo oz. varne državne obveznice. Ker so

vlagatelji navadno tveganju nenaklonjeni, pričakujejo višji donos, kadar se odločijo za tvegane naložbe, kot so delnice. Premije za tveganje ni možno neposredno prebrati, zato jo ocenjujemo na podlagi zgodovinskih podatkov, s pomočjo anket strokovnjakov ali pa jo ocenimo kot implicirano premijo za tveganje (Ehrhardt in Brigham, 2011).

Uporaba zgodovinskih povprečij za oceno trenutne tržne premije za tveganje se sooča z več slabostmi. Prvič, donosnosti delnic so zelo volatilne, kar pomeni, da se lahko zelo hitro spreminjajo in povzročijo velika nihanja. To lahko vpliva na slabo izračunana povprečja. Drugi problem je, da je zgodovinsko povprečje izredno občutljivo na obdobje, ki ga izberemo za izračun. Če izberemo obdobje z izjemno visokimi ali nizkimi donosi, bo to močno vplivalo na izračunano povprečje, kar lahko vodi do napačnih ocen trenutne premije za tveganje (Ehrhardt in Brigham, 2011).

Oceno tržne premije za tveganje s pomočjo anket strokovnjakov je najbolje ponazoriti s primeri iz prakse, kjer so bile te ocene izvedene. Na primer, dva profesorja z Duke University (John Graham in Campbell Harvey) sta v obdobju od 2000 do 2008 vsako četrletje anketirala finančne direktorje (v nadaljevanju tudi CFO), pri čemer se je eno izmed vprašanj nanašalo na njihova pričakovanja glede donosa S&P 500 v naslednjem letu. V opazovanih osmih letih so odgovori nakazovali povprečno pričakovano premijo za tveganje v višini 3,46 %. V anketi, izvedeni marca leta 2009, pa so pričakovali le 2,18 % donosnost S&P 500 (Ehrhardt in Brigham, 2011).

Ker želimo oceniti premijo, ki odraža aktualna pričakovanja za prihodnost, se ni smiselno zanašati na pretekla povprečja in predpostavljati, da bodo razmere v prihodnosti ostale enake. Tudi pristop, ki temelji na anketiranju strokovnjakov, ima svoje omejitve, saj je lahko subjektiven in včasih manj relevanten. Nasprotno pa je implicirana premija za tveganje (angl. implied equity premium) bolj usmerjena v prihodnost, saj odraža pričakovane donose (Damodaran, 2020).

Implicirano premijo za tveganje lahko izračunamo na tri načine (Damodaran, 2020):

- na podlagi modela diskontiranih denarnih tokov,
- premija, ki temelji na pribitku za kreditno tveganje oz. tveganju neplačila,
- premija, temelječa na modelih vrednotenja opcij.

Če državno tveganje ni mogoče razpršiti, ker vlagatelji niso globalno razpršeni ali je tveganje povezano med trgi, ga moramo izmeriti in oceniti vpliv na premijo za tveganje. To lahko izrazimo kot (Damodaran, 2020):

$$MRP = BMRP + CRP, \quad (10)$$

kjer je:

- MRP premija za tveganje v zvezi z lastniškim kapitalom (angl. market risk premium),

- BMRP osnovna premija za tveganje v zvezi z lastniškim kapitalom (angl. base market risk premium),
- CRP premija za državno tveganje (angl. country risk premium).

Državno tveganje lahko ocenimo na različne načine. Eden izmed najpreprostejših in najbolj dosegljivih načinov merjenja državnega tveganja je bonitetna ocena, ki jo dolgu države dodelijo agencije, kot so S&P, Moody's in Fitch. Te bonitetne ocene sicer ocenjujejo tveganje neplačila, vendar nanje vplivajo številni dejavniki, ki hkrati vplivajo tudi na tveganje lastniškega kapitala. Slednji so na primer stabilnost državne valute, stanje proračuna in stopnja politične negotovosti. Namesto da se, tako kot bonitetne agencije, osredotočajo zgolj na tveganje neplačila, so nekateri razvili sistem ocenjevanja državnega tveganja, ki omogoča celovitejši vpogled v tveganja. Te ocene temeljijo na temeljiti ekonomski analizi vsake države in zagotavljajo bolj celovito sliko. Vendar pa je za takšen pristop potrebna precej večja količina podatkov, zato te ocene niso na voljo brezplačno. Eden od primerov je PRS Group, vodilno podjetje, ki se ukvarja z merjenjem, analizo in napovedovanjem geopolitičnih in državnih tveganj na podlagi kvantitativnih podatkov. Za vsako državo izračunajo tako imenovano merilo tveganja ICRG (angl. international country risk guide), ki se giblje med 0 in 100, pri čemer 0 pomeni najvišje tveganje, 100 pa najnižje. Poslovna revija The Economist ima tudi oddelek za ocenjevanje državnih tveganj, ki uporablja lestvico od 0 do 100, kjer 0 označuje najnižjo stopnjo tveganja, 100 pa najvišjo (Damodaran, 2020).

Obstajajo trije glavni načini za ocenjevanje premije za državno tveganje iz mere državnega tveganja. Najenostavnejši in najpogostejše uporabljeni način je pribitek za tveganje v primeru neplačila, ki se lahko oceni na tri različne načine (trenutni kreditni razmik na državne obveznice, povprečni pribitek na obveznice, sintetični pribitek). Nekateri analitiki zagovarjajo, da bi morale premije v zvezi z lastniškim kapitalom odražati razlike v tveganju med trgi, ki jih merimo z njihovo volatilnostjo oziroma nestanovitnostjo. Drugi od treh načinov ocenjevanja je torej relativni standardni odklon delniških trgov. Višji kot je standardni odklon, večje je tveganje. Če primerjamo standardni odklon enega trga z drugim, dobimo občutek relativnega tveganja. Na primer, za izračun relativnega standardnega odklona za ocenjevano državo glede na Združene države Amerike (v nadaljevanju ZDA) bi uporabili naslednjo enačbo (Damodaran, 2020):

$$\begin{aligned} & \text{Relativni standardni odklon v ocenjevani državi} \\ &= \frac{\text{Standardni odklon delniškega trga v ocenjevani državi}}{\text{Standardni odklon ameriškega delniškega trga}} \end{aligned} \quad (11)$$

Iz tega sledi izračun premije za državno tveganje v zvezi z lastniškim kapitalom:

$$\begin{aligned} & \text{Premija za tveganje lastniškega kapitala v ocenjevani državi} \\ &= \frac{\text{Premija za tveganje lastniškega kapitala za ZDA}}{\text{Relativni standardni odklon v ocenjevani državi}} \end{aligned} \quad (12)$$

Čeprav je ta pristop sprva privlačen, ima težave pri uporabi standardnih odklonov, izračunanih na trgih z zelo različnimi tržnimi strukturami in likvidnostjo. Volatilnost delniških trgov je namreč odvisna od likvidnosti – bolj likvidni trgi pogosto beležijo višjo volatilnost. Posledično ta pristop podcenjuje premije za nelikvidne trge in precenjuje premije za likvidne trge. Tretji in zadnji način pa je pribitek za tveganje neplačila skupaj z relativnim standardnim odklonom. V skladu s tem načinom se premija za državno tveganje izračuna kot (Damodaran, 2020):

$$\text{Premija za državno tveganje} = \text{Pribitek za tveganje neplačila} * \frac{\sigma_{\text{delniški trg}}}{\sigma_{\text{obvezniški trg}}} \quad (13)$$

Ta metoda predvideva, da je tveganje delniškega trga v določeni državi večje od tveganja obvezniškega trga. Zato enačba vključuje razmerje med standardnim odklonom delniškega trga in obvezniškega trga. Na izračunano premijo za državno tveganje se nato prišteje še ocena premije za tveganje lastniškega kapitala razvitega trga, ki prikazuje končno premijo za tveganje lastniškega kapitala posamezne države. Zaradi omejitev modela Damodaran svetuje uporabo razmerja med standardnim odklonom indeksa razvijajočega kapitalskega trga in standardnim odklonom indeksa razvijajočega obvezniškega trga (Damodaran, 2020).

Pri oceni stroškov lastniškega kapitala sem za premijo za tveganje, povezano z lastniškim kapitalom, uporabila podatke, ki jih za evroobmočje poroča družba Kroll, in znašajo 5,5 % (Kroll, 2025).

Prihodke od prodaje farmacevtskih podjetij sem v naslednjem koraku utežila po regijah in jih pomnožila z državnimi premijami teh regij in skladno z Damodaranovo metodologijo. Na ta način sem izračunala premijo za državno tveganje. Slednjo premijo Damodaran pri izračunu stroškov lastniškega kapitala vključuje znotraj premije v zvezi z lastniškim kapitalom. Zato bom v nadaljevanju omenjala le to premijo.

4.1.2 Strošek dolga

Strošek dolga predstavlja obrestno mero, po kateri se podjetje trenutno lahko zadolžuje in vključuje tako tveganje neplačila kot tudi raven obrestnih mer na trgu. Predstavlja trenutno ceno, ki jo podjetje plačuje za zadolževanje in financiranje svojega poslovanja, pri čemer nanj vplivajo različne spremenljivke. Prva od teh je netvegana stopnja donosa – višja kot je, dražje je zadolževanje za podjetje. Poleg tega na strošek dolga vpliva tveganje neplačila podjetja, saj višja tveganja zahtevajo višje donose za vlagatelje. Pomembna spremenljivka so tudi davčne prednosti, ki jih prinaša dolg. Ker so obresti davčno priznani odhodek, to znižuje strošek dolga po obdavčitvi v primerjavi s stroškom pred obdavčitvijo. Ta davčna prednost postane še izrazitejša pri višjih davčnih stopnjah, kar naredi dolg za relativno ugoden vir financiranja (Damodaran, 2002).

Enačba za izračun stroška dolga je:

$$\text{Strošek dolga po obdavčitvi} = \text{Strošek dolga} * (1 - \text{Davčna stopnja}) \quad (14)$$

Najpreprostejši način za oceno stroška dolga je takrat, ko ima podjetje izdane dolgoročne obveznice, ki se pogosto in likvidno trgovane. Tržna cena obveznice, skupaj z njenim kuponom in ročnostjo, omogoča izračun zahtevane donosnosti, ki jo lahko uporabimo kot strošek dolga pred davki. To popravimo za davčne učinke, da dobimo strošek dolga po davkih. Veliko podjetij ima izdane obveznice, ki se ne trgujejo redno. V takem primeru se lahko njihov strošek dolga oceni na podlagi bonitetne ocene. Nekatera podjetja nimajo pridobljenih bonitetnih ocen, kar je še posebej značilno za manjša in zasebna podjetja. Kljub temu, da so bonitetne agencije v mnogih razvijajočih se trgih postale dostopne, še vedno obstajajo trgi, kjer podjetja niso ocenjena glede na tveganje neplačila (Damodaran, 2002).

Če podjetje nima dostopa do bonitetnih ocen, sta na voljo dve možnosti. Prva je analiza preteklih zadolževanj podjetja. Tudi brez bonitetnih ocen se podjetja pogosto financirajo prek bank in drugih finančnih institucij, zato lahko pregled njihovih preteklih posojil razkrije informacije o tveganju neplačila. Te podatke nato uporabimo za oceno stroška dolga. Druga možnost je izračun sintetične bonitetne ocene, pri čemer se podjetju dodeli oceno na podlagi njegovih finančnih kazalnikov. Ta pristop posnema delo bonitetnih agencij in temelji na primerjavi z že ocenjenimi podjetji. Damodaran primerja kazalnik pokritosti obresti (angl. interest coverage ratio) v različnih razredih bonitetnih ocen. Za podjetja brez bonitetnih ocen lahko izračunamo količnik pokritosti obresti in ga primerjamo s količniki podjetij, ki imajo bonitetne ocene. Na ta način lahko ocenimo, v kateri sintetični bonitetni razred bi podjetje spadalo in na podlagi tega določimo strošek dolga. Poleg obveznic in bonitetnih ocen je treba strošek dolga oceniti tudi v primeru, ko se podjetje financira pretežno prek bančnih posojil ali najemov. Pri bančnih posojilih je strošek dolga enak obrestni meri, ki jo podjetje plačuje banki, pri čemer se lahko uporabi tehtano povprečje obrestnih mer iz vseh aktivnih posojilnih pogodb. Pri najemih, ki so po MSRP 16 obravnavani kot oblika dolga, strošek dolga predstavlja implicitna obrestna mera v pogodbi o najemu oziroma diskontna stopnja, ki jo podjetje uporablja za preračun najemnini v sedanjo vrednost (Damodaran, 2002).

4.1.3 Davčna stopnja

Za izračun stroška dolga po obdavčitvi je treba upoštevati, da so obresti za podjetja davčno priznani odhodek. Izračun temelji na zgornji enačbi (14), kjer strošek dolga pred obdavčitvijo pomnožimo z $(1 - \text{davčna stopnja})$. Težava pa nastane pri izbiri ustrezne davčne stopnje, saj imamo na voljo več možnosti. Podjetja pogosto navajajo efektivno davčno stopnjo, ki se izračuna kot razmerje med celotnimi plačanimi davki in dobičkom pred davki. Ta stopnja pa se običajno razlikuje od mejne in zakonsko določene davčne stopnje, ki prikazuje, za koliko bi se davčna obveznost povečala ob dodatni denarni enoti dobička pred davki. Damodaran navaja, da je za izračun stroška dolga po obdavčitvi bolj smiselno uporabiti mejno davčno stopnjo (Damodaran, 2002).

Pri izračunu stroškov kapitala sem uporabila mejno davčno stopnjo, ki velja v državi posameznih farmacevtskih podjetij.

4.1.4 Uteži

Pri določanju tehtanih povprečnih stroškov kapitala je ključno izračunati ustrezne uteži, ki predstavljajo delež dolžniškega in lastniškega kapitala v skupni strukturi kapitala podjetja. Preden se posvetimo določitvi teh uteži, je potrebno jasno definirati, kaj vse se šteje kot dolg. Pomembno je, da uteži temeljijo na tržnih vrednostih, saj strošek kapitala predstavlja dejanski strošek izdajanja vrednostnih papirjev, kot so delnice in obveznice, ki se izdajo po tržni vrednosti, ne po knjigovodski. Uporaba tržnih vrednosti tako zagotavlja bolj realistično in ustrezno oceno stroška kapitala (Damodaran, 2002).

Dolg je finančna obveznost, ki ima nekaj ključnih značilnosti. Najprej gre za obveznost, ki zahteva izvedbo fiksnih plačil v prihodnosti. Ta plačila so vnaprej določena in podjetje se zavezuje, da jih bo izpolnilo v dogovorjenih časovnih okvirih. Poleg tega so ta fiksna plačila davčno priznana, kar pomeni, da zmanjšujejo davčno osnovo podjetja in posledično tudi njegovo davčno obveznost. Neizpolnjevanje teh obveznosti ima lahko resne posledice, saj lahko vodi bodisi v neplačilo bodisi v izgubo nadzora nad podjetjem, ki preide v roke upnikov. Na podlagi teh značilnosti dolg vključuje vse obveznosti, ki se obrestujejo, ne glede na to, ali gre za kratkoročne ali dolgoročne obveznosti. Poleg tega v dolg sodijo tudi vse obveznosti iz najema, bodisi poslovne ali kapitalske. Ta širša opredelitev dolga omogoča celovitejše razumevanje finančnih obveznosti podjetja, kar je ključno za natančen izračun stroškov dolga in določitev strukture kapitala (Damodaran, brez datuma b).

Uteži, ki jih uporabljamo pri izračunu stroškov kapitala, morajo torej temeljiti na tržnih vrednostih. Kljub temu obstajajo trije pogosti argumenti, ki nasprotujejo uporabi tržnih vrednosti.

To so (Damodaran, brez datuma b):

- Knjigovodske vrednosti so bolj zanesljive, ker so manj volatilne od tržnih vrednosti.
- Uporaba knjigovodskih vrednosti namesto tržnih je bolj konzervativen pristop. Kljub temu bo uporaba knjigovodskih vrednosti v večini primerov privedla do nižjih stroškov kapitala kot uporaba tržnih vrednosti.
- Ker so računovodski donosi izračunani na podlagi knjigovodskih vrednosti, se zdi smiselno uporabiti tudi knjigovodske vrednosti pri izračunu stroškov kapitala. Vendar ta pristop ekonomsko ni upravičen.

V praksi je ocenjevanje tržne vrednosti lastniškega kapitala pri javno trgovanjih podjetjih razmeroma preprosto, medtem ko je ocenjevanje tržne vrednosti dolga pogosto bolj zapleteno, saj se pri večini podjetij del dolga ali celoten dolg ne trguje. Zato mnogi

uporabljajo knjigovodsko vrednost dolga kot približek za njegovo tržno vrednost (Damodaran, brez datuma b).

V magistrskem delu sem za tržno vrednost lastniškega kapitala pri vsakem farmacevtskem podjetju vzela tržno kapitalizacijo. Za zrela podjetja velja, da je tržna vrednost dolga zelo podobna knjigovodski vrednosti dolga, zato sem pri izračunu uporabila knjigovodsko vrednost. To je tudi razumljivo, saj je izračun tržne vrednosti dolga lahko zahtevnejši, še posebej v primerih, ko podjetja ne izdajajo obveznic, ki so trgovane na borzi, saj podjetja poleg zadolževanja pri bankah pogosto uporabljajo druge oblike zadolževanja.

4.2 Optimizacija strukture kapitala

Izračun optimalne strukture kapitala sem izvedla na podlagi metode Damodarana, ki se imenuje teorija glavnega toka (angl. cost of capital approach). Ta pristop temelji na minimiziranju stroška kapitala, pri čemer predpostavljamo, da so denarni tokovi dani in se spreminja le strošek kapitala. Za vsako raven zadolženosti je potrebno ponovno oceniti skupni strošek kapitala. Pri tem je pomembno, da stroškov dolga in lastniškega kapitala ne puščamo nespremenjenih, saj povečevanje dolga nezadržno zvišuje tveganje. Z vsakim povečevanjem stopnje zadolženosti je potrebno ponovno oceniti tako strošek lastniškega kot strošek dolžniškega kapitala, sicer bomo podcenili tveganje in precenili učinek finančnega vzvoda (Damodaran, 2014).

Za izračun skupnega stroška kapitala potrebujemo strošek lastniškega kapitala, strošek dolga po davkih in uteži, ki jih pripišemo dolgu in lastniškemu kapitalu. Ker se strošek lastniškega in dolžniškega kapitala spreminja z razmerjem med dolgom in kapitalom, je glavna naloga tega pristopa prav ocenjevanje vsake od omenjenih postavk. Beta lastniškega kapitala se spreminja skupaj z zadolženostjo podjetja. Pri vsakem deležu dolga po enačbi (9) izračunamo pripadajočo beto. Ta beta nam nato omogoča, da za vsako stopnjo zadolženosti izračunamo strošek lastniškega kapitala po enačbi (6). Netvegana stopnja donosa in premija v zvezi z lastniškim kapitalom sta enaki kot v izračunu sedanjega stroška kapitala. Strošek dolga je tesno povezan s tveganjem neplačila. Ko podjetje povečuje svojo zadolženost, se s tem povečuje tudi tveganje neplačila, kar posledično vodi v višje obrestne mere. Za izračun stroška dolga pri različnih stopnjah zadolženosti je potrebno upoštevati več ključnih korakov. Ti postopki omogočajo določitev stroška dolga na različnih ravneh zadolženosti in so temelj za izračun WACC. V nadaljevanju je podrobno opisan postopek, ki sem ga uporabila pri izračunu stroška dolga (Damodaran, 2014).

