

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**OCENA NOTRANJE VREDNOSTI PODJETJA NOVARTIS S POMOČJO  
METODE DCF**

**Ljubljana, april 2008**

**PRIMOŽ JAGARINEC**

## **IZJAVA**

Študent Primož Jagarinec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Silve Deželan, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1. UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>2. VREDNOST PODJETJA</b> .....	<b>3</b>
2.1. Opredelitev notranje vrednosti podjetja.....	3
2.2. Cilj poslovanja podjetja .....	4
2.3. Opredelitev in učinkovitost trga kapitala.....	5
2.3.1. Pasivna strategija investiranja .....	6
2.3.2. Aktivna strategija investiranja .....	6
2.4. Kdo so finančni analitiki? .....	7
<b>3. METODE VREDNOTENJA PODJETIJ</b> .....	<b>7</b>
3.1 Dinamični modeli vrednotenja podjetij .....	8
3.1.1. Model diskontiranih denarnih tokov oziroma »metoda DCF« .....	9
3.1.2. Napoved prihodnjih denarnih tokov.....	10
3.1.3. Model CAPM.....	12
3.1.4. Izračun notranje vrednosti podjetja .....	14
<b>4. RELATIVNO VREDNOTENJE PODJETIJ</b> .....	<b>14</b>
4.1. Prednosti in slabosti uporabe modela relativnega vrednotenja.....	15
4.2. Opredelitev različnih kazalcev statičnih metod vrednotenja .....	15
4.2.1. Multiplikator čistega dobička ali P/E kazalec .....	15
4.2.2. Model multiplikatorja knjigovodske vrednosti podjetja ali P/B kazalec.....	16
4.2.3. Model multiplikatorja prodaje ali P/S kazalec .....	16
4.2.4. Donosnost navadnega lastniškega kapitala oz. ROE.....	17
4.2.5. Dobičkonosnost sredstev oz. ROA.....	17
4.2.6. Opredelitev kazalca EV/EBITDA.....	18
<b>5. ZNAČILNOSTI FARMACEVTSKE PANOGE</b> .....	<b>19</b>
5.1. Patentne zaščite.....	20
5.2. Ostale lastnosti farmacevtskih podjetij .....	21
5.3. Faze v razvoju novih zdravil.....	22
5.4. Generična podjetja .....	24
<b>6. OCENA NOTRANJE VREDNOSTI PODJETJA NOVARTIS</b> .....	<b>24</b>
6.1. Predstavitev podjetja Novartis .....	24
6.1.1. Organizacijska sestava podjetja Novartis.....	27
6.1.2. Dogodki v preteklih letih.....	28
6.1.3. Načrti .....	28
6.2. Primerjava podjetja Novartis s konkurenti .....	29
6.2.1. Vrednotenje po kazalcih.....	29
6.2.2. SWOT analiza .....	30
6.2.3. Napovedi tujih analitikov.....	31
6.2.4. Gibanje cene delnice v preteklosti .....	31
6.2.5. Kreditno tveganje.....	32
6.2.6. Tveganje delnice.....	32

6.2.7. Skupna ocena .....	33
6.3. Ocena notranje vrednosti enote lastniškega kapitala s pomočjo metode DCF .....	33
6.3.1. Osnova za napovedovanje prihodnjih denarnih tokov .....	33
6.3.2. Ocena zahtevane stopnje donosa .....	35
6.3.3. Ocenjena vrednost delnice Novartis .....	35
<b>7. SKLEP.....</b>	<b>37</b>

# 1. UVOD

Vlagatelje pri investiranju sredstev na trgu kapitala vodi želja po doseganju kapitalskih dobičkov ob sprejemljivem tveganju. Višje kot je tveganje, višja je njihova zahtevana donosnost in obratno. Sam investicijski proces sestavljajo opredelitev investicijskih ciljev, odločitve o investicijski strategiji, implementacija strategije ter nadziranje uspešnosti izbrane strategije. V procesu sta najpomembnejša analiza vrednostnih papirjev in upravljanje premoženja. V okviru analiziranja vrednostnih papirjev sem podrobno predstavil eno izmed metod ocenjevanja vrednosti podjetij.

V okviru procesa upravljanja premoženja sta znana aktivno in pasivno upravljanje oziroma investiranje. S pasivnim načinom investiranja oblikujemo takšno premoženje, ki sledi donosnosti posameznega trga kapitala. Z aktivnim upravljanjem premoženja pa želimo dosegati nadpovprečne donosnosti. Predpogoj za kaj takšnega je celovita analiza posameznega vrednostnega papirja, njen cilj pa je ugotovitev podcenjenosti oziroma precenjenosti analiziranega vrednostnega papirja. Pri njihovem analiziranju obstaja več modelov vrednotenja podjetij, ki nam pomagajo oceniti vrednost enote lastniškega kapitala. Ocena notranje vrednosti enote lastniškega kapitala podjetja je v pričujočem delu pridobljena z uporabo enega izmed modelov dinamičnih metod vrednotenja, in sicer metode diskontiranih denarnih tokov podjetja. Osnovna filozofija opisanega modela pravi, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Te prevedemo na sedanost z uporabo diskontne stopnje. Diskontno stopnjo predstavlja zahtevana stopnja donosa lastnikov kapitala, pri čemer je ta odvisna predvsem od tveganja. Z napovedovanjem prihodnosti je povezana negotovost. Večjo kredibilnost napovedim prihodnjega poslovanja podjetja finančni analitiki navadno podajajo s podrobno analizo preteklega poslovanja podjetja. Dobro poznavanje značilnosti poslovanja panoge je neizbežno, saj je s tem verodostojnost uporabljenih predpostavk višja. Cilji, ki jih podjetje v okviru svojega poslovanja zasleduje, so v tržnem gospodarstvu neločljivo povezani s povečevanjem vrednosti enote lastniškega kapitala.

Namen diplomskega dela je ocena notranje vrednosti enote lastniškega kapitala podjetja Novartis, z uporabo ene izmed dinamičnih metod vrednotenja podjetij, in sicer metode diskontiranih denarnih tokov podjetja. Za pridobitev ocene notranje vrednosti so potrebne številne predpostavke, ki imajo veliko subjektivnega pridiha. Strokovnjaki zato opozarjajo na smiselnost kombinacije ene metode vrednotenja z drugimi metodami, s tem ocenjene vrednosti pridobijo na verodostojnosti. Tako sem oceno notranje vrednosti podjetja dopolnil tudi z relativnim vrednotenjem. Relativne metode vrednotenja se uvrščajo med statične metode, kjer z uporabo skupnih spremenljivk, kot so dobiček, denarni tok, knjigovodska vrednost ali dohodek, dobimo vrednosti izražene v standardizirani obliki.

Novartis je švicarsko farmacevtsko podjetje, ki je nastalo leta 1996 z združitvijo podjetij Ciba-Geigy in Sandoz. S proizvodnjo tako originalnih kot tudi generičnih zdravil se uvrščajo med deset največjih svetovnih farmacevtskih multinacionalk. V Sloveniji smo jih imeli priložnost poglobljeje spoznati leta 2002, ko je njihova generična divizija Sandoz prevzela slovenski Lek.

Poleg izziva, ki mi ga je predstavljala ocena vrednosti izbrane multinacionalke, me je pri izdelavi diplomskega dela zanimala poglobljena analiza same panoge, katera danes prednjači po svoji tehnološki in inventivni naravnosti. Spreminjajoče se okolje, ki se odraža predvsem v vedno hitrejših gospodarskih, političnih, socialnih ter tehnoloških spremembah, farmacevtskim

podjetjem narekuje nenehno prilagajanje novo nastalim razmeram. Obstala bodo le največja in kapitalsko najmočnejša podjetja. Visoki stroški razvoja zdravil, iztekajoče se patentne zaščite, ekonomije obsega, zdravstvene reforme po svetu, to se le nekateri izmed razlogov, ki so podjetja spodbudili k najrazličnejšim oblikam povezav. Danes ta proces še vedno poteka, pri tem pa novo nastala podjetja s svojim vplivom na gospodarske in finančne tokove značilno vplivajo na razvitost posameznih ekonomij. Vrednotenje farmacevtskih podjetij zahteva podrobno poznavanje same panoge, in se kot tako razlikuje od vrednotenja ostalih panog. Razlike med panogami izhajajo iz značilnosti, ki vladajo v posamezni panogi. Tako je treba pri vrednotenju farmacevtskih podjetij upoštevati število prodajno zelo uspešnih zdravil, pozornost nameniti vzpostavljenim patentnim zaščitam, ozreti se na število zdravil v različnih razvojnih fazah ter s tem oceniti njihove možnosti ustvarjanja denarnih tokov v prihodnje.

Diplomsko delo je vsebinsko razdeljeno na dva dela. V prvem delu, gre za teoretični del, so podrobno predstavljene tako statične kot tudi ena izmed dinamičnih metod vrednotenja vrednosti podjetij, in sicer metoda diskontiranih denarnih tokov. Drugi del je praktično naravnani, saj sem v prvem delu opisane metode uporabil pri izračunu ocene notranje vrednosti izbranega podjetja.