Prvi korak pri izračunu stroška dolga je določitev višine dolga, ki ga bo podjetje imelo pri posamezni stopnji zadolženosti. Za izračun dolga pri različnih stopnjah zadolženosti sem uporabila tržno vrednost podjetja, pri čemer sem uporabila naslednjo enačbo (Damodaran, 2014):

$$Dolg = Tržna\ vrednost\ podjetja * Stopnja\ zadolženosti \quad (15)$$

Ko je višina dolga določena, se izračunajo stroški obresti, ki jih bo podjetje imelo pri tej stopnji zadolženosti. Ti stroški so odvisni od obrestne mere, ki jo podjetje prejme pri izdaji obveznic. Obrestna mera je neposredno povezana z bonitetno oceno podjetja, ki jo določimo na podlagi kazalnika obrestne pokritosti (angl. interest coverage ratio). Za izračun stroškov obresti sem uporabila naslednji enačbi (Damodaran, 2014):

$$\text{Obresti} = \text{Dolg} * \text{Obrestna mera} \quad (16)$$

$$\text{Kazalnik obrestne pokritosti} = \frac{EBIT}{\text{Obresti}} \quad (17)$$

Kazalnik obrestne pokritosti je ključni dejavnik pri določanju bonitetne ocene podjetja. Višja kot je obrestna pokritost, višja je bonitetna ocena podjetja. Na podlagi tega kazalnika se povezujejo različne ravni obrestne pokritosti z ustreznimi bonitetnimi ocenami. Bonitetne ocene so nato uporabljene za določitev obrestnih mer in stroškov dolga. Povezave med obrestno pokritostjo in bonitetno oceno so predstavljene v prilogi 1 (Damodaran, 2025a). Po določitvi bonitetne ocene podjetja se uporabi pribitek za tveganje neplačila, ki ustreza tej oceni. Na primer, podjetje z bonitetno oceno AAA bo imelo določen pribitek, ki se doda netvegani stopnji donosa. Ciklično računanje pri izračunu stroška dolga nastane, ker je strošek dolga pred davki potreben za izračun kazalnika obrestne pokritosti, ki pa je nujen za določitev stroška dolga pred davki. Postopek se ponovi za različne stopnje zadolženosti, pri čemer se za vsako stopnjo določijo dolg, kazalnik obrestne pokritosti, bonitetna ocena in strošek dolga. S tem se pridobijo podatki o tem, kako se strošek dolga spreminja glede na stopnjo zadolženosti podjetja (Damodaran, 2014).

Davčna stopnja pri spreminjanju stopnje zadolženosti podjetja ni konstantna. Pri visokih stopnjah zadolženosti, kjer so obresti večje od EBIT, je potrebno prilagoditi davčno stopnjo, da se upošteva morebitna izguba davčnih ugodnosti zaradi visokih obresti. To pomeni, da moramo spremeniti davčne stopnje pri višjih zadolženostih (Damodaran, 2014).

Ko so izračunani stroški dolga po davkih za različne stopnje zadolženosti, se ti skupaj s stroškom lastniškega kapitala uporabijo za izračun WACC pri različnih ravneh zadolženosti. Na podlagi teh izračunov se določi točka, kjer je WACC najnižji, kar predstavlja optimalno strukturo kapitala podjetja (Damodaran, 2014).

Damodaranova teorija glavnega toka ima več omejitev. Temeljna predpostavka, da EBIT ostaja nespremenjen, ne drži vedno, saj nihanja v prihodnjih dobičkih pomembno vplivajo na optimalno razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Prav tako sloni na poenostavljeni predstavi o tržnem tveganju in povezavi z verjetnostjo neplačila, kar ne odraža kompleksnosti stroškov, ki nastanejo ob rastočem dolgu (Damodaran, brez datuma c).

5 FARMACEVTSKA PANOGA

5.1 Gospodarski in družbeni pomen

Farmacevtska panoga velja za eno najpomembnejših gospodarskih dejavnosti v EU in Sloveniji. Značilna je visoka dodana vrednost, močna usmerjenost v raziskave in razvoj ter delovanje v strogo reguliranem okolju. Pomembno vpliva na kakovost življenja, saj omogoča razvoj in dostopnost učinkovitih zdravil, hkrati pa krepi zdravstvene sisteme ter spodbuja gospodarsko rast z ustvarjanjem delovnih mest in tehnološkim napredkom. Njena vloga pa presega le gospodarski vidik, saj neposredno vpliva tudi na dostopnost in učinkovitost zdravstvene oskrbe za prebivalstvo. Ljudje si želijo pravičnega dostopa do kakovostnih, sodobnih in finančno dostopnih oblik zdravljenja, pri čemer so zdravila ključna pri odkrivanju, obvladovanju in preprečevanju različnih bolezni. Farmacevtska panoga zavzema ključno mesto v evropskem gospodarskem prostoru, saj ne prispeva le k zaposlovanju visoko usposobljenega kadra, temveč igra pomembno vlogo pri spodbujanju znanstvenega napredka z obsežnimi vlaganji v raziskave in razvoj. Dobro zdravje kot osnova blaginje je neločljivo povezano z učinkovitimi zdravstvenimi sistemi, ki pa lahko delujejo le ob zanesljivi oskrbi z varnimi in dostopnimi zdravili. Pandemija COVID-19 je močno poudarila potrebo po robustnem in prožnem sistemu, ki zagotavlja neprekinjeno razpoložljivost zdravil tudi v izrednih razmerah, obenem pa je razkrila ranljivosti, kot so odvisnost od zunanjih dobaviteljev, pomanjkanje proizvodnih zmogljivosti in omejen dostop do podatkov. Hkrati se EU sooča z demografskimi izzivi, kot so hitro starajoče se prebivalstvo, naraščajoč pritisk na zdravstvene sisteme ter vse pogostejši pojav novih in kompleksnih zdravstvenih tveganj. Evropska farmacevtska strategija, kot celovit politični instrument, naslavlja te izzive z jasnim ciljem – oblikovati odporen, dostopen in trajnosten farmacevtski sistem, ki bo kos prihodnjim zahtevam, ki bo izkoristil potencial digitalnih tehnologij in bo v korist tako pacientom kot celotni družbi (Evropska komisija, 2020).

Farmacevtska strategija za Evropo je bila sprejeta 25. 11. 2020. Cilj strategije je ustvariti regulativni okvir, ki bo pripravljen na prihodnost, hkrati pa spodbujati raziskave in razvoj, ki bodo omogočili pacientom lažji dostop do zdravil. Strategija se osredotoča tudi na odpravljanje tržnih pomanjkljivosti in naslavlja težave, ki so jih izpostavile izkušnje s pandemijo COVID-19, s ciljem krepitve odpornosti zdravstvenega sistema na morebitne prihodnje krize. Temelj strategije so štirje ključni stebri, ki vključujejo tako zakonodajne kot nezakonodajne ukrepe. Prvi steber je zagotoviti dostop do cenovno dostopnih zdravil in rešitev za nezadostno pokrite zdravstvene potrebe. Drugi steber poudarja spodbujanje inovacij in konkurenčnosti v farmacevtski industriji EU s ciljem razvoja naprednih in trajnostnih zdravil, ki so varna, učinkovita ter prijazna do okolja. Tretji steber se osredotoča na izboljšanje pripravljenosti za krizne razmere s poudarkom na varnih dobavnih verigah, ki zagotavljajo nemoten dostop do zdravil. Četrty steber spodbuja okrepitev pozicije EU na svetovni sceni z zagotavljanjem visokih standardov kakovosti, varnosti in učinkovitosti, ki EU postavljajo kot pomembnega akterja v farmacevtski industriji. Ta strategija je podprta z

ново industrijsko strategijo EU in ključnimi pobudami, kot so evropski zeleni dogovor, načrt za boj proti raku in evropska digitalna strategija (Evropska komisija, brez datuma).

EU ima močno in napredno farmacevtsko panogo, ki skupaj z javnim in zasebnim sektorjem pomembno prispeva k zdravju prebivalstva, ustvarja delovna mesta, spodbuja izvoz in podpira razvoj znanosti. V letu 2019 je panoga z več kot 37 mrd EUR predstavljala vodilnega vlagatelja v raziskave in razvoj. Z neposredno zaposlenimi 800.000 posamezniki ter ustvarjenim trgovinskim presežkom v višini preko 109 mrd EUR je panoga ključna za evropsko gospodarstvo (Evropska komisija, 2020).

5.2 Farmacevtska panoga v globalnem, evropskem in slovenskem prostoru

Največji posamezni farmacevtski trg so Združene države Amerike, kjer so prihodki znašali 51,7 % svetovnega deleža. Po podatkih Statista je Evropa leta 2024 ustvarila okoli 246 mrd EUR prihodkov iz naslova prodaje zdravil, kar predstavlja 19,0 % celotne svetovne prodaje. Med največjimi evropskimi farmacevtskimi podjetji so Novartis in Roche iz Švice, Sanofi iz Francije ter Bayer iz Nemčije. Poleg tega ima Evropa razvit regulatorni sistem z Evropsko agencijo za zdravila (angl. European Medicines Agency, v nadaljevanju EMA) ter bogato raziskovalno infrastrukturo, kar krepi njen pomen v globalni verigi vrednosti. Pomembno vlogo ima tudi kot izvoznica visoko tehnoloških izdelkov, kar prispeva k pozitivnemu trgovinskemu saldu več držav članic EU. Glede na velikost panoge, visoko dodano vrednost, globalno vpetost ter strateški pomen za javno zdravje in tehnološki razvoj je farmacevtska industrija ena izmed najbolj strateških in stabilnih panog v Evropi. Tovrstna stabilnost in regulativna zahtevnost vplivata tudi na finančne odločitve znotraj panoge (Statista Search Department, 2025a).

Če pogledamo Slovenijo v primerjavi s povprečjem evrskega območja, lahko ugotovimo, da so slovenske predelovalne dejavnosti kljub zahtevnim gospodarskim razmeram v zadnjih letih na splošno v ugodnem stanju. Kljub temu podrobna analiza posameznih panog kaže na izrazita odstopanja – medtem ko nekatere že dlje časa beležijo zmanjševanje proizvodnje, druge dosegajo izrazito rast. V Sloveniji je najizrazitejša rast aktivnosti prisotna v visokotehnoloških intenzivnih panogah, kjer prav farmacevtska industrija izstopa kot vodilna. Dodana vrednost visokotehnoloških panog se je od leta 2008 do leta 2023 povečala za več kot 130,0 %. Leta 2023 so visokotehnološke panoge prispevale 21,7 % k skupni realni dodani vrednosti predelovalne dejavnosti, kar potrjuje njihov vse pomembnejši položaj v strukturi slovenskega gospodarstva. Med visokotehnološkimi dejavnostmi ima najpomembnejšo vlogo farmacevtska industrija (proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov), ki je v letu 2023 dosegla 16,8 % delež. Sledi proizvodnja računalniške, elektronske in optične opreme (Banka Slovenije, 2025).

Prihodki od prodaje farmacevtske panoge v Evropi v obdobju od 2020 do 2024 jasno kažejo na stabilno rast. Prihodki so v letu 2021 narasli za 13,8 % glede na leto 2020, v letu 2022 pa so se povečali za 13,7 % v primerjavi z letom 2021. V letih 2023 in 2024 je rast nekoliko

upadla, vendar še vedno znaša približno 8,0 % v primerjavi s preteklima letoma. Glede na trenutne trende in napovedi za prihodnja leta je pričakovati, da bodo prihodki farmacevtske industrije v Evropi (EU in ne EU države skupaj) do leta 2028 dosegli vrednost 326 mrd EUR, kar predstavlja nadaljnjo rast in krepitev vloge tega sektorja v evropskem gospodarstvu. Ta rast bo verjetno posledica inovacij, rastoče porabe zdravil ter naraščajočega povpraševanja po naprednih zdravstvenih storitvah (Statista Search Department, 2025a).

Če pogledamo svetovni farmacevtski trg, lahko pričakujemo, da bodo skupni prihodki od farmacevtske prodaje v Severni Ameriki v letu 2028 dosegli približno 769 mrd EUR, kar bo to regijo postavilo na čelo svetovnih farmacevtskih trgov. Ta podatek potrjuje, da Severna Amerika ostaja ključni igralec v globalnem farmacevtskem sektorju, saj s svojimi prihodki močno vpliva na razvoj in distribucijo farmacevtskih izdelkov po svetu. Na globalni ravni pričakujemo, da bodo prihodki od prodaje farmacevtske panoge v letu 2028 najvišji v Severni Ameriki, ki bo zasedla prvo mesto, EU pa bo na drugem mestu. To odraža pomembno vlogo, ki jo ima EU v globalnem farmacevtskem sektorju, kjer bo v prihodnosti še naprej prisotna stabilna rast. V primerjavi z drugimi regijami, kot so Jugovzhodna in Vzhodna Azija, Kitajska in Latinska Amerika, bo EU ohranila svojo močno pozicijo v farmacevtski industriji, kar pomeni tudi širše možnosti za nadaljnje inovacije in rast v tem sektorju (Statista Search Department, 2025b).

5.3 Analiza panoge

Farmacevtska panoga se v primerjavi z večino drugih panog sooča z edinstveno kombinacijo znanstvenih, finančnih in tržnih izzivov, ki pomembno vplivajo na njeno poslovanje in finančno strukturo. Proces razvoja zdravil je izjemno dolgotrajen in zahteven, saj od prvih raziskav do morebitnega trženja zdravila mine več kot desetletje, v tem času pa podjetja nosijo visoke stroške in hkrati nimajo zagotovljenih prihodkov. Poleg tega je verjetnost uspeha nizka, kar pomeni, da le majhen delež zdravil kandidatov doseže fazo tržne odobritve, medtem ko neuspeh v poznih fazah lahko povzroči znatne izgube in vpliva na vrednost podjetja. Regulativni postopki, ki jih vodijo agencije, kot sta EMA in FDA (Food and Drug Administration), predstavljajo ključno oviro in hkrati prelomnico, saj od njihove odločitve ni odvisna le varnost in učinkovitost zdravila, temveč tudi hitrost vstopa na trg, dostopnost za bolnike ter potencialna cenovna politika (Drug Patent Watch, 2025).

Farmacevtska panoga je zaradi svojih posebnih značilnosti izjemno zanimiva za preučevanje kapitalske strukture podjetij. Visoki izdatki za raziskave in razvoj, dolgi razvojni cikli izdelkov, zahtevno regulativno okolje ter vse večja uporaba umetne inteligence ustvarjajo močan finančni pritisk, ki pogosto zahteva obsežne in trajne naložbe, financirane z dolgom. Hkrati pa visoka stopnja negotovosti in dolgi časovni horizonti pri razvoju novih zdravil povečujejo finančno tveganje, saj lahko dolgotrajni postopki in nepredvidljivi regulatorni izidi v celoti izničijo vložena sredstva, če projekt ne doseže tržne odobritve. Zaradi tega so farmacevtska podjetja posebej občutljiva na posledice prekomerne zadolženosti in pretiranega finančnega vzvoda. Študije na tem področju se zato osredotočajo na razumevanje

teh dinamik ter oceno, kako presežna zadolženost vpliva na finančno zdravje podjetij, s posebnim poudarkom na povečanem tveganju neplačila, ki izhaja iz neuspehov pri raziskavah in razvoju (S. Issa in H. Issa, 2025).

5.4 Povprečna struktura kapitala panoge v obdobju 2020–2024

Pri analizi strukture kapitala farmacevtske panoge so uporabljeni podatki prof. Aswatha Damodarana, ki letno objavlja povprečne vrednosti finančnih kazalnikov po posameznih panogah. Za potrebe te analize so uporabljeni izbrani podatki za evropsko farmacevtsko panogo. Za analizo so uporabljeni podatki za obdobje petih let (2020–2024), kar omogoča sledenje trendom v strukturi kapitala in primerjavo med letnimi spremembami ključnih kazalnikov.

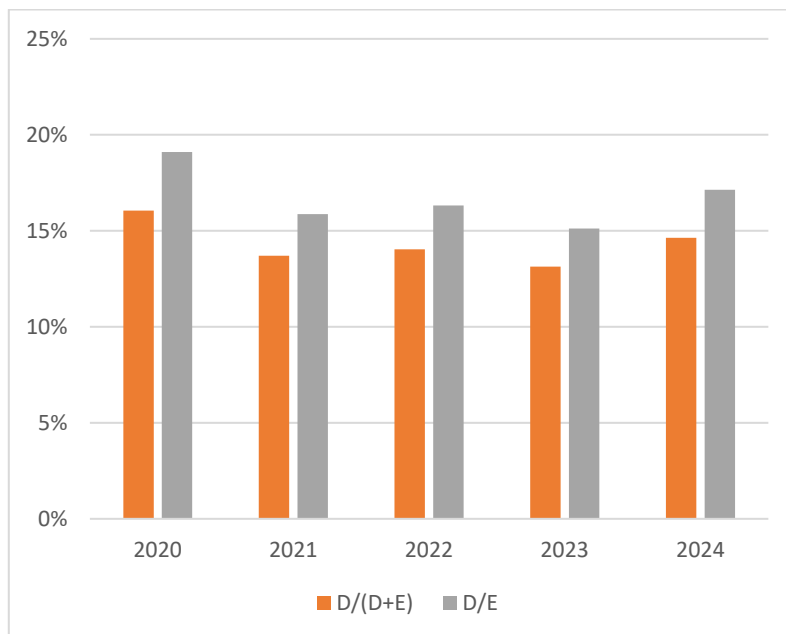
V nadaljevanju so predstavljeni podatki, pridobljeni po metodologiji prof. Aswatha Damodarana:

- Celotni dolg: kratkoročni in dolgoročni dolg (ter sedanja vrednost obveznosti iz najemov),
- Kapital: seštevek celotnega dolga in tržne kapitalizacije podjetij v panogi,
- Dolg/kapital ($D/(D+E)$): kazalnik meri celoten dolg, zbran pri vseh podjetjih v panogi, in ga deli s skupnim zneskom celotnega dolga in celotne tržne kapitalizacije.
- Dolg/lastniški kapital (D/E): razmerje med celotnim dolgom, zbranim pri vseh podjetjih v panogi, in tržno kapitalizacijo podjetij.

Slika 2 prikazuje strukturo kapitala farmacevtske panoge brez vključevanja obveznosti iz najemov za obdobje 2020–2024. Kazalec $D/(D+E)$ se je v analiziranem obdobju gibal med 13,1 % in 16,0 %. Najvišja vrednost je bila zabeležena v letu 2020. V naslednjih letih je kazalnik upadal, dosegel najnižjo vrednost v letu 2023 (13,1 %), nato pa v letu 2024 nekoliko narasel na 14,6 %.