Drugo poglavje pričnem z opredelitvijo pojma vrednosti, kateri sledi predstavitev različnih dejavnikov in konceptov vrednosti. Podrobno predstavim enega izmed konceptov vrednosti, in sicer koncept notranje vrednosti podjetja. Nadaljujem s predstavitvijo možnih ciljev poslovanja podjetij, ti morajo biti usmerjeni predvsem v povečevanje vrednosti in učinkovitosti podjetij. Iz razlik med hipotezami o učinkovitosti trgov kapitala izhajajo različni pristopi k investiranju. Z razlagami omenjenih pojmov končam drugo poglavje.

Sledi poglavje, v katerem opišem dinamične metode vrednotenja podjetij, s tem, da posebno pozornost namenim metodi diskontiranih denarnih tokov. Slednja mi bo namreč v pomoč pri dosegu cilja diplomskega dela, to je ocena notranje vrednosti podjetja Novartis.

Četrto poglavje je namenjeno seznanitvi z relativnimi metodami vrednotenja, v okviru katerih podrobno opišem statične metode vrednotenja. Kazalci, ki jih dobimo s pomočjo statičnih metod vrednotenja, so v praksi pogosto zlorabljeni. Vzroki za to izhajajo iz vsebnosti računovodskih kategorij in napačne izbire primerljivih podjetij, zato sem omenjenima značilnostma namenil še posebno pozornost.

Predzadnje, torej peto poglavje je namenjeno opisu značilnosti ter seznanitvi s posebnostmi farmacevtske panoge. Panoga je predstavljena z vidika širšega družbenega pomena. Poleg samih zakonitosti, ki veljajo znotraj panoge, namenim posebno pozornost patentnim zaščitam ter podrobno opišem potrebne faze v razvoju novega zdravila.

Šesto poglavje pričnem s podrobno predstavitvijo samega podjetja Novartis, v nadaljevanju pa prikažem izračun ocene notranje vrednosti podjetja s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov. Zaradi boljšega vpogleda v obstoječe razmere, ki vladajo med Novartisom in njegovimi konkurenti, pa pred samim izračunom uporabim še statične metode vrednotenja v okviru relativnega vrednotenja podjetij. Spoznanja in ugotovitve, ki sem jih pri tem pridobil, sem nato v nadaljevanju uporabil pri napovedih nekaterih predpostavk, katerih smotrnost je nujno potrebna za vsaj približno objektivno oceno notranje vrednosti. Še posebej pride omenjeno prav pri

napovedih prihodkov od prodaje, saj ti predstavljajo osnovo za pridobitev kredibilne ocene notranje vrednosti. Poglavje zaključim z izsledki izračunov ter njihovo razlago.

V nadaljevanju torej najprej sledi podroben opis pojma vrednosti. Tej splošni opredelitvi pojma vrednosti sledi podrobnejša razlaga notranje vrednosti podjetja, razumevanje le-te je ključnega pomena za samo vsebinsko razumevanje pričujočega diplomskega dela. Zakaj je izračunavanje notranje vrednosti sploh smiselno, razložim v podpoglavju kjer opišem učinkovitost trga kapitala. Iz stopnje učinkovitosti izhaja ena izmed temeljnih dilem vlagateljev s katero se srečujejo pred pričetkom vlaganj, torej odločitev o aktivnem oziroma pasivnem načinu investiranja. Ob koncu poglavja predstavim še poklic finančnega analitika, posebno pozornost pa namenim tudi njegovemu naraščajočemu vplivu na dogajanja na trgu kapitala kot takem.

## **2. VREDNOST PODJETJA**

Vrednost kot pojem predstavlja lastnost nečesa, nekaj, kar se lahko zamenja za drugo blago ali denar. Vrednost je opredeljena kot menjalno razmerje. Pogoja, ki ju mora blago pri tem izpolnjevati sta relativna redkost in uporabna vrednost blaga. Blago brez uporabne vrednosti je tudi brez menjalne vrednosti. Iz tega izhaja, da mora blago nujno posedovati uporabno vrednost, če želi imeti menjalno vrednost (Norčič, 1994, str. 65). Uporabnost blaga je ključna za njegovo vrednost. Iz tega sledi, da je vrednost opredeljena kot sedanja vrednost prihodnjih koristi. Tako je za povečevanje vrednosti podjetja nujno predhodno razumevanje osnov ustvarjanja vrednosti ter posedovanje znanja o ocenjevanju prihodnjih koristi.

Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja, so (Mramor, 2000, str. 76):

- pričakovani denarni tokovi lastnikom kapitala,
- tveganje, da bodo dejanski denarni tokovi odstopali od pričakovanih denarnih tokov,
- časovna razporeditev denarnih tokov.

Skozi zgodovino so se razvili različni koncepti vrednosti, izhajajoč iz različnih vrst subjektov. Koncepte vrednosti bi lahko uvrstili med štiri temeljne vrste vrednosti, in sicer (Škof, 1994, str. 31):

- poštena tržna vrednost,
- notranja vrednost,
- vrednost za vlagatelja,
- poštena vrednost.

Poštena tržna cena posameznega vrednostnega papirja se izoblikuje na trgu kot rezultat ponudbe in povpraševanja mnogoterih subjektov. Zaradi individualnih vzgibov je vrednost posameznega podjetja za različne vlagatelje različna. Odvisna je od njihovih namer, ki jih imajo v povezavi s podjetjem.

### **2.1. Opredelitev notranje vrednosti podjetja**

Notranjo vrednost posameznega vrednostnega papirja predstavlja višina denarnih sredstev, ki jih je vlagatelj pripravljen odšteti za njegovo pridobitev. V praksi naj bi notranja vrednost zanimala predvsem portfeljske vlagatelje, pri čemer njihov motiv predstavlja predvsem razlika med

notranjo in tržno vrednostjo podjetja. Pozitivna razlika, ki jo predstavlja višja notranja vrednost v primerjavi s tržno vrednostjo, pomeni relativno podcenjenost vrednostnega papirja in obratno.

Po mnenju finančnih analitikov bi morala biti osnova odločitve o nakupu vrednostnih papirjev njihova notranja vrednost, in ne tržna informacija (Veselinovič, 1995, str. 259). Notranja vrednost delnice je ocena njene dejanske vrednosti, lahko bi rekli tudi ekonomske vrednosti (Jones, 2000, str. 264). Notranja vrednost podjetja naj bi tako predstavljala njegovo pravo vrednost, ob predpostavki, da se tržna cena postopoma približuje ugotovljeni notranji vrednosti delnice. Do razlik med obema ocenama prihaja zaradi dejavnikov, ki so zaslužni za nepopolno učinkovitost trga kapitala. Višja kot je učinkovitost trga kapitala, hitreje se bo tržna vrednost približevala notranji vrednosti podjetja.

Oceno notranje vrednosti podjetja lahko pridobimo s pomočjo sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov. Posledično je vrednost kateregakoli sredstva funkcija njegovih denarnih tokov, pričakovane rasti denarnih tokov ter tveganj, povezanih z nastankom denarnih tokov (Damodaran, 2003, str. 73). Za oceno notranje vrednosti podjetja so se skozi evolucijo finančne ekonomije razvile številne metode vrednotenja, a nobena absolutno pravilna. Uporaba različnih metod vrednotenja navadno privede do različnih ocen vrednosti. Prav tako privede uporaba različnih predpostavk do različnih ocen notranje vrednosti podjetja. Odstopanja med ocenami izhajajo tudi iz razlik v količini in kakovosti informacij, ki jih pri ocenjevanju notranje vrednosti podjetja uporabijo posamezni finančni analitiki, pri čemer ti zagotovo nimajo najboljših informacij. Dejstvo je, da imajo poslovodstva podjetij bistveno boljši vpogled v njihovo delovanje, kar jim omogoča natančnejšo oceno vrednosti podjetja. Ocenjevanje notranje vrednosti podjetja je dinamičen proces, kjer lahko objava ene same dodatne informacije bistveno spremeni njegovo notranjo vrednost.

## **2.2. Cilj poslovanja podjetja**

Podjetje lahko kot cilj poslovanja navaja različne cilje, kot so: maksimiranje dobička, maksimiranje prodaje, maksimiranje tržnega deleža, preživetje ali doseganje zadovoljive ravni dobičkov (Mramor, 2000, str. 15).

Cilj poslovanja podjetja je neločljivo povezan z oblikovanjem njegove vrednosti. Tako Mramor (2000, str. 37) pravi, da je tržna vrednost lastniških vrednostnih papirjev najvišja takrat, ko poslovodstvo sledi cilju maksimiranja tržne vrednosti podjetja. Z zasledovanjem omenjenega cilja podjetje ustrezno kombinira tako donosnost kot tudi tveganost svojih naložb ter s tem svojim lastnikom omogoča, da maksimirajo koristnost svoje potrošnje. Pri tem mora podjetje v okviru svojega poslovanja sprejemati odločitve v skladu s teorijo vrednosti, za kaj takega pa je nujno poznavanje determinant, ki to vrednost določajo.

Dandanes izoblikovani cilj poslovanja podjetja je maksimiranje njegove tržne vrednosti. To pomeni, da ni vrednost podjetja nič drugega kot sedanja vrednost bodočih dobičkov podjetja, vendar pri tem ni vseeno, kateri dobiček maksimiramo. Maksimiranje dobička v tekočem obdobju na račun nižjega dobička v prihodnjem obdobju ni nujno racionalna odločitev, zato je pomembno, da pod pojmom maksimiranja dobička upoštevamo tako kratkoročno kot dolgoročno perspektivo maksimiranja dobička. Predpostavka o maksimizaciji dobička oziroma vrednosti



podjetja predpostavlja eksplicitno racionalno obnašanje lastnikov podjetja (Borak, 1998, str. 200).

Podlago za poslovno odločanje torej narekuje maksimiranje vrednosti za lastnike podjetja. V nasprotnem bi se vedli preveč kratkovidno. Eden izmed vzrokov za opisani cilj poslovanja je v tem, da bi v nasprotnem podjetje predstavljalo lažjo prevzemno tarčo. Z zasledovanjem omenjenega cilja naj bi v poslovnem svetu obstajal zanemarljiv konflikt med vrednostjo enote lastniškega kapitala ter interesi ostalih interesnih skupin.

### **2.3. Opredelitev in učinkovitost trga kapitala**

Učinkovitost trga kapitala je eno ključnih poglavij finančne literature. Na temo (ne)učinkovitosti trga kapitala je bilo v preteklosti prelitega že veliko črnih s strani številnih ekonomistov. V literaturi se velikokrat enači pojem učinkovitosti trga kapitala z učinkovitostjo trga delnic. Tako je v nadaljevanju v okviru opredelitve trga kapitala mišljen delniški trg.

Trg kapitala je del finančnega sistema, ki ima v tržni ekonomiji naslednje temeljne funkcije (Mramor, 1993, str. 67):

- omogoča in spodbuja oblikovanje čim večjega obsega prihrankov,
- omogoča razpršitev zbranih prihrankov med različne investicije, ob upoštevanju razmerja med potencialno donosnostjo in tveganjem,
- omogoča oblikovanje optimalnejše likvidnosti ekonomskih subjektov.

Učinkovit trg kapitala lahko analiziramo z različnih vidikov. Trg kapitala je lahko alokacijsko, informacijsko in delovno učinkovit. Trg kapitala, ki je učinkovit v vseh treh oblikah, lahko imenujemo popoln trg kapitala (Deželan, 1996, str. 5). Za učinkovit trg kapitala velja, da so v trenutni ceni vrednostnega papirja zajete vse razpoložljive informacije. Z drugimi besedami to pomeni, da je konkurenca med vlagatelji tako močna, da ni nobenih možnosti za doseg nadpovprečnih donosnosti z uporabo javnih informacij. Iz tega izhaja, da so spremembe cen vrednostnih papirjev posledica novih informacij, ki jih ni mogoče izluščiti iz že znanih informacij. Nove informacije so razlog, da so spremembe cen vrednostnih papirjev neodvisne od njihovih prejšnjih sprememb (Mramor, 2000a, str. 307).

Omeniti je treba, da ima nezanemarljiv vpliv na oblikovanje cen delnic tudi psihologija. Številni vlagatelji so tako podlegli borzni euforiji v začetku novega tisočletja, ki je vladala v ZDA, pristanek po poku borznega balona<sup>1</sup> pa je bil vse prej kot mehak.

Izoblikovale so se tri stopnje učinkovitega trga kapitala, ki se med seboj razlikujejo glede na vrsto informacij, ki so vsebovane v tržnih cenah (Fama, 1970, str. 383):

- pri šibki učinkovitosti trga vsebujejo tržne cene delnic vse informacije, ki izhajajo iz preteklega trgovanja z delnicami,
- pri srednje močni učinkovitosti vsebujejo tržne cene delnic vse javno dostopne informacije, v takšnih okoliščinah je tržna cena dober približek prave vrednosti,

---

<sup>1</sup> V času optimizma se lahko tržne cene občutno razlikujejo od njihovih notranjih vrednosti. Vlagatelji namreč ocenjujejo, da bo podjetje v prihodnje poslovalo bistveno bolje kakor v preteklosti. Če se takšno stanje nadaljuje, govorimo o borznem balonu (Ljubljanska borza, 2007).

- pri močni učinkovitosti vsebujejo tržne cene delnic vse relevantne informacije, tako javne kot privatne, vključno z notranjimi informacijami. V takih razmerah je analiza nepotrebna, saj ni mogoče razviti sistema investiranja, s katerim bi konsistentno dosegali donose, višje od povprečja na trgu.

Temeljna vlagateljeva odločitev s katero se sreča pred investiranjem sredstev, je odločitev o pasivni ali aktivni strategiji investiranja. V nadaljevanju bom podrobneje predstavil vlogo vrednotenja na področju investiranja, še posebej to velja za aktivno strategijo investiranja.

### 2.3.1. Pasivna strategija investiranja

Pasivne strategije investiranja so primerne za investitorje, ki verjamejo v učinkovit trg kapitala. Podobno velja tudi za investitorje, ki menijo, da trg resda ni učinkovit, vendar tega ni mogoče izkoristiti (Lofthouse, 2001, str. 96).

Cilj pasivnega investiranja je oblikovanje finančnega premoženja, ki dosega enako donosnost kot izbrani indeks<sup>2</sup> oziroma trg kapitala kot celota. S pasivnim investiranjem se investitorji izognejo stroškom analiz vrednostnih papirjev, s tovrstnim načinom investiranja pa si tudi močno znižajo transakcijske stroške, saj je treba sestavo premoženja zgolj občasno spreminjati in prilagajati sestavi trga (Mramor, 2000a, str. 31). Takšnemu načinu investiranja pravimo tudi indeksiranje, pri čemer se na ta način izognemo nekaterim rizikom, ki so lastni aktivnemu upravljanju premoženja, kot je npr. riziko slabega nabora vrednostnih papirjev.

### 2.3.2. Aktivna strategija investiranja

Za najrazvitejše delniške trge po svetu velja, da so srednje učinkoviti. To pomeni, da se notranje vrednosti posameznih vrednostnih papirjev razlikujejo od njihovih tržnih vrednosti. Investitorji, ki se poslužujejo aktivnega investiranja torej verjamejo, da je pri tovrstni strategiji investiranja možno dosežati nadpovprečne donosnosti.

Pri aktivnem investiranju ne gre brez razumevanja osnov vrednotenja. Pri različnih načinih vrednotenj gre za iskanje podcenjenih oziroma precenjenih vrednostnih papirjev, investitorji pa se pri tem poslužujejo različnih modelov vrednotenj podjetij. Že pred pričetkom ocenjevanja vrednosti podjetja je treba opredeliti katero vrednost želimo analizirati, sam sem se osredotočil na pridobitev ocene notranje vrednosti podjetja. V nadaljevanju diplomskega dela bom tako podrobno predstavil metodo diskontiranega denarnega toka lastnikom kapitala ter z njeno pomočjo ocenil notranjo vrednost proučevanega podjetja.

Vendar pa se vrednotenje podjetij poleg odkrivanja nakupnih oziroma prodajnih priložnosti, uporablja še pri združevanju podjetij, določanju partnerskih deležev, izdaji delnic, odkupih podjetij s strani poslovodstev, likvidacijah podjetij, dokapitalizacijah itd. (Škof, 1994, str. 34).

---

<sup>2</sup> Indeks meri donosnost celotnega izbranega organiziranega kapitalskega trga. Njegov poglobitni namen je zagotavljati zbirne in jedrate informacije o gibanju cen največjih in najprometnejših delnic na borznem in prostem trgu (Ljubljanska borza, 2007).

## 2.4. Kdo so finančni analitiki?

Delo finančnih analitikov je neločljivo povezano z dogodki na trgu kapitala, kjer poteka organizirano trgovanje z različnimi vrstami vrednostnih papirjev. Med njihove poglavitne naloge tako prištevamo vseobsegajoč nadzor nad dogodki na trgu kapitala, neprekinjeno spremljanje informacij povezanih s posameznimi podjetji, nadzor nad gibanjem tečajev vrednostnih papirjev ter pripravo podrobnejših finančnih analiz. Pri svojem delu se dnevno opirajo na internet, medije množičnega obveščanja, strokovne publikacije, dnevno časopisje ter dandanes že nepogrešljive informacijske baze, katerih najbolj znani predstavnik je finančni portal Bloomberg<sup>3</sup>. S pomočjo opisanih orodij skušajo ugotoviti smer gibanja cen vrednostnih papirjev v prihodnje. Pri tem ne zadostujejo zgolj podatki o finančni kondiciji posameznega podjetja, temveč morajo biti finančni analitiki seznanjeni tudi z značilnostmi panog, z makroekonomsko sliko posamezne regije ali države, z domačimi in tujimi političnimi, družbenimi ter predvsem gospodarskimi razmerami.