Pri preučitvi strukture kapitala farmacevtske panoge za obdobje 2020–2024 z vključitvijo obveznosti iz najema po standardu MSRP 16 sem ugotovila, da skupni dolg z najemi sicer raste, a je ta dvig tako majhen, da ne spremeni razmerij $D/(D+E)$ in D/E . Glavni razlog je, da najemi predstavljajo le droben del celotnega finančnega dolga podjetij, medtem ko je večji del zajet v drugih oblikah zadolževanja. Posledično se povprečni deleži dolga v strukturi kapitala ne razlikujejo bistveno, če upoštevamo obveznosti iz najemov ali ne. V letu 2024 je delež najemov v celotnem dolgu znašal le 0,1 % (Damodaran, 2025b).

Slika 2: Struktura kapitala v farmacevtski panogi brez vključevanja obveznosti iz najemov (2020–2024)



Vir: lastno delo na podlagi Damodaran (2025b), Damodaran (2024), Damodaran (2023), Damodaran (2022), Damodaran (2021).

V evropski farmacevtski panogi je za leto 2024 povprečni kazalnik dolg/EBITDA znašal 1,92 (Damodaran, 2025c). To pomeni, da lahko podjetja v povprečju pokrijejo svoj celotni dolg z EBITDA v približno dveh letih, ob predpostavki, da ni sprememb v dolgu ali EBITDA. V teoriji se običajno šteje, da kazalnik dolg/EBITDA pod 2,0 pomeni nizko tveganje, saj podjetje izkazuje dovolj močno sposobnost za odplačevanje dolga. Povprečni kazalnik capex/sredstva za evropska farmacevtska podjetja v letu 2024 znaša 2,9 %, kar kaže, da so naložbe v osnovna sredstva v primerjavi s skupnimi sredstvi relativno nizke. Nižja vrednost tega kazalnika je lahko posledica dejstva, da farmacevtska podjetja v primerjavi z drugimi industrijami v precej večji meri vlagajo v neopredmetena sredstva, kot so raziskave, razvoj in intelektualna lastnina. Naložbe v fizična sredstva, kot so tovarniški objekti in proizvodna oprema, so v tej panogi manjše, saj podjetja pogosto usmerjajo svoja vlaganja v razvoj novih zdravil in tehnologij, namesto v širitev fizičnih zmogljivosti. Povprečni delež R&D kot odstotek prihodkov za farmacevtska podjetja v letu 2024 znaša 17,7 %, kar pomeni, da podjetja skoraj 18,0 % svojih prihodkov namenjajo raziskavam in razvoju (Damodaran, 2025d).

Glede na finančne značilnosti in povprečne kazalnike panoge pričakujem, da bo optimalna zadolženost v evropski farmacevtski panogi razmeroma nizka, okvirno v območju 20–30 % dolga v strukturi kapitala. Takšna raven omogoča izkoriščanje davčnih koristi dolga, hkrati pa ohranja potrebno finančno prilagodljivost za financiranje dolgoročnih raziskovalno-razvojnih projektov, morebitnih prevzemov in licenčnih poslov v okolju z visoko regulativno zahtevnostjo. Na odločitev vpliva tudi dejstvo, da so podjetja v panogi zaradi dolgotrajnih

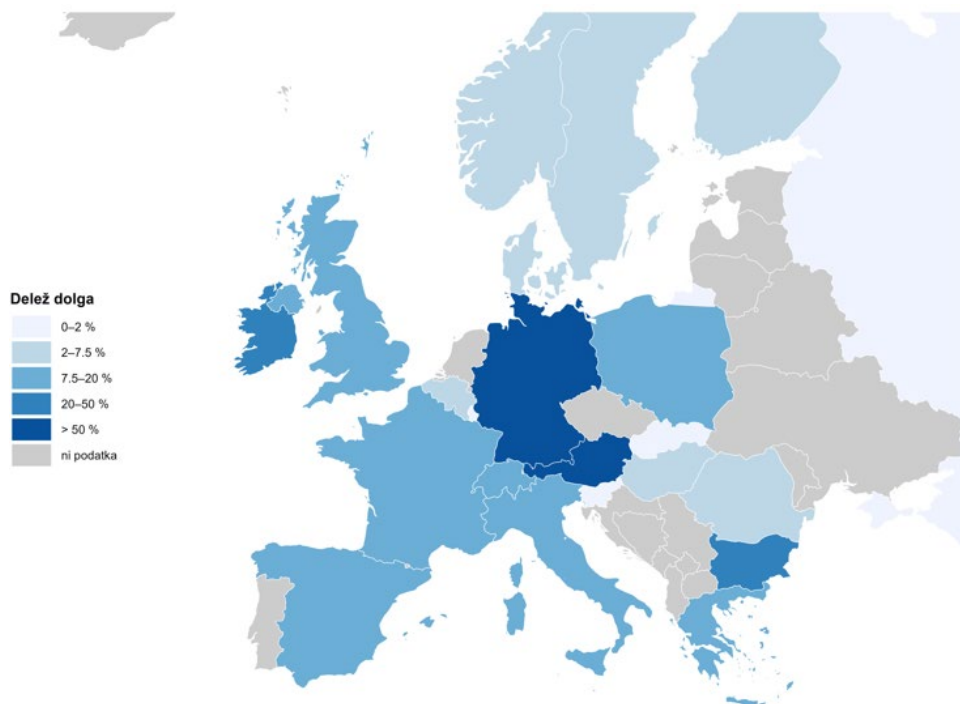
razvojnih ciklov in odvisnosti od neopredmetenih sredstev občutljiva na tveganja prekomerne zadolženosti, medtem ko stabilni denarni tokovi iz uveljavljenih proizvodov omogočajo zmerno uporabo dolga. Poleg tega se evropska farmacevtska podjetja pri oblikovanju kapitalne strukture pogosto zgledujejo po uspešnih konkurentih, kar nakazuje prisotnost elementa posnemanja pri finančnih odločitvah.

5.5 Struktura kapitala podjetij po državah v letu 2024

V naslednjem koraku sem analizirala strukturo kapitala farmacevtskih podjetij v Evropi, pri čemer sem uporabila podatke iz baze Capital IQ o vseh javnih farmacevtskih podjetjih, ki so še aktivna in kotirajo na borzi v letu 2024. Za vsako podjetje sem izračunala tržno kapitalizacijo na podlagi zadnje razpoložljive cene delnice ter pridobila podatke o dolgu, nato pa sem izračunala povprečni delež dolga v strukturi kapitala podjetij po posameznih državah, kar je prikazano v sliki 3.

Analiza povprečnih deležev dolga v strukturi kapitala farmacevtskih podjetij po državah kaže, da Nemčija zaseda vrh lestvice s 67 %, kar je predvsem posledica visoke zadolženosti podjetja Bayer. Sledi ji Avstrija z 52 % in Irska z 39 %. V Bolgariji je ta delež 33 %, v Grčiji 20 %, v Italiji 19 % in v Španiji 13 %, medtem ko se v preostalih državah delež giblje pod 10 %.

Slika 3: Struktura kapitala farmacevtskih podjetij po državah v Evropi v letu 2024



Vir: lastno delo na podlagi podatkov baze S&P Capital IQ (2025a).

6 KRKA

6.1 Opis družbe

Krka je generično farmacevtsko podjetje, ki se ukvarja z razvojem, proizvodnjo, trženjem in prodajo zdravil na recept, brez recepta in veterinarskih izdelkov. Sedež podjetja je v Novem mestu, Slovenija, kjer podjetje vodi svojo glavno proizvodnjo, medtem ko ima močno prisotnost v jugovzhodni, vzhodni, srednji in zahodni Evropi ter na drugih mednarodnih trgih. Poleg matičnega podjetja Krka, d. d., Novo mesto, Skupino Krka sestavljajo tudi številna odvisna podjetja, med katerimi so Terme Krka, d. o. o., Novo mesto, ter 33 drugih odvisnih družb v tujini. Družba se ukvarja z razvojem, proizvodnjo in prodajo farmacevtskih izdelkov, veterinarskih produktov in zdraviliških ter turističnih storitev. Podjetje ponuja širok spekter zdravil, med katerimi so zdravila za zdravljenje bolezni srca in ožilja, bolezni prebavil in metabolizma, osrednjega živčnega sistema, okužb, onkologije in drugih bolezni. Poleg tega proizvaja izdelke brez recepta, kot so izdelki za ustno nego, kašelj in prehlad, analgetike, nosne izdelke, vitamine in minerale ter druge zdravstvene pripomočke, ki izboljšujejo krvni obtok in prebavo. V okviru veterinarskih izdelkov ponuja zdravila za lajšanje bolečin, protimikrobna sredstva, antiparazite, dezinfekcijska sredstva ter vitamine in minerale. Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1954 in je danes eno vodilnih farmacevtskih podjetij v svoji panogi. Osnovna dejavnost obvladujoče družbe je proizvodnja farmacevtskih preparatov (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

6.2 Predstavitev sestave lastniškega kapitala

Na dan 31. 12. 2024 je osnovni kapital Krke znašal 54.732 tisoč EUR in je bil razdeljen na 32.793.448 navadnih kosovnih imenskih delnic. Glede prenosa ali glasovalnih pravic za delnice Krke ni omejitev. Vse trgovane delnice Krke so navadne, prosto prenosljive, vsaka delnica (razen lastna) ima en glas na skupščini delničarjev. Delnice so kotirane na Ljubljanski borzi in od aprila 2012 tudi na Varšavski borzi (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

Knjigovodska vrednost delnice Krke je v zadnjih petih letih vztrajno naraščala, kar odraža stabilno rast kapitala in uspešno poslovanje. Leta 2020 je znašala 53,42 EUR, nato pa se je vsako leto postopoma povečevala: na 58,52 EUR leta 2021, 65,21 EUR leta 2022 in 66,53 EUR leta 2023. Ob koncu leta 2024 je dosegla 68,24 EUR, kar pomeni skoraj 28 % več v primerjavi z letom 2020. Tržna vrednost Krkine delnice je v zadnjem petletnem obdobju nihala, a je dolgoročno pokazala izrazit trend rasti. Leta 2020 je zaključni tečaj znašal 91,40 EUR, leto pozneje se je povzpел na 118,00 EUR, kar je pomenilo skoraj 30 % rast. Leta 2022 je tečaj upadel na 92,00 EUR, a se je že v letu 2023 znova okrepil na 110,00 EUR. Najvišjo vrednost v obravnavanem obdobju je delnica dosegla konec leta 2024, ko je trgovala pri 139,00 EUR, kar predstavlja 26 % glede na leto prej in skoraj 52 % povečanje v primerjavi z letom 2020 (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

V letu 2024 je Krka imela 47.243 delničarjev. Deset največjih delničarjev je skupaj obvladovalo 42,63 % vseh izdanih delnic, medtem ko je preostalih 57,37 % v lasti širokega kroga domačih in tujih vlagateljev. Največji posamični lastniki so Kapitalska družba, d. d. (10,65 %), Slovenski državni holding, d. d. (9,00 %) in Republika Slovenija (7,22 %). Med pomembnejšimi delničarji so tudi mednarodne finančne institucije in skrbniške banke, kot so OTP Banka d. d. (4,68 %), Erste Group Bank AG (3,78 %) in Clearstream Banking AG (3,36 %). Med domačimi pravnimi osebami se med večjimi lastniki uvršča tudi Luka Koper, d. d. (1,32 %) (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

Struktura lastništva se v zadnjih petih letih ni bistveno spremenila, a je razviden postopni trend naraščanja deleža domačih fizičnih oseb. Ta se je povečal, in sicer se je z 38,2 % leta 2020 zvišal na 41,5 % leta 2024. Državno lastništvo je v celotnem obdobju ostalo stabilno pri približno 27,0 %, delež lastnih delnic pa se je v istem obdobju povečal s 4,7 % na 6,4 %. Mednarodni vlagatelji so ob koncu leta 2024 obvladovali 19,7 % delnic, kar je nekoliko manj kot leta 2020 (23,2 %). Delež domačih pravnih oseb in skladov se je gibal med 5,0 in 6,0 % ter je leta 2024 znašal 5,4 % (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

Na podlagi sklepa zadnje skupščine je bilo za izplačilo dividend namenjenih 73,6 % konsolidiranega čistega dobička, ustvarjenega v letu 2023. Bruto dividenda na delnico je znašala 7,5 EUR, kar predstavlja 13,6 % rast v primerjavi z letom prej. Krka je tako postala eno redkih podjetij, ki že 25 let zaporedoma vsako leto izplačuje višje dividende (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

Za nakup lastnih delnic je bilo v letu 2024 porabljenih 25,0 mio EUR. Skupščina delničarjev, ki je potekala 6. julija 2023, je pooblastila upravo, da v obdobju 36 mesecev od odločitve pridobi lastne delnice, pri čemer skupni delež lastnih delnic ne sme preseči 10 % osnovnega kapitala. To vključuje tudi delnice, ki jih družba že ima v lasti ob sprejetju sklepa (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

Pri izračunu razmerja D/E in $D/(D+E)$ sem upoštevala tržno vrednost lastniškega kapitala. Na dan 31. 12. 2024 je tržna kapitalizacija izračunana kot zmnožek zaključnega tečaja delnice na Ljubljanski borzi (139 EUR) in skupnega števila izdanih delnic (32.793.448). Tržna kapitalizacija konec leta 2024 znaša 4.558.289 tisoč EUR (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

6.3 Predstavitev sestave dolga

V letu 2024 Krka ni najemala novih kratkoročnih posojil niti ni črpala sredstev iz razpoložljivih rezervnih kreditnih linij pri bankah, s čimer se je nadaljevala usmeritev v ohranjanje finančne stabilnosti in nizke zadolženosti. Edina sestavina finančnega dolga Krke so obveznosti iz najemov, ki se ob začetku najema pripoznajo v višini sedanje vrednosti vseh predvidenih najemnin v obdobju trajanja pogodbe. Krka ima sklenjene najemne pogodbe za različna sredstva, med drugim za poslovne in parkirne prostore, skladišča, zemljišča, stanovanja, vozila

in opremo. Trajanje najema je določeno glede na vrsto sredstva, pri čemer se najeta sredstva ne dajejo v podnajem (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

Na dan 31. 12. 2024 je skupna vrednost obveznosti iz naslova najemov znašala 13.151 tisoč EUR, pri čemer je bilo 3.649 tisoč EUR razvrščenih med kratkoročne in 9.502 tisoč EUR med dolgoročne obveznosti (Krka, d. d., Novo mesto, 2025).

6.4 Kratka finančna analiza

V nadaljevanju predstavljam gibanje ključnih kazalnikov poslovanja Krke v obdobju od leta 2020 do 2024. Pri izračunu dolga je upoštevana finančna zadolženost, ki vključuje obrestovane finančne obveznosti. Pregled izbranih finančnih kazalnikov Krke je predstavljen v tabeli 3.

Iz podatkov je razvidno, da Krka v celotnem opazovanem obdobju ohranja izjemno nizko oziroma skoraj ničelno raven zadolženosti. Najvišje vrednosti sta kazalnika (D/E in $D/(D+E)$) dosegla v letu 2021, nato pa se je zadolženost postopno zmanjševala. Do leta 2024 sta oba kazalnika padla pod 0,3 %, kar odraža visoko kapitalsko stabilnost in izjemno nizko odvisnost od dolžniškega financiranja.

V vseh opazovanih letih je bila finančna zadolženost sestavljena iz obveznosti iz naslova najemov, skladno s standardom MSRP 16. Izjema je leto 2021, ko je Krka dodatno izkazovala obveznosti iz naslova začasne prodaje (repo posel). Ta je bila povezana s povratnim odkupom obveznic, katerih zapadlost je bila julija 2022, pri čemer je bil odkup izveden junija 2022. Čeprav je bila prodaja obveznic pravno izvršena, jo je z vidika ekonomske vsebine treba obravnavati kot obliko financiranja, saj so obveznice služile kot jamstvo za depozit, ki ga je obvladujoča družba položila pri banki. Stanje sredstev iz začasne prodaje na dan 31. 12. 2021 je znašalo 102.228 tisoč EUR in je bilo pripoznano v okviru finančnih naložb po odplačni vrednosti, medtem ko so bile obveznosti iz tega naslova pripoznane v višini 102.234 tisoč EUR.

Krka izkazuje bistveno nižjo stopnjo zadolženosti v primerjavi s povprečjem farmacevtske panoge v Evropi. Medtem ko se je delež dolga v kapitalu pri Krki v obdobju 2020–2024 gibal med 0,3 % in 2,9 %, se je povprečje v evropski farmacevtski panogi v istem obdobju gibalo bistveno višje, in sicer med 13,1 % in 16,0 %. To dodatno potrjuje visoko kapitalsko stabilnost in konzervativno finančno politiko.

ROE Krke se je v opazovanem obdobju gibal med 14,5 % (2023) in 17,9 % (2022), kar nakazuje na stabilno in razmeroma visoko donosnost za delničarje. Kljub nekoliko nižji vrednosti v letu 2023 se je kazalnik leta 2024 ponovno zvišal na 16,1 %, kar odraža ohranjanje konkurenčne sposobnosti Krke. ROA je v istem obdobju znašal med 9,1 % in 11,0 %, kar kaže na učinkovito rabo sredstev pri ustvarjanju dobička. Oba kazalnika potrjujeta, da Krka posluje dobičkonosno in učinkovito, ob tem pa zadržuje nizko stopnjo finančne zadolženosti.

V tabeli sta prikazana tudi kratkoročni in pospešeni koeficient, ki merita sposobnost Krke glede poravnave kratkoročne obveznosti z razpoložljivimi kratkoročnimi sredstvi. Kratkoročni koeficient se je v opazovanem obdobju gibal med 3,2 (2021) in 4,1 (2024), kar pomeni, da ima Krka na voljo več kot trikrat več kratkoročnih sredstev glede na obveznosti, kar nakazuje na zelo visoko likvidnost. Tudi pospešeni koeficient, ki meri likvidnost brez zalog, ostaja na visoki ravni. To pomeni, da je podjetje sposobno pokriti svoje kratkoročne obveznosti tudi brez odvisnosti od prodaje zalog. Gibanje obeh kazalnikov potrjuje, da Krka ves čas ohranja izjemno likvidno pozicijo, kar omogoča hitro odzivanje na morebitne likvidnostne potrebe, brez potrebe po dodatnem financiranju.

Tabela 3: Finančni kazalniki Krke v obdobju 2020–2024

	2020	2021	2022	2023	2024
D/E (v %)	0,39	2,96	0,39	0,33	0,29
D/(D+E) (v %)	0,39	2,87	0,39	0,33	0,29
ROE (v %)	16,90	16,79	17,93	14,52	16,12
ROA (v %)	10,94	9,25	9,08	9,12	9,47
Kratkoročni koeficient	4,00	3,21	3,75	3,94	4,07
Pospešeni koeficient	2,36	1,78	2,40	2,40	2,60
Neto dolg (v mio EUR)	-310,7	-199,4	-557,8	-468,8	-576,1

Vir: lastno delo na podlagi lastnih izračunov ter podatkov baze S&P Capital IQ (2025b).