Bloomberg je v letu 2006 opravil raziskavo, katere namen je bil empirično preveriti točnost priporočil posameznih finančnih analitikov iz 350 investicijskih hiš po svetu. Z omenjeno raziskavo so želeli predvsem preveriti njihovo sposobnost napovedovanja smeri gibanja cen vrednostnih papirjev. Tako so raziskovalci primerjali njihove objavljene napovedi za obdobje zadnjih dveh let, z dejanskim gibanjem cen 200 največjih podjetij na svetu, merjeno po tržni kapitalizaciji. Najbolj so se izkazali analitiki, zaposleni v investicijski hiši Merrill Lynch z 68 pravnimi napovedmi, kar pomeni 34 % uspešnost (Teitelbaum, 2006, str. 46).

Vpliv finančnih analitikov na oblikovanje tržnih cen podjetij se v zadnjem času nenehno povečuje. Dejstvo je, da je za celovito finančno analizo posameznega podjetja potreben tako čas kot tudi strokovno znanje. Zato je marsikdaj omenjene analize investitorjem preprosto lažje kupiti, nekatere izmed njih so na voljo celo brezplačno. S tem pa lahko finančni analitiki s svojimi napovedmi (ne)namerno vplivajo na pričakovanja investitorjev glede prihodnje tržne cene podjetja. Ker so finančni analitiki tudi samo in zgolj ljudje, napovedovanje prihodnjih denarnih tokov podjetja pa je izjemno negotovo delo, je potrebno pri prebiranju njihovih analiz ohraniti kritično distanco. Tako morajo potencialni investitorji še posebno pozornost nameniti dandanes že obveznim razkritjem ob koncu finančnih analiz, kjer morajo analitiki razkriti svoje razmerje z analiziranim podjetjem na dan objave analize. Finančni analitiki namreč pri opravljanju svojega dela pogosto trčijo ob konflikt interesov. Do takšnih situacij lahko prihaja v primeru analitikove zaposlitve v institucijah, ki izdajajo posamezne vrednostne papirje, lahko so podjetja, ki jih zaposlujejo, med lastniki analiziranega podjetja ter nenazadnje, tudi sam analitik je lahko med lastniki analiziranega podjetja.

## 3. METODE VREDNOTENJA PODJETIJ

*»Če lahko merite to, o čemer govorite, in to izrazite v številkah, potem veste nekaj o tem. Če pa tega niste zmožni meriti, če tega ne morete izraziti v številkah, je vaše znanje ohlapno in nezadostno« (William Thompson, 1824-1907).*

---

<sup>3</sup> Finančni portal, ki omogoča edinstveno kombinacijo tekočih in preteklih finančnih podatkov, novic, analiz ter gibanja cen o podjetjih profesionalnim investitorjem na enem mestu.

Izbira metode vrednotenja je odvisna predvsem od tega, kateri interesni skupini je vrednotenje namenjeno. Pri vseh metodah vrednotenja je treba paziti na omejitve, s katerimi se srečujejo finančni analitiki pri ocenjevanju vrednosti podjetij, tu mislim predvsem na relativno omejenost podatkov. Stanje se v zadnjem obdobju opazno izboljšuje, kar lahko pripišem razvoju informacijske tehnologije, razmahu interneta ter višji poslovni kulturi podjetij. V okviru slednje podjetja zagotavljajo pravočasne in točne informacije, ki se nanašajo na samo poslovanje in delovanje podjetij.

Obstajajo štirje temeljni modeli vrednotenja podjetij, ki temeljijo na podlagi (Tajnikar, 2000, str. 230):

- premoženja,
- primerljive tržne vrednosti,
- kapitalizacije dobičkov,
- sedanje vrednosti prostih denarnih tokov.

Damodaran (2001, str. 8) ugotavlja, da ima vrednotenje več področij uporabnosti. Govorimo lahko o različnih vlogah, ki jih ima vrednotenje na področju investiranja, prevzemov, združitvev ter podjetniških financ. V nadaljevanju je tako podrobneje predstavljena vloga vrednotenja na področju investiranja, še posebej pri aktivni strategiji investiranja.

V okviru aktivnega investiranja lahko sredstva vrednotimo na tri načine (Damodaran, 2003, str. 72):

- ocenimo notranjo vrednost (*ang. Intrinsic Value*) podjetja s tem, da ocenimo njegovo sposobnost ustvarjanja denarnih tokov v prihodnosti,
- opravimo relativno vrednotenje sredstev v primerjavi s tržnim vrednotenjem enakih oziroma podobnih sredstev,
- opcijsko vrednotimo tiste naložbe, ki imajo značilnosti opcij.

Med različnimi pristopi k vrednotenju me je podrobneje zanimal na donosu zasnovan način, ki vsebuje osnovno finančno pravilo. Slednje pravi, da je vrednost premoženja tolikšna, kot znaša sedanja vrednost prihodnjih denarnih enot.

Ker obstaja veliko metod vrednotenja podjetij, vsaka s svojimi prednostmi in slabostmi, je v praksi pogosta uporaba več metod hkrati. Tako celovita analiza ocene notranje vrednosti podjetja vključuje poleg finančne analize še analizo konkurenčne strukture panoge in kvalitativno analizo prednosti in slabosti podjetja v primerjavi s konkurenco. Analiza na ta način zagotavlja objektivnejšo oceno notranje vrednosti podjetja. Ker pa so napovedi prihodnjih dogodkov izredno negotove, sem posebno pozornost namenil predpostavkam, slednje namreč predstavljajo osnovo za izračun prihodnjih denarnih tokov.

### **3.1 Dinamični modeli vrednotenja podjetij**

Pri razvoju sodobnih finančnih modelov vrednotenja podjetij, pomeni prelomnico odkritje pravila neto sedanje vrednosti (*ang. Net Present Value*, v nadaljevanju NPV), katere definicijo je začrtal oče finančne ekonomije Irving Fisher. V matematični enačbi je združil prihodnje koristi in stroške, jih reduciral na denarne tokove, te pa nato diskontiral na sedanost. V sedanost preračunani prihodnji denarni stroški in koristi naj bi predstavljali po Fisherju najboljše sodilo za

sprejemanje poslovnih odločitev. Postavil je odločitveno pravilo, ki temelji na neto sedanji vrednosti. Iz omenjenega pravila izhaja, da je vrednost podjetja odvisna od prihodnjih denarnih tokov.

Bistvena razlika med statičnimi in sodobnimi, z drugimi besedami dinamičnimi finančnimi koncepti, je v tem, da sodobni finančni koncepti temeljijo na jasno opredeljenem cilju poslovanja podjetja, torej maksimiranju vrednosti podjetja oziroma maksimiranju vrednosti za lastnike. Takšna opredelitev cilja poslovanja je skupaj s konceptom NPV omogočila izdelavo modelov vpliva poslovnih odločitev na vrednost podjetja. Sodobna finančna analiza tako na neposreden in analitično obvladljiv način omogoča odgovor na vprašanje glede ključnih dejavnikov in kako ti vplivajo na premoženje finančnih investorjev (Mramor, 2000, str. 36).

Razlikujemo med dvema osnovnima modeloma vrednotenja podjetij, in sicer:

- model diskontiranih denarnih tokov (*ang. Discounted Cash Flow*, v nadaljevanju DCF),
- model diskontiranih dividend (*ang. Dividend Discount Model*, v nadaljevanju DDM).

Obstajajo tudi različne izpeljanke osnovnih dveh modelov vrednotenja podjetja. Pri uporabi diskontiranih denarnih tokov imamo na voljo dve možnosti. Glede na izbrano metodo vrednotenja je treba prilagoditi tako izračun diskontne stopnje, kot tudi izračun denarnega toka. Kadar računamo sedanjo vrednost podjetja na podlagi prostega denarnega toka (*ang. Free Cash Flow*, v nadaljevanju FCF), je potrebno diskontno stopnjo ustrezno prilagoditi. Prosti denarni tok je namreč denarni tok, ki pripada vsem lastnikom kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega. V ta namen je treba izračunati ustrezno diskontno stopnjo kot tehtano povprečje stroškov kapitala (*ang. Weighted Average Cost of Capital*, v nadaljevanju WACC<sup>4</sup>) (Copeland et al., 2000, str. 201). Pri drugi možnosti, izračunu sedanje vrednosti podjetja s pomočjo neto denarnega toka (*ang. Net Cash Flow*), tovrstna prilagoditev ni potrebna. Neto denarni tok pripada namreč le lastnikom lastniškega kapitala. Tega je treba diskontirati samo z zahtevano stopnjo donosa. Na ta način se relevantni denarni tokovi med metodama, kot tudi diskontne stopnje, razlikujejo.

V okviru modela diskontiranih dividend velja, da je v praksi skorajda nemogoče z zadovoljivo natančnostjo napovedati višino dividend za daljše časovno obdobje, zato so se razvile nekatere različice osnovnega modela, ki temeljijo na različnih predpostavkah glede dividendnega toka v prihodnosti. Tako poznamo model konstantne rasti dividend, model nespremenljivih dividend ter model spremenljivih stopenj rasti dividend. Njihova razlaga presega namen diplomskega dela, v nadaljevanju tako sledi le obširnejša razlaga modela diskontiranih denarnih tokov.