Kazalnik neto finančnega dolga za Krko je izjemno negativen. Na dan 31. 12. 2024 je neto finančni dolg znašal – 576,1 mio EUR, kar pomeni, da so denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe bistveno presegala finančne obveznosti. Negativna vrednost neto dolga nakazuje visoko likvidnost ter konservativen pristop k zadolževanju.

Največji delež finančnih sredstev predstavljajo denar in denarni ustrezniki, ki vključujejo sredstva na bančnih računih ter depozite z ročnostjo do 90 dni pri bankah EU z visoko bonitetno oceno (npr. P–1 po agenciji Moody's). Na koncu leta 2024 so ti znašali 344,9 mio EUR, kar je za 170,9 mio EUR več kot konec leta 2023. Povečanje je bilo predvsem posledica višjih depozitov z ročnostjo do 90 dni, ki so se povečali za 86,4 mio EUR. Denar in denarni ustrezniki so predstavljali 12,1 % vseh sredstev. Pomemben del predstavljajo tudi kratkoročne finančne naložbe. Finančne naložbe po pošteni vrednosti prek poslovnega izida so znašale 224,1 mio EUR in obsegale zakladne menice držav članic EU z visoko bonitetno oceno. Poleg tega so bile med kratkoročne naložbe vključene tudi naložbe po odplačni vrednosti (dolžniški instrumenti) v višini 20,2 mio EUR.

Skupna vrednost denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb je ob koncu leta 2024 predstavljala 20,7 % vseh sredstev Krke, kar potrjuje izredno likvidnostno sposobnost družbe in njeno finančno stabilnost. Takšna struktura balance omogoča Krki fleksibilnost pri

nadaljnjih naložbah ter zmanjšuje potrebo po zadolževanju, kar je v skladu z njeno dolgoročno strategijo finančne neodvisnosti.

Kazalnik D/EBITDA Krke je v letu 2024 znašal le 0,03, kar je bistveno pod povprečjem farmacevtske panoge v Evropi (1,92), kot ga navaja Damodaran. Tako nizka vrednost kaže, da ima Krka izjemno nizko raven zadolženosti glede na ustvarjeni čisti dobiček iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo. To pomeni, da bi Krka lahko z obstoječim EBITDA svoj celoten finančni dolg poplačala v izjemno kratkem času. Nizka vrednost tega kazalnika običajno pomeni nižje finančno tveganje in večjo stabilnost podjetja, kar lahko pozitivno vpliva na bonitetno oceno in znižuje stroške financiranja. Po drugi strani pa lahko nakazuje na potencialno neizkoriščen finančni vzvod, saj bi ob ustreznem obsegu zadolževanja morda lahko dodatno povečala donosnost lastniškega kapitala.

Kljub temu pa se ob tako visoki ravni likvidnih sredstev postavi vprašanje, ali so vsa razpoložljiva denarna sredstva poslovno upravičena oziroma optimalno alocirana z vidika ustvarjanja donosa. Denarna sredstva in kratkoročni depoziti praviloma ne ustvarjajo pomembnih donosov, saj gre za varne in visoko likvidne oblike naložb z nizkimi obrestnimi merami. Če presežna likvidnost presega operativne potrebe podjetja, lahko to predstavlja oportunitetni strošek oziroma zamujeno priložnost za doseganje višjih donosov. V tem kontekstu bi bilo smiselno razmisliti, ali bi Krka lahko del presežnih sredstev – torej tistih, ki niso nujno poslovno potrebni – učinkoviteje izkoristila za povečanje donosnosti kapitala in dolgoročne rasti vrednosti za delničarje. Zmerno povečanje zadolženosti bi Krki lahko omogočilo znižanje stroška kapitala, pri čemer bi še vedno ohranila visoko raven finančne stabilnosti. Najustreznejše financiranje v prihodnje bi zato pomenilo kombinacijo ohranjanja nizke zadolženosti, ki zagotavlja varnost, ter preiščlenega koriščenja dolga pri strateških naložbah. Tak pristop bi morda omogočil učinkovitejšo alokacijo presežnih sredstev in dolgoročno povečal donosnost kapitala ter vrednost za delničarje.

Ocenjujem, da bi ustrezna raven zadolženosti lahko bila nekoliko višja od trenutne, ki je skoraj ničelna. Zmerna uporaba dolga, denimo v območju 15–20 % kapitala, bi Krki morda omogočila učinkovitejšo uporabo presežnih likvidnih sredstev, optimizacijo stroška kapitala ter povečanje donosnosti lastniškega kapitala, ob tem pa bi podjetje še vedno ohranilo visoko raven finančne stabilnosti.

6.5 Tehtani povprečni stroški kapitala Krke na dan ocenjevanja

Krka svoje poslovanje na dan 31. 12. 2024 financira z 0,29 % dolgom in 99,71 % lastniškim kapitalom. V naslednjem koraku sem prihodke od prodaje utežila po regijah ter jih pomnožila z državnimi premijami teh regij po Damodaranovi metodologiji. Krka namreč prihodke poroča ne le po regijah, temveč tudi po posameznih državah. Za vsako izmed teh držav sem izračunala delež prihodkov od prodaje glede na skupne prihodke Krke. Nato sem s spletne strani Damodarana pridobila premije za državno tveganje (Damodaran, 2025e) teh držav in deleže prihodkov ustrezno pomnožila s pripadajočo premijo. Vse dobljene zmnožke

sem seštel, da sem dobila celotno premijo za državno tveganje. Ker Damodaran ne navaja premije za državno tveganje za Kosovo, sem glede na premiji za Srbijo (4,02 %) in Albanijo (4,80 %) ocenila, da znaša premija za Kosovo 5,00 %. Prav tako Damodaran ne podaja premije za Turkmenistan, ki pa sem ga zaradi zanemarljivo majhnega deleža v skupnih prihodkih (0,1 %) iz izračuna izključila. Enako velja za Skandinavijo, kjer sem na podlagi premij za Finsko (0,4 %), Švedsko (0,0 %) in Norveško (0,0 %) predpostavila, da znaša premija za celotno regijo 0,1 %. Zaradi majhnega deleža prihodkov od prodaje (0,1 %) sem iz izračuna izključila tudi Ameriko. Na podlagi tega izračuna sem izračunala premijo za državno tveganje v višini 3,58 %, ki sem jo uporabila v CAPM izračunu. Za Afriko sem uporabila premijo za državno tveganje v višini 8,31 %, kar predstavlja premijo za državno tveganje regije, uteženo po BDP. Enako metodologijo sem uporabila tudi za druge zahodnoevropske države, pri čemer znaša premija za državno tveganje, utežena na BDP, 1,12 %. Tabela z izračunom premije za državno tveganje družbe Krka je vključena v prilogi 3.

Ker Krka ne izdaja obveznic, sem strošek dolga določila na podlagi kazalnika obrestne pokritosti in sintetične bonitetne ocene. Ocenjeni strošek dolga pred davki znaša 2,95 %, po davkih 2,30 %, kar pomeni, da znaša tehtani povprečni strošek kapitala na dan 31. 12. 2024 11,94 %.

6.6 Ocena optimalne strukture kapitala Krke z minimiziranjem stroškov kapitala

V nadaljevanju predstavljam glavne ugotovitve analize optimalne strukture kapitala Krke, pripravljene po Damodaranovi metodi minimizacije tehtanega povprečnega stroška kapitala. Cilj je ugotoviti, pri kateri kombinaciji dolga in lastniškega kapitala Krka doseže najnižji strošek financiranja. Razširjena tabela z vsemi postavkami, uporabljenimi pri izračunu tehtanega povprečnega stroška kapitala, je prikazana v prilogi 2.

Pri oceni lastniškega kapitala sem uporabila enačbi (6) in (9). Naraščajoča zadolženost neposredno vpliva na rast bete lastniškega kapitala in posledično na zahtevano donosnost lastniškega kapitala. Brez dolga je beta 1,04, strošek lastniškega kapitala 11,94 %. Pri 10 % dolga beta naraste na 1,13, strošek na 12,76 %. Nadaljnje povečanje na 20 % in 30 % dolga dvigne beto na 1,24 oziroma 1,39, s čimer strošek lastniškega kapitala doseže 13,78 % in 15,10 %. Ko dolg predstavlja polovico strukture kapitala, beta znaša 1,85, strošek pa 19,31 %. Ekstremno razmerje z 90 % dolga pomeni beto 8,34 in zahtevano donosnost 78,23 %, kar je očitno nevzdržno. Tabela 4 prikazuje, kako se strošek lastniškega kapitala Krke spreminja glede na različne strukture kapitala.

Za oceno stroška dolga pri različnih stopnjah zadolženosti sem uporabila enačbe (12), (16) in (17). V prvem koraku sem za posamezno stopnjo zadolženosti izračunala vrednost dolga, nato pa za vsak delež zadolženosti še kazalnik obrestne pokritosti. Na podlagi dosežene obrestne pokritosti sem določila ustrezno bonitetno oceno, ki ji pripada določen pribitek. Ta

prihodek sem prištela netvegani stopnji donosa, kar je omogočilo izračun stroška dolga pred davki za posamezno raven zadolženosti.

Tabela 4: Strošek lastniškega kapitala pri različnih strukturah kapitala Krke

D/E (v %)	D/(D+E) (v %)	Utežena beta	Strošek lastniškega kapitala (v %)
0	0	1,04	11,94
11	10	1,13	12,76
25	20	1,24	13,78
42	30	1,39	15,10
67	40	1,58	16,85
100	50	1,85	19,31
150	60	2,26	22,99
233	70	2,93	29,13
400	80	4,28	41,41
900	90	8,34	78,23

Vir: lastno delo.

Tehtani strošek kapitala se znižuje do točke, ko dolg predstavlja 70 % celotnega kapitala in tam doseže najnižjo vrednost 10,62 %. Ko zadolženost preseže to raven, davčni prihranek ne odtehta več dodatnega kreditnega tveganja. Pri 80 % dolga WACC znaša 14,38 %, obrestna pokritost je 1,19 in strošek dolga po davkih 7,63 %. Pri 90 % zadolženosti sem prilagodila davčno stopnjo, saj so v tej točki stroški obresti večji od EBIT. Najvišja davčna ugodnost v tej točki znaša 93.563 tisoč EUR, zato prilagojena davčna stopnja znaša 12,63 %. Tabela 5 prikazuje, kako se WACC Krke spreminja glede na različne strukture kapitala.

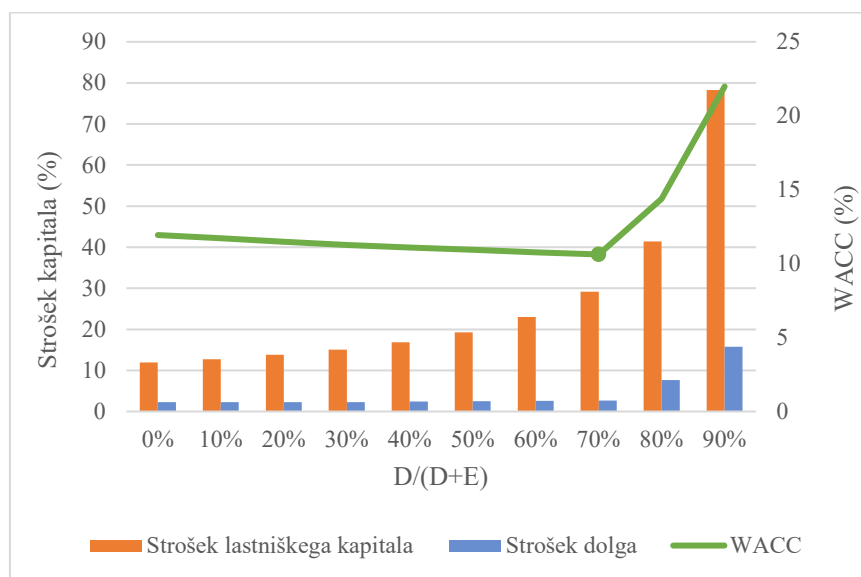
Tabela 5: Strošek dolga in tehtani povprečni stroški kapitala pri različnih strukturah kapitala Krke

D/E (v %)	D/(D+E) (v %)	Obrestno pokritje	Strošek dolga po davkih (v %)	WACC (v %)
0	0	0,00	2,30	11,94
11	10	31,54	2,30	11,72
25	20	15,77	2,30	11,49
42	30	10,51	2,30	11,26
67	40	7,50	2,42	11,08
100	50	5,69	2,55	10,93
150	60	4,63	2,61	10,76
233	70	3,85	2,69	10,62
400	80	1,19	7,63	14,38
900	90	0,57	15,73	21,98

Vir: lastno delo.

Slika 4 prikazuje, kako se spreminjajo stroški obeh vrst kapitala in tehtani povprečni stroški kapitala z naraščajočim deležem dolga pri Krki.

Slika 4: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Krke



Vir: lastno delo.

7 HIKMA PHARMACEUTICALS

7.1 Opis družbe

Hikma Pharmaceuticals PLC, v nadaljevanju Hikma, je globalno farmacevtsko podjetje, ustanovljeno leta 1978, ki se osredotoča na razvoj, proizvodnjo in distribucijo generičnih ter licenciranih zdravil v različnih oblikah. Podjetje ima pomembno prisotnost na trgih v ZDA, Evropi, Bližnjem vzhodu in Severni Afriki. Podjetje je razdeljeno na tri ključne poslovne enote: zdravila z blagovno znamko (angl. branded pharmaceuticals), generična zdravila (angl. generic pharmaceuticals) in injekcijska zdravila (angl. injectable pharmaceuticals). V okviru segmenta zdravil z blagovno znamko Hikma razvija, proizvaja in trži 241 farmacevtskih izdelkov v 460 različnih oblikah, vključno s 33 patentiranimi zdravili pod licenco proizvajalca originalnih zdravil. Segment generičnih zdravil razvija, proizvaja in trži 47 izdelkov brez blagovne znamke v 105 različnih oblikah, medtem ko segment injekcijskih zdravil 81 izdelkov v 202 različni jakosti in obliki, s poudarkom na zdravilih za zdravljenje okužb, onkologijo, bolezni centralnega živčnega sistema in kardiologijo. V segmentu injekcijskih zdravil se osredotočajo na oskrbo bolnišnic z generičnimi in specializiranimi injekcijskimi zdravili, pri čemer podpirajo proizvodnjo v ZDA, Evropi in regiji MENA. V segmentu zdravil z blagovno znamko ponujajo generična zdravila z blagovno znamko ter licencirane patentirane proizvode, ki jih proizvajajo v lokalnih proizvodnih obratih in jih tržijo v maloprodaji ter bolnišnicah v regiji MENA. V segmentu generičnih zdravil se osredotočajo na prodajo ustnih, respiratornih in drugih generičnih ter specializiranih zdravil

za maloprodajo v Severni Ameriki, pri čemer izkoriščajo napreden proizvodni obrat v Columbusu, Ohio (S&P Capital IQ, 2025c).

Hikma Pharmaceuticals ima sedež v Londonu, Združeno kraljestvo, vendar svoje poslovanje širi po številnih globalnih trgih, kjer deluje z več proizvodnimi obrati in distribucijskimi centri. Kot eno izmed vodilnih farmacevtskih podjetij se Hikma osredotoča na generična in injekcijska zdravila ter nenehno vlaga v raziskave, razvoj in proizvodne procese. Njihova globalna prisotnost se odraža v širjenju na ključne trge, kot so Združene države, Evropa ter Bližnji vzhod in Severna Afrika (S&P Capital IQ, 2025c).

7.2 Predstavitev sestave lastniškega kapitala

Na dan 31. 12. 2024 je osnovni kapital Hikme znašal 40 mio USD. Navadne delnice podjetja Hikma so uvrščene na uradni seznam Londonske borze. Hikma je uvrstila tudi GDR (angl. global deposit receipts) na borzo Nasdaq Dubai, pri čemer Citibank deluje kot depozitar. Hikma ima tudi program ADR (angl. american depositary receipts), za katerega deluje Bank of New York Mellon kot depozitar. Ena ADR je enak dvema navadnima delnicama Hikme (Hikma Pharmaceuticals PLC, 2025).

Tržna vrednost delnice Hikme je med začetkom in koncem leta 2024 zrasla za približno 11,5 %. Če primerjamo konec leta 2024 z vrednostjo februarja 2025, znaša rast že okoli 32,5 %. V letu 2024 se je tečaj gibal med najnižjo vrednostjo – 0,8 % pod začetno ceno in najvišjo vrednostjo + 16,8 % nad začetno ceno (Hikma Pharmaceuticals PLC, 2025).

Knjigovodska vrednost delnice se je med letoma 2020 in 2024 večinoma povečevala. Leta 2021 se je zvišala za 23,1 %, nato v letih 2022 in 2023 rahlo upadla (– 2,7 % in – 0,9 %), v letu 2024 pa ponovno zrasla za 12,6 % (S&P Capital IQ, 2025d).

Lastniška struktura Hikme je izrazito institucionalno usmerjena. Institucionalni vlagatelji imajo v lasti približno 51,7 % vseh delnic, kar potrjuje visoko zaupanje velikih finančnih ustanov v stabilnost in dolgoročno perspektivo podjetja. Sledi segment privatnih korporacij, ki obvladuje okoli 27,4 % kapitala, kar predstavlja pomemben delež v lastništvu. Približno 18,4 % je v rokah širše javnosti in drugih vlagateljev. Manjši deleži pripadajo posameznikom in notranjim deležnikom. Pri analizi geografskega izvora institucionalnih vlagateljev Hikme je razvidno, da prevladuje ameriški kapital, saj vlagatelji iz ZDA obvladujejo približno 16,8 % vseh delnic. Sledi Združeno kraljestvo z okoli 12,6 %, kar je pričakovano glede na sedež družbe v Londonu. Pomembnejši deleži prihajajo tudi iz Švice (5,8 %), Kanade (3,0 %) in Francije (2,4 %) (S&P Capital IQ, 2025c).

Na dan 31. 12. 2024 je bilo podjetje Hikma v skladu z zakonodajo, ki ureja finančne storitve in trge (Financial Services and Markets Act 2000), ter pravilnikom o razkritju in transparentnosti UKLA (angl. UK Listing Authority) obveščeno o naslednjih interesih glede glasovalnih pravic, povezanih z delniškim kapitalom podjetja Hikma: največji delež v

podjetju ima Darhold Limited, ki si lasti 27,04 % delnic, kar je enako 60 mio delnic. Druga pomembna delničarja sta tudi Wellington Management Group LLP (5,21 %) in BlackRock Group (4,51 %) (Hikma Pharmaceuticals PLC, 2025).

Konec leta 2024 je podjetje Hikma Pharmaceuticals imelo izdanih skupno 234.719.686 delnic, od tega je bilo 12.833.233 lastnih delnic, ki niso imele pravice do prejemanja dividend. Poleg tega je bilo 1.455.190 delnic v lasti sklada za koristi zaposlenih (EBT), ki pa se je odpovedal svoji pravici do dividend. Tako je bilo v prosti izdaji 220.431.263 delnic, kar predstavlja manjši upad v primerjavi z letom 2023, ko je bilo teh delnic 221.081.371. Čeprav lastne delnice nimajo glasovalnih pravic, pa delnice v lasti EBT sklada ohranijo svoje glasovalne pravice. V letu 2024 je podjetje povečalo svoj osnovni kapital za 805.082 delnic v okviru sheme nagrajevanja zaposlenih, kar je nekoliko manj kot 845.519 delnic, izdanih v letu 2023. Od teh novih delnic je bilo 186 dodeljenih EBT skladu, pri čemer so te delnice ostale v lasti sklada (Hikma Pharmaceuticals PLC, 2025).

V skladu s priporočilom upravnega odbora se bo končna dividenda za leto 2024 povečala za 2,1 % glede na leto 2023, s čimer se bo skupna dividenda za celotno leto povečala za 11,1 %. Skupni znesek izplačanih dividend za leto 2024 je znašal 175 mio USD, kar predstavlja povečanje v primerjavi z 137 mio USD v letu 2023 (Hikma Pharmaceuticals PLC, 2025).

Pri izračunu razmerja D/E in $D/(D+E)$ sem upoštevala tržno vrednost lastniškega kapitala. Na dan 31. 12. 2024 je tržna kapitalizacija izračunana kot zmnožek zaključnega tečaja delnice (24,10 EUR) in skupnega števila izdanih delnic (234.719.686). Tržna kapitalizacija konec leta 2024 znaša 5.656.744 tisoč EUR.

7.3 Predstavitev sestave dolga

V strukturi finančnega dolga Hikme v letu 2024 prevladuje kratkoročni del nekratkoročnih posojil, ki je ob koncu leta dosegel približno 621 mio USD. Med ključnimi viri dolžniškega financiranja izstopa sindicirana revolving kreditna linija v znesku 1,150 mrd USD z zapadlostjo 4. januarja 2029. Družba se financira tudi z evroobveznico v višini 500 mio USD, izdana po 3,25 % obrestni meri in z bonitetno oceno BBB- (S&P in Fitch); ta obveznica zapade 9. julija 2025. Nadalje ima Hikma odprto petletno sindicirano posojilo v znesku 400 mio USD z zapadlostjo 13. oktobra 2027. Dodaten vir so še sredstva Mednarodne finančne korporacije: osemletno posojilo v višini 200 mio USD (program upravljanega sofinanciranja portfelja) z zapadlostjo 15. septembra 2028 ter desetletno posojilo v višini 150 mio USD, ki zapade 15. 12. 2027. Zvišanje kratkoročnega dela dolgoročnih posojil je predvsem posledica zapadlosti evroobveznice julija 2025. Dolgoročna finančna zadolženost na dan 31. 12. 2024 znaša 607 mio USD (Hikma Pharmaceuticals PLC, 2025).

Med kratkoročnimi finančnimi dolгови ima torej največjo izpostavljenost v kratkoročnem delu nekratkoročnih posojil. Ostali viri kratkoročnega financiranja so razmeroma majhni: prekoračitve na bančnih računih (4 mio USD), financiranje uvoza in izvoza, namenjeno

rednemu trgovanju (14 mio USD), ter klasična kratkoročna posojila v višini 3 mio USD. Skupna vrednost kratkoročnih obveznosti tako znaša 642 mio USD. Obveznosti iz najemov pri Hikmi na bilančni presečni dan skupno znašajo 57 mio USD, od tega je 11 mio USD razvrščenih kot kratkoročne obveznosti (zapadejo v naslednjem letu), preostalih 46 mio USD pa kot nekratkoročne. Razporeditev plačil po zapadlosti kaže, da bo Hikma poravnala 7 mio USD v drugem letu, 5 mio USD v tretjem, 4 mio USD v četrtem, 3 mio USD v petem, 2 mio USD v šestem, preostalih 25 mio USD pa po šestem letu (Hikma Pharmaceuticals PLC, 2025).

7.4 Kratka finančna analiza

V nadaljevanju bom predstavila gibanje ključnih kazalnikov poslovanja Hikme v obdobju od leta 2020 do 2024. Pri izračunu dolga sem upoštevala finančno zadolženost, kar vključuje obrestovane finančne obveznosti. Pregled izbranih finančnih kazalnikov Hikme je predstavljen v tabeli 6.

Analiza kazalnikov zadolženosti kaže, da je Hikma v obravnavanem petletnem obdobju ohranjala razmeroma konservativno kapitalsko strukturo. Razmerje D/E (vključno z obveznostmi iz najema) je v letih 2020 in 2021 znašalo dobrih 11 %, kar ponazarja previdno zadolževalno politiko. Leta 2022 je D/E poskočil na 29,4 %, kar je posledica velikega zvišanja dolgoročne finančne zadolženosti glede na leto 2021. V letih 2023 in 2024 je podjetje dolg zopet zmanjšalo. Podoben vzorec potrjuje tudi kazalnik deleža dolga v celotni strukturi kapitala ob upoštevanju obveznosti iz najema. Ta se je iz 10,0 % (2020) in 10,3 % (2021) povzpela na 22,7 % v 2022, nato pa upadel na 18,3 % (2023) in 18,2 % (2024). Kazalniki tako potrjujejo, da Hikma dolg uporablja predvsem kot dopolnilni in ne kot ključni vir financiranja; tveganje prezadolženosti ostaja nizko, obenem pa podjetje ohranja primerno zadolženost za optimizacijo stroška kapitala.

V obdobju 2020–2024 je povprečno razmerje D/E v evropski farmacevtski panogi po Damodaranu znašalo od 15,1 % do 19,1 %, medtem ko se je enak kazalnik pri Hikmi gibal med 11,1 % in 29,4 %. Hikma je tako v letih 2020 in 2021 izkazovala nižjo zadolženost od panožnega povprečja, nato pa je presegla povprečno raven panoge. Največje odstopanje je bilo zabeleženo leta 2022, ko je bil D/E za približno 13 odstotnih točk višji od panožne vrednosti. Podoben vzorec se pokaže pri deležu dolga v celotni strukturi kapitala. Panožne vrednosti so se v petletnem obdobju gibale med 13,1 % in 16,1 %, Hikma pa je v prvih dveh letih ostala pod tem razponom (okrog 10,0 %), nato pa se je z najvišjim, 22,7 % deležem v letu 2022 povzpela nad povprečje in do konca 2024 zadolženost zmanjšala na 18,2 %. Ob koncu opazovanega obdobja družba še vedno presega panožno povprečje, vendar ostaja v razmeroma varnem območju finančnega vzvoda.

ROE Hikme se je v opazovanem obdobju gibal med 8,3 % (2022) in 20,1 % (2020), kar nakazuje na razmeroma visoko donosnost za delničarje. Kljub občutnemu padcu v letu 2022 se je kazalnik leta 2024 ponovno zvišal na 16,0 %, kar potrjuje, da Hikma še naprej ohranja

konkurenčno prednost. ROA je v istem obdobju znašal med 7,1 % in 8,9 %, kar kaže na učinkovito rabo sredstev pri ustvarjanju dobička. Podobno kot ROE je tudi ROA najnižjo vrednost dosegel v letu 2022, vendar se je že v letu 2023 izboljšal, leto 2024 pa ostaja nad najnižjo ravno. Oba kazalnika potrjujeta, da Hikma Pharmaceuticals posluje dobičkonosno in učinkovito, ob tem pa ohranja relativno nizko stopnjo finančne zadolženosti.

Kratkoročni koeficient Hikme je leta 2020 znašal 1,87, najvišjo vrednost je dosegel leta 2021 z 2,06, nato pa je do 2024 upadel na 1,14, kar pomeni, da ima podjetje zdaj le še približno 14 % več kratkoročnih sredstev od obveznosti. Pospešeni koeficient, ki likvidnost meri brez zalog, je iz 1,05 (2020) porasel na 1,31 (2021), nato pa padel na 1,05 (2022), 0,82 (2023) in 0,60 (2024), kar kaže, da Hikma ob morebitnem izpadu prodaje zalog kratkoročnih obveznosti ne bi mogla v celoti poravnati. To razkriva, da se je udobna likvidnostna blazina izpred treh let postopno zmanjšala, zato bi morala Hikma v prihodnje skrbneje upravljati obratna sredstva ali si zagotoviti dodatne vire financiranja.

Tabela 6: Finančni kazalniki Hikme v obdobju 2020–2024

	2020	2021	2022	2023	2024
D/E (v %)	11,14	11,52	29,43	22,34	22,30
D/(D+E) (v %)	10,03	10,33	22,74	18,26	18,23
ROE (v %)	20,11	18,20	8,28	8,81	15,98
ROA (v %)	8,87	8,24	7,05	8,46	7,75
Kratkoročni koeficient	1,87	2,06	1,86	1,57	1,14
Pospešeni koeficient	1,05	1,31	1,05	0,82	0,60
Neto dolg (v mio EUR)	478,2	348,2	927,3	870,3	1.055,8

Vir: lastno delo na podlagi lastnih izračunov ter podatkov baze S&P Capital IQ (2025d).

Neto finančni dolg družbe Hikma je bil na dan 31. 12. 2024 pozitiven in je znašal 1.056 mio EUR. Ta podatek kaže, da finančni dolg presega razpoložljiva likvidna sredstva, kar potrjuje strategijo financiranja podjetja z večjim poudarkom na dolžniških virih ter hkrati nakazuje na višji finančni vzvod, kot ga ima Krka. Denar in denarni ustrezniki so v letu 2024 predstavljali kar 88,0 % vseh kratkoročnih finančnih sredstev. 67,0 % celotnega denarja in denarnih ustreznikov predstavljajo denarna sredstva v bankah in denar v blagajni, dobrih 31 % pa odpade na vezane vloge. Preostalih 12,0 % predstavljajo kratkoročne finančne naložbe, izmerjene po pošteni vrednosti prek poslovnega izida. V širšem kontekstu bilančne strukture pa denar in denarni ustrezniki tvorijo le 0,0038 % vseh sredstev družbe, kar potrjuje tezo, da Hikma presežne kratkoročne likvidnosti ne kopiči.

Skupna vrednost denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb je ob koncu leta 2024 predstavljala 4,1 % vseh sredstev Hikme. Takšna struktura bilance krepi finančno stabilnost

in hkrati podpira dolgoročne naložbene cilje, značilne za kapitalno intenzivno farmacevtsko dejavnost.

Kazalnik D/EBITDA za Hikmo je v letu 2024 znašal le 1,73, kar je malo pod povprečjem farmacevtske panoge v Evropi (1,92), kot ga navaja Damodaran. Takšna stopnja zadolženosti pomeni, da bi podjetje ob nespremenjenem operativnem denarnem toku svoj dolg odplačalo v manj kot dveh letih, kar v očeh bank in vlagateljev krepi zaupanje ter znižuje stroške financiranja. Zmerna zadolženost hkrati zmanjšuje občutljivost na nihanja obrestnih mer in morebitne kratkotrajne upade dobičkonosnosti, obenem pa podjetju še vedno omogoča, da koristi davčne olajšave, vezane na obresti.

Hikma je v zadnjih letih del svoje varne denarne rezerve nadomestila z zmernim povečanjem dolga, zaradi česar se je finančni vzvod nekoliko okrepil. Konec leta 2024 je dolg predstavljal približno petino kapitala, kar je rahlo nad panožnim povprečjem, a še vedno na konzervativni ravni, ki ne omejuje dostopa do svežega kapitala. Obvladljivost zadolženosti potrjuje tudi kazalnik D/EBITDA, saj kaže, da bi družba ob nespremenjenih rezultatih dolg lahko odplačala v manj kot dveh letih.

Glede na trenutne kazalnike ocenjujem, da je ustrezna zadolženost v območju 15–20 % kapitala, kar se ujema s panožnim povprečjem. To podjetju zagotavlja finančno fleksibilnost, koristi davčnega štita in še vedno nizko tveganje prezadolženosti. Prekomerno preseganje te ravni bi povečalo likvidnostna tveganja, prenizka zadolženost pa bi pomenila izpuščeno priložnost za optimizacijo stroška kapitala.

7.5 Tehtani povprečni stroški kapitala Hikme na dan ocenjevanja

Na dan 31. 12. 2024 družba Hikma svoje poslovanje financira z 18,23 % dolga in 81,77 % lastniškega kapitala. Pri določitvi premije za tveganje z lastniškim kapitalom sem poleg splošne tržne premije upoštevala še pribitek za deželno tveganje v višini 2,49 %. Hikma prihodke od prodaje loči na prihodke, ustvarjene v Severni Ameriki, Evropi in MENA regiji. Tabela z izračunom premije za državno tveganje Krke je vključena v prilogi 5. Strošek dolga sem izračunala na podlagi sintetične bonitetne ocene. Bonitetna ocena Hikme je BBB (Fitch, 2025), kar pomeni, da pribitek znaša 1,20 % in strošek dolga pred davki 3,70 %. Po upoštevanju davčne stopnje v višini 25 % (Deloitte, 2025) znaša strošek dolga 2,78 %. Tehtani povprečni strošek kapitala Hikme na dan 31. 12. 2024 znaša 10,48 %.

7.6 Ocena optimalne strukture kapitala Hikme z minimiziranjem stroškov kapitala

V nadaljevanju predstavljam glavne ugotovitve analize optimalne strukture kapitala Hikme, pripravljene po Damodaranovi metodi minimizacije tehtanega povprečnega stroška kapitala. Cilj je ugotoviti, pri kateri kombinaciji dolga in lastniškega kapitala podjetje doseže najnižji

strošek financiranja. Razširjena tabela z vsemi postavkami, uporabljenimi pri izračunu tehtanega povprečnega stroška kapitala, je prikazana v prilogi 4.

Za farmacevtsko podjetje Hikma naraščajoča zadolženost neposredno zvišuje beto in s tem zahtevano donosnost lastniškega kapitala. Brez dolga je beta 1,04, strošek lastniškega kapitala 10,81 %. Pri 10 % dolga beta naraste na 1,13 in strošek na 11,50 %, pri 20 % na 1,24 in 12,37 %, pri 30 % pa na 1,37 in 13,48 %. Nadaljnje zadolževanje do 60 % dvigne beto na 2,21 in strošek lastniškega kapitala na 20,16 %, medtem ko 90 % dolga pomeni beto 8,06 in zahtevano donosnost 66,91 %. Tabeli 7 in 8 prikazujeta spremembe stroška lastniškega in dolžniškega kapitala Hikme pri različnih strukturah kapitala.

Tabela 7: Strošek lastniškega kapitala pri različnih strukturah kapitala Hikme

D/E (v %)	D/(D+E) (v %)	Utežena beta	Strošek lastniškega kapitala (v %)
0	0	1,04	10,81
11	10	1,13	11,50
25	20	1,24	12,37
42	30	1,37	13,48
67	40	1,56	14,97
100	50	1,82	17,04
150	60	2,21	20,16
233	70	2,86	25,35
400	80	4,16	35,74
900	90	8,06	66,91

Vir: lastno delo.

Tabela 8: Strošek dolga in tehtani povprečni stroški kapitala pri različnih strukturah kapitala Hikme

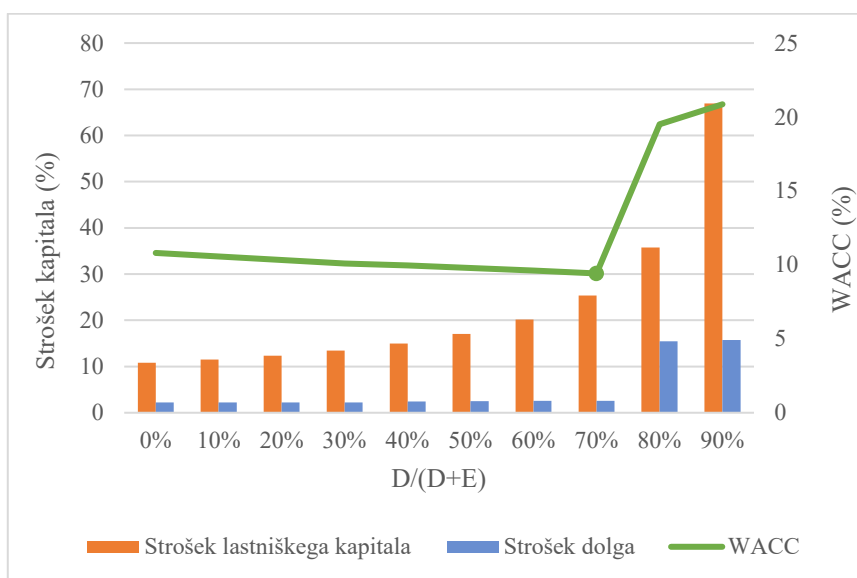
D/E (v %)	D/(D+E) (v %)	Obrestno pokritje	Strošek dolga po davkih (v %)	WACC (v %)
0	0	0,00	2,21	10,81
11	10	27,54	2,21	10,57
25	20	13,77	2,21	10,34
42	30	9,18	2,21	10,10
67	40	6,21	2,45	9,96
100	50	4,85	2,51	9,78
150	60	3,93	2,59	9,62
233	70	3,36	2,59	9,42
400	80	0,56	15,46	19,52
900	90	0,50	15,74	20,86

Vir: lastno delo.

Za oceno stroška dolga pri različnih stopnjah zadolženosti sem najprej izračunala vrednost dolga in kazalnik obrestne pokritosti, na podlagi katerega sem določila bonitetno oceno ter pripadajoči pribitek. Pribitek sem prištela netvegani stopnji donosa in tako izračunala strošek

dolga pred davki za posamezno raven zadolženosti. Prilagojena davčna stopnja znaša 14,11 % pri 80 % zadolženosti in 12,54 % pri 90 %. Tehtani povprečni stroški kapitala pri podjetju Hikma upadajo, dokler dolg ne doseže 70 % skupnega kapitala, ko dosežejo najnižjo vrednost 9,42 %. Nad to mejo dodatni davčni prihranki ne nadomestijo višjega kreditnega tveganja. Pri 80 % zadolženosti se WACC dvigne na 19,52 %, obrestna pokritost znaša 0,56, strošek dolga po davku pa 15,46 %. Slika 5 prikazuje spremembe WACC pri različnih deležih dolga.

Slika 5: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Hikme



Vir: lastno delo.