### 3.1.1. Model diskontiranih denarnih tokov oziroma »metoda DCF«

Osnovo za razumevanje modelov vrednotenja vrednostnih papirjev predstavlja razumevanje koncepta vrednosti denarja v času. Sedanja vrednost vrednostnega papirja je namreč enaka vsoti vseh prihodnjih denarnih tokov, ki jih lastniki lahko pričakujejo, diskontiranih na sedanost (Sekavčnik, 1998, str. 4).

Model diskontiranih denarnih tokov prištevamo med modele sedanje vrednosti. Osnovna predpostavka modelov je, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti pričakovanih prihodnjih

<sup>4</sup>  $WACC = W_e * K_e + W_d * K_d(1-t)$ .  $W_e$  predstavlja delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu,  $W_d$  pa delež dolžniškega kapitala,  $K_e$  je strošek kapitala,  $K_d$  je strošek dolga,  $t$  je davčna stopnja.

denarnih tokov. Z modeli sedanje vrednosti poskušamo oceniti notranjo vrednost delnice  $V_0$  na podlagi ocenjenih denarnih tokov  $CF_t$  in zahtevane stopnje donosa ( $r$ ).

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3.1.)$$

Modeli sedanje vrednosti se med seboj razlikujejo glede na opredelitev denarnih tokov, pri čemer sem se sam osredotočil na neto denarni tok. Neto denarni tok predstavlja denar, ki ga lahko dobijo lastniki podjetja šele zatem, ko podjetje poplača svoje finančne obveznosti ter pokrije kapitalske izdatke in potrebe po obratnih sredstvih (Reilly, 2006, str. 388). FCF pa predstavlja denarni tok, ki ga ustvari celotno podjetje po plačilu davkov in vseh naložb. Predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja, ter pripada vsem lastnikom kapitala, tako lastnikom lastniškega kapitala kot lastnikom dolžniškega kapitala (Copeland et al., 2000, str. 209).

Pri diskontiranju neto denarnega toka lastnikom kapitala dobimo diskontno stopnjo s pomočjo ocene zahtevane stopnje donosa (*ang. Capital Asset Price Model*, v nadaljevanju CAPM). Različna diskontna stopnja predstavlja poglavitno razliko med obema modeloma ocenjevanja notranje vrednosti podjetja s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov.

Obstajajo vsaj trije razlogi za uporabo modela DCF pred statičnimi metodami (Copeland et al., 2000, str. 133):

- z njegovo pomočjo lažje ugotovimo, kdaj se bo moralo podjetje dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice,
- model vrednoti posamezne komponente podjetja, ki prispevajo k vrednosti, in ne le kapitala,
- ocenjujemo lahko tako podjetje kot celoto kot posamezne poslovne enote.

Med metodama obstajajo seveda tudi razlike, te se pričnejo že pri opredelitvi cilja, ki ga zasleduje posamezna metoda. Tako je cilj metode prostih denarnih tokov oceniti vrednost podjetja na podlagi njegovih prihodnjih denarnih tokov. Z uporabo statičnih metod v okviru relativnega vrednotenja pa iščemo vrednost naložbe na podlagi trenutne cene primerljive naložbe na trgu. Druga razlika izhaja iz različnega pogleda na učinkovitost trgov kapitala. Pri metodi relativnega vrednotenja se predpostavlja, da trgi napačno vrednotijo posamezne delnice, v povprečju pa so ocene pravilne, medtem ko pri metodi DCF lahko predpostavljamo, da trgi napačno vrednotijo celo panogo, lahko tudi celoten trg, pri čemer so napake sčasoma odpravljene.

Vendar pa finančni analitiki prav zaradi obstoječih razlik med metodama, pogosto v okviru celovite finančne analize uporabljajo obe. Metoda DCF pomaga do ocene notranje vrednosti podjetja, z uporabo metode relativnega vrednotenja pa prepoznamo razlike med analiziranim podjetjem in temu primerljivimi podjetji. Tudi sam bom v nadaljevanju predstavil obe metodi, vendar pa bo zaradi namena diplomskega dela večja pozornost namenjena metodi DCF.

### 3.1.2. Napoved prihodnjih denarnih tokov

Izkaz gibanja denarnih tokov je eno izmed nepogrešljivih poročil, ki jih podjetje objavlja v svojih letnih poročilih. Denarni tokovi lahko izvirajo iz različnih aktivnosti:

- denarni tok iz poslovanja,

- denarni tok iz investicijske dejavnosti,
- denarni tok iz finančne dejavnosti.

Obema metodama je lastna značilnost predpostavke trajnega obstoja podjetja. Posledično to pomeni napovedovanje prostih denarnih tokov daleč v prihodnost. Zaradi poenostavitve se v praksi prihodnost razdeli na dve obdobji, in sicer na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov ter na obdobje, ki sledi koncu eksplicitnega obdobja v neskončnost. Tako je vrednost podjetja sestavljena kot vrednost denarnih tokov iz obeh obdobji.

Vrednost podjetja = sedanja vrednost denarnih tokov v eksplicitnem obdobju +  
 sedanja vrednost denarnih tokov po eksplicitnem obdobju

### Izračun prostih denarnih tokov podjetja v eksplicitnem obdobju

Prvi korak pri napovedovanju prihodnjih denarnih tokov predstavlja opredelitev dolžine obdobja, ki ga bomo uporabili za napoved eksplicitnega obdobja. Eksplicitno obdobje napovedovanja navadno obsega prihodnjih pet ali deset let, za to obdobje opravimo podrobnejše finančne projekcije prihodnjega poslovanja podjetja.

Celoten izračun prostih denarnih tokov se prične z napovedmi prihodnjega povpraševanja po izdelkih in storitvah podjetja. Za kaj takega je nepogrešljivo dobro poznavanje tako načina poslovanja podjetja, kot zakonitosti in značilnosti, ki veljajo v panogi. V naslednjem koraku prevedemo poprej opredeljena pričakovanja v zvezi s prihodnjim poslovanjem podjetja v finančne izkaze podjetja. Za izračun prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju je namreč nujna ocena dobička iz poslovanja (*ang. Earnings Before Interest and Taxes*, v nadaljevanju EBIT). Postopek kako pridemo od ocene EBIT do ocene prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju je podrobneje prikazan v nadaljevanju. Pri tovrstnih napovedih se najpogosteje uporablja t.i. napoved na podlagi prodaje ali povpraševanja (*ang. Demand Driven Forecast*). To pomeni, da se napovedovanje prične z napovedjo prihodkov od prodaje, vse ostale postavke pa so izpeljane iz te postavke. S predzadnjim korakom ovrednotimo prihodnje proste denarne tokove, obenem pa ponovno preverimo možnosti uresničitve napovedi. V primeru ugotovitve posameznih nedoslednosti postopek ponovimo. Na koncu opravimo še t.i. analizo občutljivosti (*ang. Scenario Analysis*). Pri omenjeni analizi s pomočjo matrike, znotraj katere s spreminjanjem vrednosti obeh ključnih spremenljivk za pridobitev ocene notranje vrednosti, torej diskontne stopnje in pričakovane rasti podjetja, prikažemo različne vrednosti ocen notranje vrednosti podjetja, do katerih bi prišlo v primeru uresničitve različnih prihodnjih scenarijev (Brigham et al., 1999, str. 345).

Kot že omenjeno, sam izračun prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju se prične z izračunom EBIT, ta se nato zniža za prilagojeni davek in poveča za odložene davke. V EBIT je vključena večina prihodkov in stroškov iz poslovanja, ne vključuje pa prihodkov in stroškov financiranja ter izrednih prihodkov in odhodkov. Edini nedenarni strošek, ki ga vključuje EBIT, je amortizacija. Prilagojeni davek na dobiček je davek, ki bi moral biti plačan, če bi bil EBIT osnova za plačilo tega davka. Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih (*ang. Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*, v nadaljevanju NOPLAT). NOPLAT je na denarno osnovo prilagojeni čisti dobiček iz poslovanja.

Čisti denarni tok kapitalu je tako enak razliki med NOPLAT in vsemi naložbami podjetja v osnovna sredstva in obratni kapital.

**Tabela 1: Izračun prostega denarnega toka podjetja**

= Dobiček iz poslovanja (EBIT)
- Davek na dobiček iz poslovanja
+ Sprememba v odloženih davkih
= Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPLAT)
+ Amortizacija
= Denarni tok iz poslovanja
- Sprememba gibljivih sredstev
- Investicije v osnovna sredstva
= Prosti denarni tok (FCF)

Vir: Copeland et al., 2000, str. 135

### Izračun prostih denarnih tokov podjetja po eksplicitnem obdobju

Obdobje, ki sledi eksplicitni dolžini napovedovanja, je že tako oddaljeno v prihodnost, da bi bilo podrobnejše napovedovanje nesmiselno. Rešitev za oceno vrednosti tega obdobja predstavlja izračun končne vrednosti podjetja (*ang. Terminal Value*, v nadaljevanju TV), ki zajema vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov po eksplicitnem obdobju.

Za izračun končne vrednosti je sicer treba sprejeti določene predpostavke, s čimer se izognemo potrebi po natančnejšem definiranju denarnih tokov po eksplicitnem obdobju. Pri tem se je treba zavedati dejstva, da predstavlja ocena sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju znaten del celotne vrednosti podjetja (Copeland et al., 2000, str. 207).

$$\text{Končna vrednost} = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g} \quad (3.2.)$$

Med predpostavkami, ki so potrebne za izračun končne vrednosti, ima vodilno vlogo pričakovana stopnja rasti podjetja ( $g$ ). Pričakovana stopnja rasti podjetja mora biti kar najbolj objektivno določena, saj je končna ocena vrednosti najbolj občutljiva ravno na njene spremembe. Najprimerneje je upoštevati pričakovano dolgoročno stopnjo rasti potrošnje izdelkov oziroma storitev podjetja (Copeland et al., 2000, str. 224).

### 3.1.3. Model CAPM

Ključni dodatni element, ki se pojavi v zvezi z vrednotenjem v razmerah negotovosti, je tveganje. Tveganje je opredeljeno kot možnost razvoja različnih dogodkov, ki lahko nastopijo v določenem času in v določeni situaciji (Risk Management and Insurance, 1981, str. 4). Tveganje pomeni, da bodo denarni zneski različni od tistih, ki jih investitorji pričakujejo, kar v praksi pomeni, da ima tveganje svojo ceno in obseg. Pri naložbah v vrednostne papirje se to kaže v zahtevi po višji stopnji donosa naložbe oziroma v višjem diskontnem faktorju pri višjem tveganju (Mramor, 2000a, str. 50). Ko se vlagatelji odločajo med dvema naložbama, se tako odločijo za naložbo, ki ima pri enakem pričakovanem donosu nižje tveganje oziroma pri enakem tveganju višji pričakovani donos (Berk et al., 2002, str. 55).



Zahtevana stopnja donosa nam pove, za koliko mora biti koristnost, ki jo realiziramo v prihodnosti, relativno višja od koristnosti, ki bi jo realizirali danes, pri čemer bi bili koristnosti enakovredni. CAPM analizira razmerje med tveganjem in pričakovano donosnostjo. Tako predstavlja CAPM model za določanje zahtevane stopnje donosa posamezne naložbe. CAPM je ex-ante model, kar pomeni, da vse spremenljivke predstavljajo pričakovane vrednosti. Zlasti beta ( $\beta$ ) naj bi predstavljala pričakovano nestanovitnost donosnosti izbrane delnice nasproti tržni donosnosti pri prihodnjem razvoju dogodkov. Klub temu se beta običajno izračunava na osnovi podatkov v določenem preteklem razdobju ob predpostavki, da bo relativna nestanovitnost donosnosti delnice v prihodnosti enaka, kot je bila v preteklosti (Veselinovič, 1995, str. 246).

Enačba CAPM je običajno zapisana kot:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) * \beta_i \quad (3.3.)$$

$r_i$  – zahtevana stopnja donosa naložbe  $i$   
 $r_f$  – stopnja donosa za netvegano naložbo  
 $r_m$  – pričakovana stopnja donosa tržnega premoženja  
 $(r_m - r_f)$  – premija za tržno tveganje  
 $\beta_i$  – mera sistematičnega tveganja

Zgoraj predstavljena enačba vsebinsko pove (Mramor, 2000a, str. 264), da je ob ravnotežju na trgu kapitala zahtevana stopnja donosa posameznega vrednostnega papirja enaka donosnosti netvegane vrednostnega papirja ( $r_f$ ), povečana za premijo za tveganje, ki je odvisna od dveh spremenljivk, in sicer od:

- absolutne »cene« tveganja ( $r_m - r_f$ ), ki je enaka razliki med pričakovano donosnostjo racionalne kombinacije deležev tveganih vrednostnih papirjev in donosnostjo netveganih vrednostnih papirjev,
- relativnega obsega sistematičnega tveganja ( $\beta$ ) posameznega vrednostnega papirja. Sistematično tveganje je tveganje, ki ga z diverzifikacijo ni možno izničiti. To je tveganje, ki ga posamezni vrednostni papir relativno prispeva k tveganju celotnega premoženja.

CAPM model temelji na predpostavkah (Brigham et al., 1999, str. 204):

- vsi investitorji imajo enak časovni horizont, ki znaša eno enoto,
- vsi investitorji si lahko izposojajo in posojajo po dani obrestni meri za netvegano naložbo,
- pričakovanja investitorjev so homogena,
- transakcijskih stroškov ni,
- nakup ali prodaja ne vplivata na ceno,
- količina vseh sredstev je dana in nespremenljiva.

Predpostavke so na prvi pogled precej različne od stvarnosti, zato je dvom o ustreznosti tega modela povsem upravičen. Navkljub kritikam modela ta ostaja eden izmed temeljnih modelov ocenjevanja tveganja (Mramor, 2000a, str. 264).

### 3.1.4. Izračun notranje vrednosti podjetja

Po predhodni opredelitvi prihodnjega povpraševanja po izdelkih in storitvah podjetja, prenosu njihovih ocen v finančne izkaze podjetja, sledi še sklepna faza. V tej izračunamo notranjo vrednost podjetja. Z diskontiranjem prihodnjih denarnih tokov najprej izračunamo sedanjo vrednost denarnih tokov v eksplicitnem obdobju, zatem izračunamo njihovo diskontirano vrednost po eksplicitnem obdobju. Na ta način izračunani sedanji vrednosti, nato medsebojno seštejemo. Od dobljenega zneska odštejemo vrednost dolga, pri čemer upoštevamo vrednost obstoječega dolga. Tako dobimo oceno notranje vrednosti podjetja. Za pridobitev ocene notranje vrednosti podjetja na delnico je potrebno ocenjeno notranjo vrednost podjetja deliti s številom navadnih delnic (Copeland et al., 2000, str. 136).

## 4. RELATIVNO VREDNOTENJE PODJETIJ

V praksi se finančni analitiki vse pogosteje poslužujejo statičnih metod vrednotenja delnic. Kot izhaja že iz njihovega imena, uporaba statičnih metod vrednotenja v večini primerov pomeni relativno primerjavo več podjetij med seboj, saj ima izračun določenega kazalca, brez možnosti njegove primerjave s kazalcem primerljivega podjetja, mnogokrat nižjo uporabno vrednost. Ključen pri tem je nabor podjetij, ki jih želimo medsebojno primerjati. Glavno značilnost modelov relativnega vrednotenja tako predstavlja vrednost naložbe, ki je izpeljana iz cenitve primerljivega podjetja. Z uporabo skupne spremenljivke dosežemo, da je vrednost izražena v standardizirani obliki. Skupne spremenljivke navadno predstavljajo dobiček, knjigovodska vrednost ali dohodek.

Primerjana oziroma primerljiva podjetja naj bi:

- kotirala na organiziranih trgih kapitala,
- imela podobne značilnosti glede proizvodov in storitev,
- bila približno enake velikosti,
- bila pod podobnim vplivom ekonomskih, tehnoloških in drugih dejavnikov.

Kazalnike lahko razdelimo v tri skupine (Damodaran, 2001, str. 262):

- kazalniki, izračunani na podlagi dobičkov,
- kazalniki, izračunani na podlagi knjigovodskih vrednosti,
- kazalniki, izračunani na podlagi prihodkov.

Vendar kljub drugačnemu vtisu, tudi v strokovni javnosti, uporaba statičnih metod v obliki relativnega vrednotenja le ni tako zelo preprosta. V ta namen Damodaran (2001, str. 256) navaja štiri osnovne korake pri uporabi kazalnikov relativnih vrednosti:

- kazalnik mora biti dosledno opredeljen in merjen na popolnoma enak način pri vseh podjetjih, ki jih primerjamo med seboj,
- treba se je zavedati porazdelitve vrednosti kazalnika tako za panogo, ki jo analiziramo, kot tudi za celoten trg,
- treba je vedeti, kako določene spremenljivke vplivajo na kazalnik in kako njihove spremembe vplivajo na spremembo kazalnika,
- poiskati moramo primerna podjetja, ki jih uporabimo za primerjavo.

#### 4.1. Prednosti in slabosti uporabe modela relativnega vrednotenja

Uporabnost modela je izredno široka, razlogi izhajajo iz dejstva, da je pri vrednotenju s kazalci potrebnih mnogo manj predpostavk in subjektivnih ocen kot pri vrednotenju s pomočjo dinamičnih modelov. Relativno vrednotenje prav tako bolje odraža trenutno stanje trga, saj z njim ocenjujemo relativno vrednost in ne notranje vrednosti naložbe. Posledično pomeni, da bomo z uporabo teh kazalcev na relativno precenjenih trgih dobili višjo oceno vrednosti podjetja kot z metodo DCF, ker so rezultati te metode bližji tržnim vrednostim. Relativno vrednotenje je tudi hitrejše, uporabnost kazalcev pa je lažje razumljiva (Damodaran, 2007, str. 1).