8 RICHTER GEDEON

8.1 Opis družbe

Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Működő Részvénytársaság, v nadaljevanju Richter Gedeon, je uveljavljeno farmacevtsko podjetje z več kot stoletno tradicijo, ustanovljeno leta 1901 na Madžarskem. S svojo celovito verigo vrednosti, ki obsega raziskave, razvoj, proizvodnjo in trženje, zagotavlja visoko kakovost in varnost svojih izdelkov. Skrb za znanstveno odličnost in nenehno vlaganje v inovativne tehnologije sta ključna dejavnika, ki podjetju omogočata ohranjanje konkurenčne prednosti na globalnem trgu. Osrednji del poslovanja predstavlja segment Pharma, ki zajema štiri strateška terapevtska področja. Žensko zdravje vključuje hormonske terapije, kontracepcijo in rešitve za lajšanje simptomov menopavze, nevropsihiatrija pa se osredotoča na razvoj inovativnih zdravil za zdravljenje duševnih in nevroloških motenj. Biotehnološka enota ustvarja visokokakovostne biosimilare, ki pacientom zagotavljajo cenovno ugodne alternative

biološkim zdravilom, medtem ko splošna medicina ponuja širok spekter generičnih in uveljavljenih produktov, posebej prilagojenih potrebam Srednje in Vzhodne Evrope. Poleg farmacevtskih dejavnosti v segmentu Ostalo podjetje upravlja tudi trgovsko in distribucijsko omrežje ter izvaja podporne marketinške dejavnosti, ki vključujejo izobraževanja zdravstvenih strokovnjakov, organizacijo strokovnih konferenc in neposredno svetovanje. Ta povezana struktura omogoča pravočasen in zanesljiv dostop do izdelkov tako bolnišnicam in lekarniškimi verigam kot tudi veterinarskim ambulantam, kar krepi dolgoročne odnose s partnerji in nadgrajuje ugled podjetja (S&P Capital IQ, 2025e).

S ciljem trajnostne rasti Richter Gedeon stalno širi svoje raziskovalne kapacitete – zlasti na področju prve faze razvoja nevropsihiatričnih zdravil – ter krepi prisotnost na ključnih mednarodnih trgih, kot so Poljska, Romunija, Nemčija, Rusija in Kitajska. Njena vsestranska prisotnost v Evropi, Ameriki, Aziji in Afriki je dokaz strateške usmerjenosti k prilagajanju različnim zdravstvenim sistemom in potrebam pacientov, kar ji omogoča, da ostaja ena od vodilnih sil v globalnem farmacevtskem sektorju (S&P Capital IQ, 2025e).

8.2 Predstavitev sestave lastniškega kapitala

Na dan 31. 12. 2024 je osnovni kapital znašal 18.638 tisoč HUF. Richter Gedeon je razdeljen na 186.374.860 navadnih delnic z nominalno vrednostjo 100 HUF, pri čemer vsaka delnica podeljuje imetniku en glas in ne obstajajo posebne delnice ali omejitve prenosa. Statut določa le eno omejitev, in sicer da noben delničar ali skupina povezanih oseb na skupščini ne sme uresničevati glasovalnih pravic, ki presegajo 25 % vseh glasov prisotnih delničarjev oziroma njihovih pooblaščenecv (Richter Gedeon PLC, 2025).

Na borzi se je cena delnice z zaključnih 8,75 HUF konec leta 2023 do 30. 12. 2024 zvišala na 10,40 HUF, kar predstavlja približno 19,0 % rast. Najnižja povprečna mesečna cena je bila aprila 2024 pri 9,216 HUF, najvišja pa oktobra 2024 pri 10,996 HUF (Richter Gedeon PLC, 2025).

Knjigovodska vrednost delnice je v letih 2020–2024 vztrajno naraščala. Leta 2022 se je povečala za 5,5 %, v 2023 za nadaljnjih 14,9 %, v 2024 pa še za 7,1 %. Takšen razvoj potrjuje stabilno rast ustvarjene vrednosti za delničarje v celotnem opazovanem obdobju (S&P Capital IQ, 2025f).

V strukturi lastništva podjetja Richter Gedeon prevladuje mednarodno lastništvo, ki zajema 118,0 mio delnic oziroma 63,3 % kapitala. Znotraj tega segmenta izstopajo institucionalni vlagatelji, pri čemer velja posebej omeniti FMR LLC, ki ima v lasti 5,1 %. Domači lastniki obvladujejo 64,3 mio delnic oziroma 34,5 % kapitala, od tega 30,2 % predstavljajo domači institucionalni vlagatelji, kjer pomemben vpliv nosijo fundacije, kot so Maecenas Universitatis Collegii, Mathias Corvinus Collegium ter Foundation for National Health and Education of Medical Doctors. Maloprodajni vlagatelji imajo v strukturi razmeroma skromen delež, medtem ko nedoločeno lastništvo in lastne delnice skupaj predstavljajo le

manjši del. Takšna razporeditev jasno kaže na izrazito mednarodno usmerjenost podjetja in na močno prisotnost institucionalnih vlagateljev (Richter Gedeon PLC, 2025).

Število lastnih delnic se je konec leta 2024 povzpelo na 3.527.617. Družba je v letu 2024 kupila 741.291 lastnih delnic na Budimpeški borzi vrednostnih papirjev, prejela 194.613 lastnih delnic prek programa ESOT (angl. Employee Share Ownership Trust), kupila 1.615 delnic na OTC trgu in od zaposlenih, ki so dali odpoved, odkupila 22.687 delnic. Za razširitev in izpolnjevanje politike nagrajevanja so v ESOT prenesli 249.064 lastnih delnic, upravni odbor je odobril 3.150 delnic za zaposlene z izjemnimi dosežki, skupščina delničarjev pa je razdelila 13.976 delnic neizvršnim članom uprave. Decembra 2024 je 4.974 zaposlenim v okviru programa delniških bonusov pripadlo 356.817 navadnih delnic v skupni vrednosti 3.148 milijonov HUF, ki bodo na računih pri UniCredit Banki Madžarska do 1. januarja 2027 (Richter Gedeon PLC, 2025).

Pri izračunu razmerja D/E in D/(D+E) sem upoštevala tržno vrednost lastniškega kapitala. Na dan 31. 12. 2024 je tržna kapitalizacija izračunana kot zmnožek zaključnega tečaja delnice na Budimpeški borzi in skupnega števila izdanih delnic. Tržna kapitalizacija konec leta 2024 znaša 4.650.436 tisoč EUR. Tržna kapitalizacija družbe se je ob koncu leta 2024 glede na leto prej povečala za približno 19 %.

8.3 Predstavitev sestave dolga

V strukturi finančnega dolga Richter Geodon v letu 2024 prevladuje dolgoročni dolg, ki je ob koncu leta dosegel približno 74 mrd HUF, izmed katerih največji del predstavlja dolg iz izdaje obveznic. Med kratkoročnimi obveznostmi največji del predstavlja kratkoročne obveznosti, merjene po poštenu vrednosti prek poslovnega izida (4.425 mio HUF) (Richter Gedeon PLC, 2025).

Obveznosti iz najemov pri Richter Geodon na bilančni presečni dan skupno znašajo 20.125 mio HUF, od tega je 5.501 mio HUF razvrščenih kot kratkoročne (zapadejo v naslednjem letu), preostalih 14.624 mio HUF pa kot nekratkoročne. V letih 2023 in 2024 je imela v najemu različne pisarne, skladišča, zemljišča, parkirišča, energetske sisteme, trgovine na drobno, opremo in vozila. Najemne pogodbe so običajno sklenjene za fiksna obdobja od 11 mesecev do 95 let, vendar lahko vključujejo opcije za podaljšanje. Družba je izpostavljena morebitnim prihodnjim povečanjem variabilnih najemnina na podlagi indeksa ali obrestne mere, ki niso vključene v obveznosti iz najema, dokler ne začnejo veljati. Ko začnejo veljati prilagoditve najemnina na podlagi indeksa ali stopnje, se obveznost iz najema ponovno oceni in prilagodi sredstvu s pravico do uporabe. Najemnine se razporedijo med glavnico in finančne stroške. Finančni stroški bremenijo poslovni izid v obdobju najema, tako da se za vsako obdobje oblikuje konstantna periodična obrestna mera za preostanek obveznosti. Nekateri najemi nepremičnin vsebujejo variabilne elemente najema, ki so povezani s prodajo v poslovnih prostorih. Najemnina za posamezne trgovine vključuje fiksni del, ki se v vsakem primeru plačuje periodično. Če 5 % čistih prihodkov od prodaje periodične prodaje podjetja

presega fiksni del, se razlika plača v obliki variabilne najemnine. Pogoji variabilnega plačila, ki ne temeljijo na indeksu ali obrestni meri, niso del obveznosti iz najema. Takšna variabilna najemnina se pripozna v poslovnem izidu v obdobju, v katerem nastopi pogoj, ki sproži takšna plačila (Richter Gedeon PLC, 2025).

V številne najeme nepremičnin in opreme so vključene možnosti podaljšanja in prekinitve. Te se uporabljajo za povečanje operativne prožnosti pri upravljanju sredstev, ki se uporabljajo pri poslovanju. Večino opcij za podaljšanje in prekinitev najema lahko uveljavlja le družba, ne pa tudi zadevni najemodajalec (Richter Gedeon PLC, 2025).

8.4 Kratka finančna analiza

V nadaljevanju bom predstavila gibanje ključnih kazalnikov poslovanja Richter Gedeon v obdobju od leta 2020 do 2024. Pri izračunu dolga sem upoštevala finančno zadolženost, kar vključuje obrestovane finančne obveznosti. Pregled izbranih finančnih kazalnikov Richter Gedeon je predstavljen v tabeli 9.

V obdobju 2020–2024 je povprečno razmerje D/E v evropski farmacevtski panogi po Damodaranu znašalo od 15,1 % do 19,1 %, medtem ko se je enak kazalnik pri Richter gibal med 1,06 % in 5,50 %. Richter je tako v vseh letih izkazoval nižjo zadolženost od panožnega povprečja. Največje odstopanje je bilo zabeleženo leta 2020, ko je bil delež dolga v strukturi kapitala za približno 15 odstotnih točk nižji od panožne vrednosti.

Neto dolg je bil velik del časa negativen, kar kaže na kopičenje denarja. Kratkoročni koeficient je leta 2020 znašal 4,17, nato se je nekoliko znižal na 3,35 v 2021 in 3,21 v 2022, naslednje leto skočil na 4,67, leta 2024 pa dosegel 3,66. To pomeni, da ima podjetje zdaj več kot trikrat več kratkoročnih sredstev kot obveznosti. Pospešeni koeficient je padel z 2,98 v 2020 na najnižjo vrednost 1,79 v 2022, se nato hitro pobral na 2,90 v 2023 in v 2024 znašal 2,35.

Tabela 9: Finančni kazalniki Richter Gedeon v obdobju 2020 – 2024

	2020	2021	2022	2023	2024
D/E (v %)	1,06	5,20	5,50	5,38	5,21
D/(D+E) (v %)	1,05	4,94	5,21	5,10	4,95
ROE (v %)	13,78	16,26	15,86	14,50	19,58
ROA (v %)	8,56	8,08	9,59	9,99	10,30
Kratkoročni koeficient	4,17	3,35	3,21	4,67	3,66
Pospešeni koeficient	2,98	2,15	1,79	2,90	2,35
Neto dolg (v mio EUR)	-370,9	65,4	-59,8	-1,1	-87,3

Vir: lastno delo na podlagi lastnih izračunov ter podatkov baze S&P Capital IQ (2025f).

Kazalnik D/EBITDA za Richter Gedeon je v letu 2024 znašal le 0,33, kar je veliko pod povprečjem farmacevtske panoge v Evropi (1,92), kot ga navaja Damodaran. Ob takšni stopnji bi podjetje dolg lahko poravnalo v manj kot štirih mesecih, če bi ves EBITDA uporabilo za odplačilo.

Glede na nizko zadolženost in več let zapored izkazan negativen neto dolg, kar kaže na kopičenje denarja, ocenjujem, da je ustrezna zadolženost družbe podobna kot pri Krki. Financiranje se oblikuje predvsem z lastnimi viri, saj visoka likvidnost zmanjšuje potrebo po dolžniškem financiranju. Pričakujem, da se bo ustrezna raven zadolženosti gibala pod panožnim povprečjem, pri čemer pa se odpira vprašanje, ali bi bila večja zadolženost za družbo morda celo bolj optimalna.

8.5 Tehtani povprečni stroški kapitala Richter Gedeon na dan ocenjevanja

Na dan 31. 12. 2024 je družba svoje poslovanje financirala s 4,95 % dolga in 95,05 % lastniškega kapitala. Pri določitvi premije za tveganje z lastniškim kapitalom sem poleg splošne tržne premije upoštevala še pribitek za deželno tveganje v višini 1,44 %. Richter Gedeon prihodke od prodaje loči na prihodke, ustvarjene v ZDA, Rusiji, na Madžarskem, Poljskem, v Nemčiji, Španiji, na Kitajskem, v Romuniji, Italiji in Združenem kraljestvu. Tabela z izračunom premije za državno tveganje družbe Richter Gedeon je vključena v prilogi 7. Strošek dolga sem izračunala na podlagi sintetične bonitetne ocene. Bonietna ocena Richter Gedeon je BBB+ (Scope Ratings, 2025), kar pomeni, da pribitek znaša 1,20 % in strošek dolga pred davki 3,70 %. Po upoštevanju davčne stopnje v višini 9 % (Deloitte, 2025) znaša strošek dolga 3,37 %. Tehtani povprečni strošek kapitala Richter Gedeon na dan 31. 12. 2024 znaša 9,73 %.

8.6 Ocena optimalne strukture kapitala Richter Gedeon z minimiziranjem stroškov kapitala

V nadaljevanju predstavljam glavne ugotovitve analize optimalne strukture kapitala družbe, pripravljene po Damodaranovi metodi minimizacije tehtanega povprečnega stroška kapitala. Cilj je ugotoviti, pri kateri kombinaciji dolžniškega in lastniškega kapitala podjetje doseže najnižji strošek financiranja. Razširjena tabela z vsemi postavkami, uporabljenimi pri izračunu tehtanega povprečnega stroška kapitala, je prikazana v prilogi 6.

Za farmacevtsko podjetje Richter Gedeon naraščajoča zadolženost neposredno zvišuje beto in s tem zahtevano donosnost lastniškega kapitala. Brez dolga je beta 1,04, strošek lastniškega kapitala 9,72 %. Pri 10 % dolga beta naraste na 1,15 in strošek na 10,45 %, pri 20 % na 1,28 in 11,37 %, pri 30 % pa na 1,45 in 12,54 %. Nadaljnje zadolževanje do 70 % dvigne beto na 3,25 in strošek lastniškega kapitala na 25,06 %, medtem ko 90 % dolga pomeni beto 9,56 in zahtevano donosnost 68,88 %. Tabela 10 prikazuje, kako se strošek lastniškega kapitala Richter Gedeon spreminja glede na različne strukture kapitala.

Tabela 10: Strošek lastniškega kapitala pri različnih strukturah kapitala Richter Gedeon

D/E (v %)	D/(D+E) (v %)	Utežena beta	Strošek lastniškega kapitala (v %)
0	0	1,04	9,72
11	10	1,15	10,45
25	20	1,28	11,37
42	30	1,45	12,54
67	40	1,67	14,10
100	50	1,99	16,30
150	60	2,46	19,58
233	70	3,25	25,06
400	80	4,83	36,01
900	90	9,56	68,88

Vir: lastno delo.

Za oceno stroška dolga sem pri posamezni stopnji zadolženosti izračunala vrednost dolga in obrestno pokritost, na podlagi katere sem določila bonitetno oceno in pripadajoči pribitek. S prištetjem pribitka k netvegani stopnji donosa sem dobila strošek dolga pred davki za izbrano raven zadolženosti. Tehtani povprečni stroški kapitala upadajo, dokler dolg ne doseže 40 % skupnega kapitala, ko dosežejo najnižjo vrednost 9,54 %. Tabela 11 prikazuje, kako se WACC podjetja spreminja glede na različne strukture kapitala.

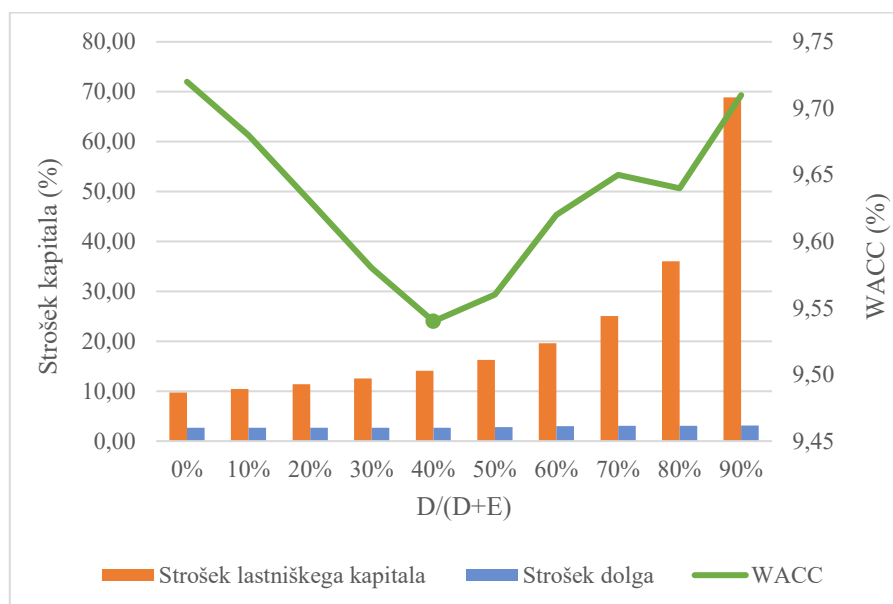
Tabela 11: Strošek dolga in tehtani povprečni stroški kapitala pri različnih strukturah kapitala Richter Gedeon

D/E (v %)	D/(D+E) (v %)	Obrestno pokritje	Strošek dolga po davkih (v %)	WACC (v %)
0	0	0,00	2,68	9,72
11	10	42,81	2,68	9,68
25	20	21,40	2,68	9,63
42	30	14,27	2,68	9,58
67	40	10,70	2,68	9,54
100	50	8,15	2,82	9,56
150	60	6,44	2,98	9,62
233	70	5,38	3,05	9,65
400	80	4,71	3,05	9,64
900	90	4,07	3,14	9,71

Vir: lastno delo.

Slika 6 prikazuje, kako se spreminjajo stroški obeh vrst kapitala in tehtani povprečni stroški kapitala z naraščajočim deležem dolga pri Richter Gedeon.

*Slika 6: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga
Richter Gedeon*



Vir: lastno delo.

9 KRITIČNA PRESOJA IN ARGUMENTIRANJE REZULTATOV

Na podlagi izvedenih izračunov z uporabo izbranih pristopov se za Krko in Hikmo pri približno 70 % zadolženosti oblikuje najnižji WACC, in sicer 10,62 % za Krko ter 9,42 % za Hikmo. WACC pri Krki na dan 31. 12. 2024 ob 0,29 % zadolženosti znaša 11,94 %, medtem ko pri Hikmi ob 18,23 % zadolženosti 10,48 %. Če se delež dolga poveča z nizkih odstotkov na raven okoli 70 %, WACC sicer pade, a komaj za nekaj odstotnih točk. Richter Gedeon na dan 31. 12. 2024 beleži delež dolga v strukturi kapitala v višini 4,95 %, pri čemer WACC znaša 9,73 %. Teoretično optimalna struktura pri 40 % zadolženosti bi WACC znižala zgolj za 0,20 odstotnih točk. Strošek kapitala sicer sprva upada z naraščajočo zadolženostjo, vendar takoj po dosegu najnižje točke obrne trend močno navzgor. Zaradi tega je varneje ostati na podzadolženi strani, saj manjši padec WACC ne upraviči tveganja morebitne finančne stiske zaradi pretirane izpostavljenosti dolgu.

Pomemben vidik pri odločanju o optimalnem deležu dolga je prav finančna fleksibilnost. Po raziskavah približno 80 % podjetij navaja sposobnost možnosti investiranja najpomembnejši vidik fleksibilnosti, kar kaže na to, da koristi možnosti investiranja odtehtajo številne tradicionalne stroške in koristi dolga. Večje družbe poudarjajo, da se možnost financiranja novih projektov izkaže za večjo vrednost kot potencialni učinki nižjega stroška kapitala (Graham, 2022).

Pri ocenjevanju optimalne strukture kapitala nisem upoštevala dejavnikov, kot so stroški finančne stiske, stroški agentov ter morebitne druge dejavnike, ki prav tako vplivajo na

strukturo kapitala. Uporabljeni model po Damodaranovi metodologiji teh dejavnikov ne vključuje, saj temelji predvsem na minimizaciji tehtanih povprečnih stroškov kapitala, pri čemer je ena izmed ključnih omejitev modela njegova statična narava. Zaradi teh omejitev rezultati izračunov kažejo, da je teoretična optimalna struktura kapitala močno zadolžena, vendar bi bila takšna raven dolga v praksi težko vzdržna. Zato praksa in teorija običajno priporočata zmernejše deleže dolga (med 20 in 30 %), kjer so koristi nižjih tehtanih povprečnih stroškov kapitala še vedno izrazite, tveganje pa ostaja obvladljivo. Končna ocena optimalne strukture kapitala, ki sem jo dobila, bi bila verjetno drugačna, če bi v analizo vključila tudi omenjene dodatne dejavnike.

10 ALTERNATIVNA OPTIMIZACIJA STRUKTURE KAPITALA

V prejšnjem poglavju sem za Krko, Hikmo in Richter Gedeon določila točko najnižjega tehtanega povprečnega stroška kapitala in pri tem ugotovila, da optimalna struktura kapitala nastopi pri presenetljivo visoki zadolženosti. Tak rezultat izhaja iz dejstva, da se strošek dolga v uporabljenem modelu, ki temelji na sintetičnih bonitetnih ocenah, povečuje prepočasi, zato dodatna zadolženost deluje navidezno poceni. V nadaljevanju bom strošek dolga izračunala na drugačen način. S tem bom preverila, kako se spremeni krivulja WACC in ali se optimalni delež dolga pri realnejši obrestni meri premakne v varnejše območje.

Iz baze Capital IQ sem vzela desetletne podatke (2015–2024) za 129 javnih evropskih farmacevtskih družb: tržno kapitalizacijo, znesek dolga in stroške obresti. Iz vzorca sem izločila družbe brez popolnih podatkov, družbe v spodnjih petih odstotkih po tržni kapitalizaciji, tiste v zgornjih petih odstotkih po deležu dolga v strukturi kapitala ter družbe v zgornjih petih odstotkih razmerja med stroški obresti in dolgom. Pri preostalih družbah sem za vsako posamezno leto izračunala razmerje med stroški obresti in dolgom ter delež dolga v njihovi strukturi kapitala.

Da bi pojasnila, kako se strošek dolga spreminja z zadolženostjo in velikostjo podjetja, sem ocenila linearni regresijski model, ki je predstavljen spodaj:

$$C_D = \alpha + \beta_1 * W_D + \beta_2 * D_M,$$

kjer C_D predstavlja strošek dolga pred davki, W_D delež dolga v strukturi kapitala ter D_M indikatorsko spremenljivko (angl. dummy variable). D_M je ena pri družbah z nižjo tržno kapitalizacijo od enega mio EUR in nula pri večjih družbah.

Iz tega sledi (rezultat regresijske analize je podrobneje predstavljen v prilogi 8):

$$C_D = 2,49\% + 5,51\% * w_D + 2,59\% * D_M$$

Za konkretne vrednosti deleža dolga v strukturi kapitala to pomeni, da se strošek dolga pri velikih družbah giblje med 2,49 % ob ničelni zadolženosti in 7,45 % pri 90 % zadolženosti,

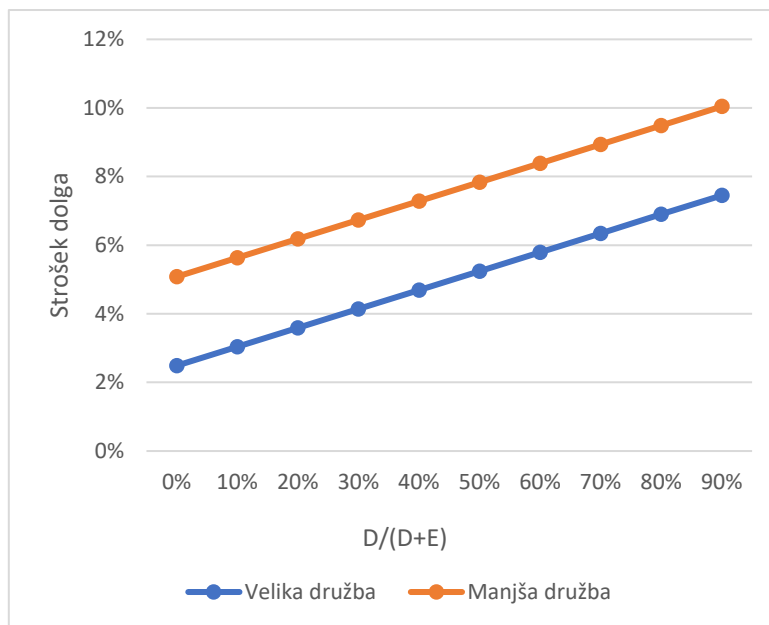
medtem ko je pri manjših družbah enakomerno za 2,59 odstotne točke višji. Podatki so predstavljeni v tabeli 12. Slika 7 ponazarja, kako se strošek dolga pri naraščajočem deležu zadolženosti za vsako skupino družb zvišuje, pri čemer so manjše družbe ves čas občutno dražje zadolžene.

Tabela 12: Strošek dolga pred davki pri različnih strukturah kapitala za velike in manjše farmacevtske družbe

D/(D+E) (v %)	Velika družba ($D_m = 0$) (v %)	Manjša družba ($D_m = 1$) (v %)
0	2,49	5,08
10	3,04	5,63
20	3,59	6,18
30	4,14	6,74
40	4,69	7,29
50	5,25	7,84
60	5,80	8,39
70	6,35	8,94
80	6,90	9,49
90	7,45	10,04

Vir: lastno delo.

Slika 7: Strošek dolga glede na delež dolga v strukturi kapitala (primerjava velikih in manjših družb)



Vir: lastno delo.

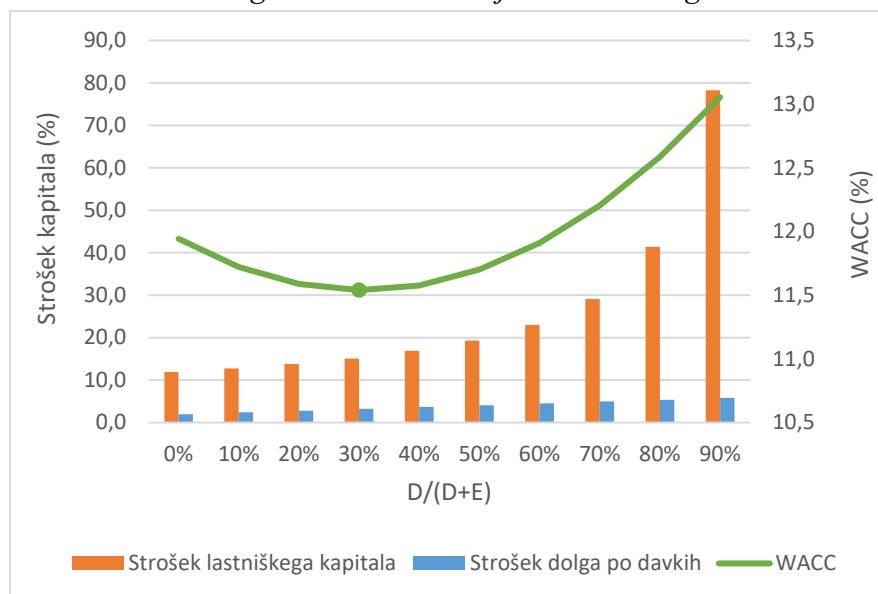
Izhajajoč iz navedenih ugotovitev bom v naslednjem koraku za vsako izmed treh analiziranih družb ponovno izračunala tehtani povprečni strošek kapitala. Pri tem bom sistematično spreminjala deleže zadolženosti ter pri vsakem koraku upoštevala na novo določeni strošek

dolga. Na ta način bom za vsako družbo izrisala posodobljeno krivuljo tehtanega povprečnega stroška kapitala, ki bo temeljila na bolj realno ocenjenih obrestnih merah.

10.1 Ocena optimalne strukture kapitaka Krke po posodobljenem modelu

Slika 8 prikazuje novo krivuljo WACC, izračunano z novo ocenjenim stroškom dolga. Tabela tehtanih povprečnih stroškov kapitala Krke pri različnih strukturah kapitala je prikazana v prilogi 9. Ker Krka po merilih regresijskega modela sodi med večja podjetja, sem uporabila parametre, ki veljajo za to skupino. Zdaj se najnižji WACC (11,54 %) oblikuje pri 30 % zadolženosti, medtem ko je prejšnji model minimum postavljal pri 70 %. Strošek dolga se začne zviševati že pri nižjih ravneh zadolženosti.

Slika 8: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Krke glede na novo ocenjen strošek dolga

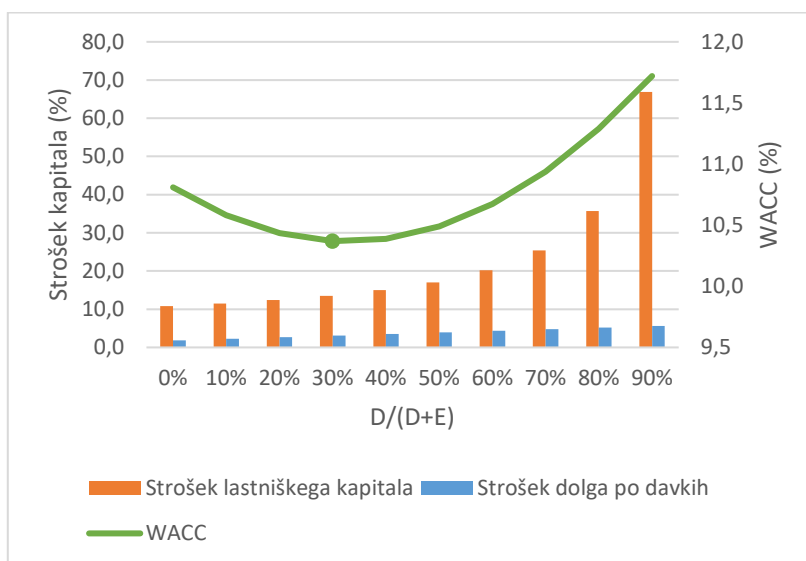


Vir: lastno delo.

10.2 Ocena optimalne strukture kapitala Hikme po posodobljenem modelu

Slika 9 prikazuje posodobljeno krivuljo WACC za Hikmo, ki tudi spada med večja podjetja. Tabela tehtanih povprečnih stroškov kapitala Hikme pri različnih strukturah kapitala je prikazana v prilogi 10. Zelena črta kaže, da se tehtani povprečni strošek kapitala znižuje vse do približno 30 % deleža dolga, kjer doseže minimum pri približno 10,4 %, nato pa zaradi hitre rasti stroška dolga začne strmo naraščati. V prejšnjem modelu se je najnižji WACC, enako kot pri Krki, oblikoval šele pri 70 % zadolženosti.

Slika 9: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Hikme glede na novo ocenjen strošek dolga

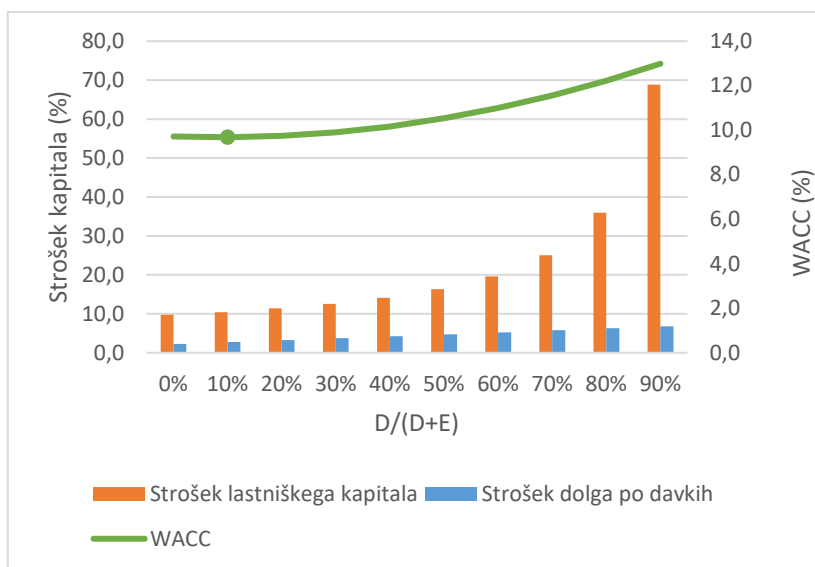


Vir: lastno delo.

10.3 Ocena optimalne strukture kapitala Richter Gedeon po posodobljenem modelu

Slika 10 prikazuje, kako se tehtani povprečni strošek kapitala pri družbi Richter Gedeon obnaša, ko uporabimo na novo ocenjen strošek dolga. Tabela tehtanih povprečnih stroškov kapitala pri različnih strukturah kapitala je prikazana v prilogi 11.

Slika 10: Strošek lastniškega kapitala, strošek dolga in WACC pri različnih deležih dolga Richter Gedeon glede na novo ocenjen strošek dolga



Vir: lastno delo.

Richter Gedeon po kriterijih regresijskega modela prav tako spada med večja podjetja, zato sem zanj uporabila parametre, ki veljajo za to skupino. V prejšnjem modelu je bil minimum pri 40 % zadolženosti, zdaj pa že pri 10 %. Posodobljeni izračuni torej premaknejo optimalno zadolženost v precej varnejše območje in potrdijo, da je prejšnji pristop zaradi prenizko rastočega stroška dolga nerealno spodbujal visok finančni vzvod, kar bi v praksi verjetno zvišalo WACC in znižalo vrednost podjetij.

11 SKLEP

Namen magistrskega dela je bil analizirati strukturo kapitala v farmacevtski panogi ter preveriti, ali obstaja prostor za optimizacijo z vidika tehtanih povprečnih stroškov kapitala. S pomočjo metode po Damodaranu je bilo za izbrane družbe izračunano, kako se WACC spreminja glede na različne stopnje zadolženosti.

Začetna analiza je pokazala, da bi podjetja teoretično dosegla najnižji WACC pri višjih deležih dolga, kot jih uporabljajo v praksi. Majhne razlike med dejanskimi in optimalnimi stroški kapitala v praksi ne upravičijo večjih tveganj, ki jih prinaša povečana zadolženost. Zato sem izvedla alternativno optimizacijo, pri kateri sem strošek dolga ocenila na podlagi povprečnih tržnih podatkov. Ta pristop je pokazal nižjo in bolj vzdržno raven optimalne zadolženosti, skladno s prakso farmacevtske panoge, kar potrjuje smiselnost njene konservativne finančne politike.

Povezava s teorijami strukture kapitala kaže, da družbe v tej panogi pogosto sledijo načelom teorije tehtanja, kjer uravnovežijo koristi davčnega ščita z morebitnimi stroški finančne stiske. Hkrati pa se zdi, da tudi teorija vrstnega reda delno pojasnjuje njihovo odločanje — družbe raje uporabljajo notranje vire financiranja in dolg le, ko je to nujno, pri čemer se izogibajo izdaji novega lastniškega kapitala. Teorija tempiranja trga pri analiziranih podjetjih ni izrazito prisotna, saj ne kažejo večjih nihanj v strukturi kapitala zaradi sprememb tržnih razmer.

V farmacevtski panogi, kjer so prisotni dolgi razvojni cikli, visoki stroški raziskav in izrazita regulacija, je finančna stabilnost ključnega pomena. Zato podjetja pogosto sprejemajo bolj konservativne odločitve in ohranjajo nižje ravni zadolženosti. Povprečni delež dolga v evropski farmacevtski panogi znaša približno 15 %, pri čemer podjetja pri oblikovanju lastne politike zadolževanja pogosto sledijo strukturi kapitala svojih konkurentov.

Na koncu lahko povzamemo, da optimalna struktura kapitala ni univerzalna formula, temveč rezultat tehtnega usklajevanja med stroški, tveganji, značilnostmi panoge in dolgoročno strategijo podjetja. V farmacevtski panogi, kjer imata stabilnost in finančna fleksibilnost pogosto večjo težo od nižjih tehtanih povprečnih stroškov kapitala, je previdna zadolženost razumljiva in upravičena. Tudi kadar finančni modeli nakazujejo možnost prihrankov, ostaja v praksi ključno, da podjetje ohrani zmožnost varnega, vzdržnega in strateško usmerjenega poslovanja, kar je bistvo odgovornega finančnega odločanja.