Nekatere izmed slabosti so že bile omenjene, kot je primer slabega nabora za analizo primerjanih podjetij, kar se lahko pokaže v nedoslednih ocenah vrednosti. S kazalci relativnega vrednotenja ne upoštevamo nekaterih izmed ključnih parametrov kot so tveganje, rast ali denarni tok. (Damodaran, 2007, str. 2).

#### 4.2. Opredelitev različnih kazalcev statičnih metod vrednotenja

Med statičnimi metodami so predstavljeni multiplikator čistega dobička, kazalec tržne vrednosti podjetja v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo delnice, kazalec tržne vrednosti podjetja v primerjavi s prodajo na delnico, oba kazalca dobičkonosnosti, tako kapitala kot sredstev, ter kazalec, ki opredeljuje razmerje med ekonomsko vrednostjo podjetja in dobičkom podjetja pred plačilom davkov, obresti in obračunom amortizacije. V praksi so opisani kazalci v posameznih primerih tudi zlorabljeni. Vzroki zato izhajajo iz vsebnosti računovodskih kategorij in napačni izbiri primerljivih podjetij, zato sem omenjenima značilnostma namenil še posebno pozornost.

##### 4.2.1. Multiplikator čistega dobička ali P/E kazalec

Multiplikator čistega dobička pove (*ang. Price To Earnings Ratio*, v nadaljevanju P/E) kolikokrat je tržna cena delnice višja od doseženega čistega dobička na delnico (Mramor, 1994, str. 70). Z drugimi besedami, kazalec P/E pove koliko denarnih enot so vlagatelji pripravljeni plačati za enoto čistega dobička, ki ga je v preteklem obračunskem obdobju podjetje ustvarilo na delnico. Podjetja, pri katerih se pričakuje hitrejša rast v prihodnje, lahko dosegajo relativno višje vrednosti omenjenega kazalca.

$$P/E = \frac{\text{tržna vrednost}}{\text{dobiček na delnico}} \quad (4.1.)$$

$$\text{Dobiček na delnico} = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{število navadnih delnic}} \quad (4.2.)$$

Damodaran (1994, str. 197) vidi vzroke za njegovo široko uporabnost v njegovi enostavnosti izračuna ter razpoložljivosti podatkov za večino delnic. V primerjavi z metodo DCF pri izračunu multiplikatorja čistega dobička ni treba ocenjevati tveganja in stopnje rasti.

Kazalec lahko uporabimo na različne načine:

- za izračun multiplikatorja vzamemo pretekle vrednosti. Notranja vrednost delnice se nato izračuna kot zmnožek med izračunanim multiplikatorjem in pričakovanim čistim dobičkom na delnico,
- lahko vzamemo vrednost multiplikatorja za panogo in zadnji znani dobiček na delnico, ter ocenimo, ali je delnica določenega podjetja podcenjena ali precenjena v primerjavi s konkurenti v panogi,
- na podlagi trenutne tržne cene in pričakovane vrednosti dobička lahko dobimo implicirani multiplikator, ga primerjamo s trenutnim ter podamo sodbo o precenjenosti ali podcenjenosti delnice.

#### 4.2.2. Model multiplikatorja knjigovodske vrednosti podjetja ali P/B kazalec

Multiplikator knjigovodske vrednosti (*ang. Price To Book Ratio*, v nadaljevanju P/B) predstavlja razmerje med tržno ceno in knjigovodsko vrednostjo delnice, pri čemer predstavlja knjigovodsko vrednost delnice celotni lastniški kapital, znižan za obveznosti, deljeno s številom navadnih delnic. Knjigovodska vrednost sredstva tako izkazuje njegovo prvotno vrednost in se zaradi spremembe dobičkonosnosti lahko razlikuje od tržne vrednosti. Na razvitih trgih je ta vrednost navadno višja od 1, kar pomeni, da investitorji verjamejo v višje donose v prihodnosti v primerjavi s tekočimi.

$$P/B = \frac{\text{tržna vrednost}}{\text{knjigovodska cena delnice}} \quad (4.3.)$$

$$\text{Knjigovodska cena delnice} = \frac{\text{lastniški kapital}}{\text{število navadnih delnic}} \quad (4.4.)$$

Uporaba kazalca P/B izkazuje določene prednosti, predvsem je knjigovodska vrednost relativno stabilna mera vrednosti, v primeru konsistentnih računovodskih standardov ga lahko tako uporabimo za primerjavo med primerljivimi podjetji. Njegovo vrednost lahko izrazimo tudi ob doseganju izgube proučevanega podjetja, medtem ko je izračun kazalca P/E v takšnem primeru nesmiseln. Njegove slabosti izhajajo iz računovodske narave knjigovodske vrednosti. Do neprimerljivosti kazalca med podjetji lahko pride tudi v primeru nekonsistentnosti uporabljenih računovodskih metod, še težja pa je primerjava med državami z različnimi računovodskimi standardi.

#### 4.2.3. Model multiplikatorja prodaje ali P/S kazalec

Vrednost multiplikatorja je opredeljena kot razmerje med tržno vrednostjo delnice podjetja in prodajo na delnico. Prodaja na delnico pomeni celotne prihodke, deljene s številom navadnih delnic. Ta model ima ponekod višjo uporabno vrednost v primerjavi z multiplikatorjem dobička in multiplikatorjem knjigovodske vrednosti, saj je pod znatno nižjim vplivom računovodskih metod.

$$P/S = \frac{\text{tržna cena}}{\text{prodaja na delnico}} \quad (4.5.)$$

Uporaba kazalca v zadnjem obdobju pridobiva na vrednosti, saj v nasprotju z dobičkom in knjigovodsko vrednostjo, prihodki podjetja ne morejo biti negativni. Izračun je tako mogoč tudi za podjetja, ki poslujejo z izgubo ali imajo celo negativno knjigovodsko vrednost. Neukega investitorja lahko vrednosti kazalca zavedejo, saj lahko te izkazujejo nizke vrednosti tudi ob visokih stopnjah rasti prihodkov iz prodaje, hkrati pa to isto podjetje posluje z velikimi izgubami.

#### 4.2.4. Donosnost navadnega lastniškega kapitala oz. ROE

Sodilo, ki je zelo razširjeno v zadnjem obdobju, je sodilo donosnosti navadnega lastniškega kapitala (*ang. Return on Equity*, v nadaljevanju ROE). Kazalec prikazuje kako učinkovito poslovodstvo podjetja uporablja denar vlagateljev. Izračun je razmeroma preprost, njegova vrednost je opredeljena kot razmerje med čistim dobičkom, ki ostane po izplačilu dividend prednostnim lastnikom, in navadnim kapitalom. Navadni kapital je opredeljen kot vsota osnovnega kapitala, vplačanega presežka kapitala, prenesenega dobička ter rezerv.

$$ROE = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{navadni kapital}} \quad (4.6.)$$

Tudi opisani kazalec temelji na računovodskih podatkih podjetja. Tako so z njim povezane vse slabosti, ki so lastne kazalcem, za katerih izračun so potrebni računovodski podatki. Eno izmed slabosti ROE predstavlja izostanek povezave med poslovanjem podjetja in koristmi lastnikov podjetja. Omenjeno potrjuje povečanje finančnega vzvoda oziroma dolga podjetja, ki se odrazi v povečanju ROE. Bistveno razliko v primerjavi s kazalcem dobičkonosnosti sredstev (*ang. Return on Assets*, v nadaljevanju ROA), ki je predstavljen v nadaljevanju, pomeni finančni vzvod, saj bi bili vrednosti ROE in ROA, v primeru, da bi bilo podjetje popolnoma nezadolženo, enaki. Velja, da je vrednost navadnega lastniškega kapitala opredeljena kot višina sredstev, zmanjšana za obveznosti podjetja. Pomeni, da si podjetje s poviševanjem zadolževanja zvišuje vrednost ROE. Povečanje ROE pa še zdaleč ne pomeni povišanje vrednosti enote lastniškega kapitala, lahko se zgodi ravno nasprotno, pride lahko do padca cene vrednostnega papirja zaradi višje zadolženosti podjetja. Tako predstavlja povezava med ROE in finančnim vzvodom veliko omejitev, saj lahko na višino ROE vplivamo z najemanjem dolga ali odkupovanjem lastnih delnic, pri čemer pa se dobiček prav nič ne spreminja (Mramor, 2000a, str. 30).

#### 4.2.5. Dobičkonosnost sredstev oz. ROA

Dobičkonosnost sredstev (*ang. Return on Assets*, v nadaljevanju ROA) prikazuje uspešnost upravljanja s sredstvi podjetja. ROA je merilo učinkovitosti podjetja pri upravljanju s svojimi sredstvi, pri tem pa finančne odločitve managementa nanj nimajo nobenega vpliva. Kazalec je opredeljen kot razmerje med čistim dobičkom in celotnimi sredstvi podjetja.

$$ROA = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{celotna sredstva podjetja}} \quad (4.7.)$$

Ker je izražen v odstotkih, ga lahko investitorji uporabijo za primerjavo z višino obrestnih mer, ki jih podjetje plačuje na svoje dolgove. V primeru višjega ROA, pomeni, da podjetje ustvarja pozitivno razliko. Podobno se godi pri stroških kapitala. Podjetje, ki stavi na širitev in prevzemne aktivnosti, mora z ROA presegati omenjene stroške, v nasprotnem so omenjene aktivnosti nesmiselne.