LITERATURA IN VIRI

1. Aljamaan, B. E. (2018). Capital structure: Definitions, determinants, theories and link with performance: Literature review. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 6(2), 49–72.
2. Baker, M. in Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
3. Banka Slovenije (april 2025). Pregled makroekonomskih gibanj.
4. Berk, J. in Demarzo, P. (2017). *Corporate finance* (4. izd.). Pearson Education Australia.
5. Brealey, R. A., Myers, S. C. in Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13. izd.). McGraw-Hill/Irwin.
6. Brigham, E. F. in Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial management: Theory and practice* (13. izd.). South-Western Cengage Learning.
7. Dahlquist, J. in Knight, R. (2022). *Principles of finance*. OpenStax. <https://assets.openstax.org/oscms-prodcms/media/documents/PrinciplesofFinance-WEB.pdf>
8. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: second edition*. <http://repo.darmajaya.ac.id/5216/1/Aswath%20Damodaran%20-%20Investment%20valuation-Wiley%20%282002%29.pdf>
9. Damodaran, A. (2009). *Damodaran on valuation* (2. izd.). Wiley Finance.
10. Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance* (4. izd.). Stern School of Business, NYU.
11. Damodaran, A. (2020). *Equity risk premiums: Determinants, estimation and implications - The 2020 edition*. NYU Stern School of Business.
12. Damodaran, A. (2021, 5. januar) *Archived Data: Capital structure*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/dbtfundEurope20.xls>
13. Damodaran, A. (2022, 5. januar) *Archived Data: Capital structure*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/dbtfundEurope21.xls>
14. Damodaran, A. (2023, 5. januar) *Archived Data: Capital structure*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/dbtfundEurope22.xls>
15. Damodaran, A. (2024, 5. januar) *Archived Data: Capital structure*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/dbtfundEurope23.xls>
16. Damodaran, A. (2025 a). *Ratings, interest coverage ratios and default spreads*. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html
17. Damodaran, A. (2025 b, 5. januar). *Current data: Capital structure*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/leaseeffectEurope.xls>
18. Damodaran, A. (2025 c, 5. januar). *Current data: Capital structure*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/dbtfundEurope.xls>
19. Damodaran, A. (2025 d, 5. januar). *Current data: Cash flow estimation*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/R&DEurope.xls>

20. Damodaran, A. (2025 e, 5. januar). *Country default spreads and risk premiums*. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
21. Damodaran, A. (brez datuma a). *Ten questions about bottom-up betas*. NYU Stern. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/TenQs/TenQsBottomupBeta s.htm
22. Damodaran, A. (brez datuma b). *Applied Corporate Finance*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/cf2day2017Malaysia.pdf>
23. Damodaran, A. (brez datuma c). *Corporate Finance Lecture Note Packet 2, Capital Structure, Dividend Policy and Valuations*.
24. Deloitte. (2025). *Corporate tax rates*. <https://dits.deloitte.com/DomesticRatesSubMenu>
25. DrugPatentWatch. (2025). *Valuation of pharma companies: 5 key considerations*. DrugPatentWatch.
26. Ehrhardt, M. C. in Brigham, E. F. (2011). *Financial management: Theory and practice* (13. izd.). Cengage Learning.
27. Evropska komisija (brez datuma). *A pharmaceutical strategy for Europe*. https://health.ec.europa.eu/medicinal-products/pharmaceutical-strategy-europe_en
28. Evropska komisija. (2020). *Pharmaceutical strategy for Europe*. https://health.ec.europa.eu/document/download/92714c9c-6880-4708-b649-287ee9e86670_en?filename=pharma-strategy_report_en.pdf
29. Gangeni, C. (2006). *The relationship between capital structure and the financial performance of the firm* [Magistrsko delo, University of Pretoria]. UPSpace Repository.
30. Gitman, L. J. in Zutter, C. J. (2012). *Principles of managerial finance* (13. izd.). Prentice Hall.
31. Graham, J. R. (2022). Presidential address: Corporate Finance and Reality. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4056794>
32. Harris, M. in Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.2307/2328697>
33. Hegard, H. in Nystad, K. L. (2021). *Optimal WACC calculation for Kongsberg Gruppen ASA: Systematic review of Kongsberg Gruppen ASA's WACC calculation* (Magistrsko delo). Oslo Metropolitan University, Faculty of Social Sciences.
34. Hikma Pharmaceuticals PLC. (2025). *Letno poročilo 2024*. <https://www.hikma.com/investors/2024-annual-report/>
35. Hillier, D., Clacher, I., Ross, S. A., Westerfield, R., in Jordan, B. D. (2014). *Fundamentals of corporate finance*. (Second European edition / David Hillier, Iain Clacher, Stephen Ross, Randolph Westerfield, Bradford Jordan.). McGraw-Hill Education.
36. Koller, T., Goedhart, M. in Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (6. izd.). JohnWiley&Sons, Inc.
37. Krka, d. d., Novo mesto. (2025). *Letno poročilo 2024*. https://www.krka.si/_assets/Letno-porocilo-2024.pdf
38. Kroll. (2025). *Kroll Recommended Eurozone Equity Risk Premium and Corresponding Risk-Free Rates to be Used in Computing Cost of Capital: December 2019 – Present*.

- Kroll. <https://www.kroll.com/en/reports/cost-of-capital/recommended-eurozone-equity-risk-premium-corresponding-risk-free-rates>
39. Marinšek, D. (2015). *The impact of indebtedness on a firm's performance: evidence from European countries* (doktorska dizertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 40. Mramor, D. (1999). Finančno upravljanje kot faktor kakovosti poslovanja slovenskega podjetja. *Forum odličnosti in mojstrstva*, 11. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
 41. Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
 42. Niu, X. (2008). Theoretical and practical review of capital structure and its determinants. *International Journal of Business and Management*. <https://pdfs.semanticscholar.org/6c52/81aa0a270ad63c2742099926e9de46bfa5d8.pdf>
 43. Paramasivan, C. in Subramanian, T. (2009). *Financial management*. New Age International.
 44. Pike, R. in Neale, B. (2009). *Corporate finance and investment: Decisions and strategies* (6. izd.). Pearson Education.
 45. Pratt, S. P. in Grabowski, R. J. (2010). *Cost of capital: Applications and examples* (4. izd.). JohnWiley&Sons, Inc.
 46. Rajan, R. G. in Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.2307/2329322>
 47. Richter Gedeon PLC. (2025). *Letno poročilo 2024*. <https://www.gedeonrichter.com/-/media/sites/hq/documents/investors/financial-reports/annual-report/en/2024/annual-report-2024-nonofficial.pdf>
 48. Ross, S. A., Westerfield R. W. in Jordan B. D. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance* (11. izd.). McGraw-Hill/Irwin.
 49. S&P Global. (2025 a). *Screener: Companies*. S&P Capital IQ. [Database] Pridobljeno 15. 7. 2025 iz <https://www.capitaliq.spglobal.com/web/client?auth=inherit#office/screener?perspective=266637>
 50. S&P Global. (2025 b). *Krka, d.d., financials*. S&P Capital IQ. [Database].
 51. S&P Global. (2025 c). *Hikma Pharmaceuticals PLC, profile*. S&P Capital IQ. [Database].
 52. S&P Global. (2025 d). *Hikma Pharmaceuticals PLC, financials*. S&P Capital IQ. [Database].
 53. S&P Global. (2025 e). *Richter Gedeon PLC, profile*. S&P Capital IQ. [Database].
 54. S&P Global. (2025 f). *Richter Gedeon PLC, financials*. S&P Capital IQ. [Database].
 55. Samar, I. in Issa, H. 2025. Exploring Corporate Capital Structure and Overleveraging in the Pharmaceutical Industry. *Risks* 13(2), 26. <https://doi.org/10.3390/risks13020026>
 56. Statista Search Department (2025 a). *Global pharmaceutical sales from 2020 to 2024, by region*. Statista. <https://www.statista.com/statistics/272181/world-pharmaceutical-sales-by-region/>

57. Statista Search Department (2025 b). *Projected global pharmaceutical sales for 2028, by region*. <https://www.statista.com/statistics/299694/world-pharmaceutical-sales-by-region-forecast/>
58. Stubelj, I. (2009). Strošek lastniškega kapitala podjetja. *Management, letnik 4, številka 1, str. 21–38*. URN:NBN:SI:DOC-836OYIT4 iz <http://www.dlib.si>
59. Thanh, N. T. H. in Trang, H. L. (2021). Factors affecting the capital structure of pharmaceutical - medical companies listed on Vietnam's stock exchanges. *Advances in Economics, Business and Management Research*. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.211119.013>
60. Tilehnoei, M. H. in Shivaraj, B. (2014). A Brief Review of Capital Structure Theories. *Research Journal of Recent Sciences*, 3(10), 113–118.
61. Titman, S. in Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.2307/2328319>

PRILOGE

Priloga 1: Sintetične bonitetne ocene in pribitek za tveganje neplačila

Obrestno pokritje >	Obrestno pokritje ≤	Bonitetna ocena	Pribitek za tveganje neplačila
-100000	0,199999	D2/D	19,00 %
0,20	0,649999	C2/C	15,50 %
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,10 %
0,80	1,249999	Caa/CCC	7,28 %
1,25	1,499999	B3/B-	4,42 %
1,50	1,749999	B2/B	3,00 %
1,75	1,999999	B1/B+	2,61 %
2,00	2,249999	Ba2/BB	1,83 %
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,55 %
2,50	2,999999	Baa2/BBB	1,20 %
3,00	4,249999	A3/A-	0,95 %
4,25	5,499999	A2/A	0,85 %
5,50	6,499999	A1/A+	0,77 %
6,50	8,499999	Aa2/AA	0,60 %
8,50	100.000	Aaa/AAA	0,45 %

Vir: prirejeno po Damodaran (2025a).

Priloga 2: Optimalna struktura kapitala Krke

D/E (v %)	0,0	11,1	25,0	42,9	66,7	100,0	150,0	233,3	400,0	900,0
D/(D+E) (v %)	0,0	10,0	20,0	30,0	40,0	50,0	60,0	70,0	80,0	90,0
Beta	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,9	2,3	2,9	4,3	8,3
Strošek lastniškega kapitala (v %)	11,9	12,8	13,8	15,1	16,9	19,3	23,0	29,1	41,4	78,2
Dolg (v tisoč EUR)	0	457	914	1.371	1.829	2.286	2.743	3.200	3.657	4.114
EBIT (v tisoč EUR)	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3	425,3
Stroški obresti (v tisoč EUR)	0,0	13,5	27,0	40,5	56,7	74,7	91,9	110,4	357,7	740,6
EBIT- stroški obresti (v tisoč EUR)	425,3	411,8	398,3	384,8	368,6	350,5	333,4	314,9	67,6	- 315,3
ICR	/	31,5	15,8	10,5	7,5	5,7	4,6	3,9	1,2	0,6
Rating	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aa2/ AA	A1/ A+	A2/A	A3/A-	Caa/ CCC	C2/C
Strošek dolga pred davki (v %)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,3	3,4	3,5	9,8	18,0
Davčna stopnja	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	12,6
Strošek dolga po davkih (v %)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	7,6	15,7
WACC (v %)	11,9	11,7	11,5	11,3	11,1	10,9	10,8	10,6	14,4	22,0

Vir: lastno delo.

Priloga 3: Izračun premije za državno tveganje za Krko

Regija	Država	Prihodek (v tisoč EUR)	Delež (v %)	Premija za državno tveganje (v %)
Jugovzhodna Evropa	Slovenija	91.893	6,4	1,60
	Romunija	55.707	3,9	2,93
	Hrvaška	37.778	2,6	1,60
	Srbija	29.316	2,1	4,02
	Bolgarija	22.773	1,6	2,13
	Makedonija	21.794	1,5	4,80
	Bosna in Hercegovina	18.805	1,3	8,67
	Kosovo	7.016	0,5	5,00
	Albanija	2.972	0,2	4,80
	Grčija	2.898	0,2	3,34
	Črna gora	2.570	0,2	6,01
	Rusija	282.355	19,8	4,02
Vzhodna Evropa	Ukrajina	69.285	4,9	16,01
	Uzbekistan	39.562	2,8	4,80
	Belorusija	20.824	1,5	23,58
	Kazahstan	17.416	1,2	2,13
	Mongolija	12.062	0,8	7,34
	Moldavija	10.426	0,7	8,67
	Gruzija	7.608	0,5	4,02
	Azerbajdžan	7.582	0,5	3,34
	Armenija	6.157	0,4	4,80
	Kirgizistan	6.014	0,4	8,67
	Tadžikistan	3.376	0,2	8,67
	Turkmenistan	1.629	0,1	-
	Poljska	160.304	11,2	1,13
Osrednja Evropa	Češka	44.539	3,1	0,80
	Madžarska	41.886	2,9	2,54
	Slovaška	32.085	2,2	1,60
	Litva	25.634	1,8	1,13
	Latvija	14.915	1,0	1,60
	Estonija	9.191	0,6	0,94
	Nemčija	62.435	4,4	-
Zahodna Evropa	Skandinavija	51.414	3,6	0,10
	Portugalska	25.519	1,8	1,60
	Združeno kraljestvo	21.139	1,5	0,80
	Italija	20.623	1,4	2,93
	Španija	20.303	1,4	2,13
	Francija	15.579	1,1	0,80
	Irska	10.986	0,8	0,80
	Nizozemska	10.977	0,8	-
	Belgija	9.342	0,7	0,80
	Avstrija	8.045	0,6	0,53
	Druge evropske države	8.178	0,6	1,12
	Afrika	27.195	1,9	8,31
Čezmorski trgi	Bližnji vzhod	19.013	1,3	2,10
	Kitajska	9.231	0,6	0,94

	Amerika	1.167	0,1	-
	Skupaj	1.427.518	100,0	3,58

Vir: lastno delo.

Priloga 4: Optimalna struktura kapitala družbe Hikma

D/E (v %)	0,0	11,1	25,0	42,9	66,7	100,0	150,0	233,3	400,0	900,0
D/(D+E) (v %)	0,0	10,0	20,0	30,0	40,0	50,0	60,0	70,0	80,0	90,0
Beta	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,8	2,2	2,9	4,2	8,1
Strošek lastniškega kapitala (v %)	10,8	11,5	12,4	13,5	15,0	17,0	20,2	25,4	35,7	66,9
Dolg (v tisoč EUR)	0	692	1.384	2.075	2.767	3.459	4.151	4.843	5.535	6.226
EBIT (v tisoč EUR)	562,1	562,1	562,1	562,1	562,1	562,1	562,1	562,1	562,1	562,1
Stroški obresti (v tisoč EUR)	0,0	20,4	40,8	61,2	90,5	115,9	143,2	167,1	996,2	1.120,7
EBIT- stroški obresti (v tisoč EUR)	562,1	541,7	521,3	500,9	471,7	446,3	418,9	395,1	434,1	-558,6
ICR	/	27,5	13,8	9,2	6,2	4,9	3,9	3,4	0,6	0,5
Rating	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	A1/ A+	A2/A	A3/A-	A3/A-	C2/C	C2/C
Strošek dolga pred davki (v %)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,3	3,4	3,5	3,5	18,0	18,0
Davčna stopnja	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	14,1	12,5
Strošek dolga po davkih (v %)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,5	2,5	2,6	2,6	15,5	15,7
WACC (v %)	10,8	10,6	10,3	10,1	10,0	9,8	9,6	9,4	19,5	20,9

Vir: lastno delo.

Priloga 5: Izračun premije za državno tveganje za družbo Hikma

Regija	Delež prihodkov (v %)	Premija za državno tveganje (v %)
Severna Amerika	61,50	0,00
Evropa	7,30	0,96
Mena	31,20	7,76
Skupaj	100,00	2,49

Vir: lastno delo.

Priloga 6: Optimalna struktura kapitala za družbo Richter Gedeon

D/E (v %)	0,0	11,1	25,0	42,9	66,7	100,0	150,0	233,3	400,0	900,0
D/(D+E) (v %)	0,0	10,0	20,0	30,0	40,0	50,0	60,0	70,0	80,0	90,0
Beta	1,0	1,1	1,3	1,4	1,7	2,0	2,5	3,2	4,8	9,6
Strošek lastniškega kapitala (v %)	9,7	10,5	11,4	12,5	14,1	16,3	19,6	25,1	36,0	68,9
Dolg (v tisoč EUR)	0	489	979	1.468	1.957	2.446	2.936	3.425	3.914	4.404
EBIT (v tisoč EUR)	617,9	617,9	617,9	617,9	617,9	617,9	617,9	617,9	617,9	617,9
Stroški obresti (v tisoč EUR)	0,0	14,4	28,9	43,3	57,7	75,8	96,0	114,7	131,1	151,9
EBIT- stroški obresti (v tisoč EUR)	617,9	603,4	589,0	574,6	560,1	542,0	521,9	503,1	486,7	465,9
ICR	/	42,8	21,4	14,3	10,7	8,1	6,4	5,4	4,7	4,1
Rating	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aaa/ AAA	Aa2/ AA	A1/ A+	A2/A	A2/A	A3/A-
Strošek dolga pred davki (v %)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,5
Davčna stopnja	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Strošek dolga po davkih (v %)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	3,1
WACC (v %)	9,7	9,7	9,6	9,6	9,5	9,6	9,6	9,7	9,6	9,7

Vir: lastno delo.

Priloga 7: Izračun premije za državno tveganje za družbo Richter Gedeon

Država/regija	Delež prihodkov (v %)	Premija za državno Tveganje (v %)
ZDA	40,00	0,00
Rusija	19,04	4,02
Madžarska	10,07	2,54
Poljska	6,98	1,13
Nemčija	6,00	0,00
Španija	4,34	2,13
Kitajska	4,19	0,94
Romunija	3,30	2,93
Italija	3,16	2,93
Velika Britanija	2,91	0,80
Skupaj	100,00	1,44

Vir: lastno delo.

Priloga 8: Rezultati regresijske analize

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,11538978
R Square	0,013314801
Adjusted R Square	0,010417047
Standard Error	0,076011469
Observations	684

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0,053095955	0,026547977	4,59487	0,010418804
Residual	681	3,934643218	0,005777743		
Total	683	3,987739172			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,025	0,012884019	1,931381867	0,054	-0,04%	5,02%	0%	5%
D/(D+E)	0,055	0,024269036	2,271878349	0,023	0,75%	10,28%	1%	10%
Dummy Manjši	0,026	0,013016019	1,991803451	0,047	0,04%	5,15%	0%	5%

Vir: lastno delo.

Priloga 9: Tehtani povprečni stroški kapitala Krke pri različnih strukturah kapitala glede na novo ocenjen strošek dolga

D/(D+E) (v %)	Strošek lastniškega kapitala (v %)	Strošek dolga po davkih (v %)	WACC (v %)
0	11,94	1,94	11,94
10	12,76	2,37	11,72
20	13,78	2,80	11,59
30	15,10	3,23	11,54
40	16,85	3,66	11,58
50	19,31	4,09	11,70
60	22,99	4,52	11,91
70	29,13	4,95	12,20
80	41,41	5,38	12,59
90	78,23	5,81	13,05

Vir: lastno delo.

Priloga 10: Tehtani povprečni stroški kapitala Hikme pri različnih strukturah kapitala glede na novo ocenjen strošek dolga

D/(D+E) (v %)	Strošek lastniškega kapitala (v %)	Strošek dolga po davkih (v %)	WACC (v %)
0	10,81	1,87	10,81
10	11,50	2,28	10,58
20	12,37	2,69	10,43
30	13,48	3,11	10,37
40	14,97	3,52	10,39
50	17,04	3,93	10,49
60	20,16	4,35	10,67
70	25,35	4,76	10,94
80	35,74	5,17	11,29
90	66,91	5,59	11,72

Vir: lastno delo.

Priloga 11: Tehtani povprečni stroški kapitala Richter Gedeon pri različnih strukturah kapitala glede na novo ocenjen strošek dolga

D/(D+E) (v %)	Strošek lastniškega kapitala (v %)	Strošek dolga po davkih (v %)	WACC (v %)
0	9,72	2,26	9,72
10	10,45	2,77	9,68
20	11,37	3,27	9,75
30	12,54	3,77	9,91
40	14,10	4,27	10,17
50	16,30	4,77	10,53
60	19,58	5,27	11,00
70	25,06	5,78	11,56
80	36,01	6,28	12,23
90	68,88	6,78	12,99

Vir: lastno delo.