ROA predstavlja tudi rešitev za največjo pomanjkljivost kazalca ROE, saj pri tem brez podrobnejše analize ni možno oceniti, ali podjetje povečuje svojo učinkovitost na račun zadolževanja ali ne. ROA pa v imenovalcu tako zajema vsa sredstva, tudi obveznosti, ki vključujejo dolg. Tako se pri vsem enakem, nižja vrednost dolga odrazi v povišani vrednosti kazalca ROA.

#### 4.2.6. Opredelevitev kazalca EV/EBITDA

Razmerje EV/EBITDA je razmerje med ekonomsko vrednostjo podjetja ter dobičkom pred plačilom davkov (*ang. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, v nadaljevanju EBITDA), obresti ter obračunom amortizacije.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{tr.vrednost last.kapitala} + \text{vrednost dolga} - \text{kratkoročne fin.naložbe} + \text{denar}}{\text{denarni tok iz poslovanja pred davki in amortizacijo}} \quad (4.8.)$$

Razlogi za naraščajočo priljubljenost omenjenega kazalca izhajajo iz dejstva, da je možna primerjava med podjetji z različnimi stopnjami amortizacije in dolga, saj je v izračunu upoštevan dohodek podjetij pred plačilom obresti ter obračunom amortizacije. Obenem na izračun ne vplivajo različne davčne stopnje med državami, s tem pa je omogočena lažja čezmejna primerljivost podjetij.

Zaključim lahko z ugotovitvijo, da pomenijo pri vseh zgoraj predstavljenih kazalcih njihove nižje vrednosti relativno podcenjenost v primerjavi s primerljivimi podjetji in obratno. Za sprejem objektivnejše investicijske odločitve jih je treba obravnavati skupaj, upoštevajoč prednosti in slabosti posameznega kazalca.

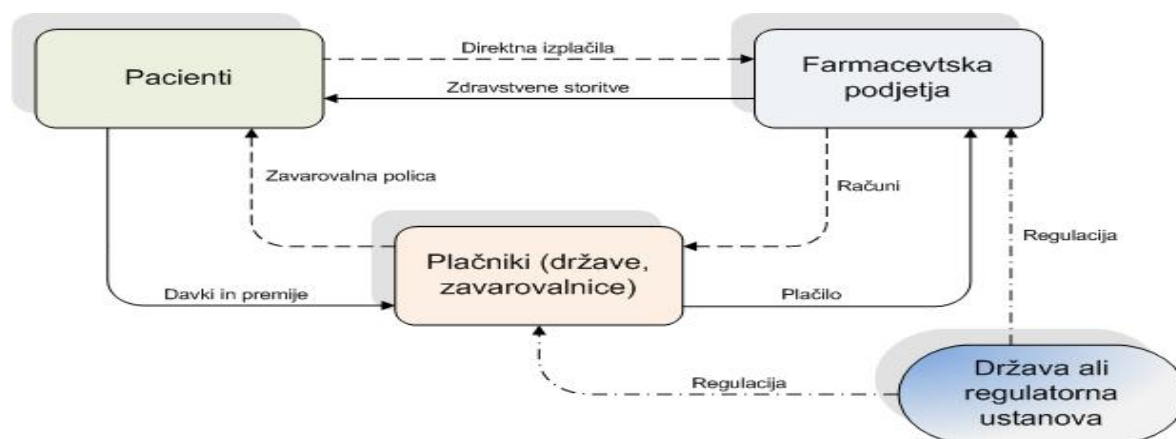
## 5. ZNAČILNOSTI FARMACEVTSKE PANOGE

V demokratično urejenih državah sta zdravstveno varstvo ter dostopnost zdravstvenih storitev dve izmed temeljnih človekovih pravic. S tem se farmacevtska panoga razlikuje od večine ostalih panog, farmacevtski produkti pa od večine ostalih produktov. Zdravilo je vsaka snov ali kombinacija snovi, ki so pripravljene ali namenjene za zdravljenje in preprečevanje nastanka bolezni. Povpraševanje po zdravilih narašča, hkrati pa je v veliki meri neelastično<sup>5</sup>. Skrb za zdravje je eno redkih področij v ekonomiji, ki je neposredno povezano s preživetjem človeštva in ima kot tako širši družbeni pomen. Poleg vpliva na samo zdravje, ima farmacevtska panoga velik vpliv tako na izdatke držav kot tudi posameznih gospodinjstev. Zaradi naraščajočih izdatkov za zdravila in zdravstvene storitve prihaja do reform zdravstvenih sistemov, posledično prihaja do spremenjenih pogojev poslovanja podjetij. Potrebni sta hitra odzivnost in prilagodljivost spremenjenim razmeram.

Za učinkovito delovanje farmacevtske panoge je tako intervencija države na naslednjih področjih neizbežna (Benett et al, 1997, str. 2):

- zakonodaja (podeljevanje licenc za vstop v panogo, podeljevanje dovoljenj za razvoj novih zdravil in patentov, nadzor nad trženjskimi aktivnostmi proizvajalcev),
- vzpostavitev profesionalnih standardov (nenehno izobraževanje, podeljevanje licenc farmacevtom, zdravnikom in ostalim zdravstvenim delavcem, oblikovanje kodeksov),
- dostopnost zdravil (subvencioniranje življenjsko pomembnih zdravil),
- racionalna uporaba zdravil (konsistentnost pri uporabi, osveščanje tako zdravstvenih delavcev kot tudi širše javnosti).

**Slika 1: Tripartitni odnos med potrošniki, proizvajalci ter plačniki zdravil in zdravstvenih storitev**



Vir: Bennett, Quick, Velasquez, 1997, str.14.

Trg zdravil je v večini držav kompleksen in heterogen skupek različnih agencij, organizacij, podjetij in posameznikov, pri čemer ti prihajajo tako iz javnega neprofitnega kot tudi iz privatnega profitnega sektorja. Na trgu je tako zaradi informacijske asimetrije, pomanjkanja

<sup>5</sup> Elastičnost povpraševanja nam pove, za koliko odstotkov se spremeni obseg povpraševanja, če se spremeni cena za 1%. Popolnoma neelastično povpraševanje pomeni, da se obseg povpraševanja s spreminjanjem cen blaga ne spreminja.

konkurence v času patentnih zaščit ter različnih eksternalij, potrebna intervencija države za zagotovitev enakovrednih pogojev. Del posebne narave farmacevtske panoge tako izvira iz tripartitnega odnosa med potrošniki, proizvajalci in plačniki zdravstvenih izdelkov in storitev. Pacienti oziroma potrošniki največkrat ne plačujejo zdravil in zdravstvenih storitev neposredno, temveč posredno v obliki davkov državi ter premij zavarovalnicam. Te zatem naknadno z uporabo različnih poti plačujejo različnim ponudnikom zdravstvenih produktov in storitev. Zaradi vpetosti treh strani in širšega družbenega pomena omenjene panoge, cene ne igrajo takšne vloge kot na preostalih trgih, saj ne pripomorejo k izenačevanju ponudbe in povpraševanja. Tako pacienti mnogokrat niti ne plačajo uporabljenih izdelkov, še manj pa jih izberejo, to namesto njih pogosto opravijo drugi (Benett, Quick, Velasquez, 1997, str. 15).

Farmacevtsko panogo v splošnem delimo na inovativni (*ang. Branded Name Manufactures*) in generični (*ang. Followers*) del. Že iz imen obeh skupin izhaja njuna najopaznejša razlika, tako inovativna podjetja sama razvijajo in proizvajajo originalna zdravila, generična pa razvijajo in proizvajajo kopije originalnih zdravil s podobnimi učinkovinami. Razvoj novega zdravila je dolgotrajen in stroškovno izredno drag proces, upravičenost katerega izhaja iz patentnih zaščit.

### **5.1. Patentne zaščite**

Komparativne prednosti farmacevtskih podjetij lahko izvirajo iz različnih faktorjev, kot so prevladujoč položaj zaradi najhitrejšega vstopa v določen segment trga, dobro organizirano prodajno osebje, akumulirano znanje, zapleten razvojni proces, a najpomembnejšo vlogo igrajo pridobljene patentne zaščite (Grabowski, 2002, str. 3).

Področje intelektualne lastnine in znotraj te patentna zakonodaja ima odločujočo vlogo pri razvoju nasploh, saj imajo le z njenim obstojem inovativna podjetja možnost povrnitve stroškov vloženih v raziskave in razvoj novih produktov. Tako omogočajo patentne zaščite imetnikom ekskluzivno pravico do proizvodnje in trženja določenih zdravil. Patentna zaščita velja navadno dvajset let, a se v to obdobje prištevajo tudi leta, ki so bila potrebna za sam razvoj zdravila. Dejanska ekskluzivnost je temu primerno krajša in v povprečju traja le osem let. Po izteku zaščit pa lahko tudi ostala podjetja ponudijo trgu kakovostne nadomestke, ki so enako učinkoviti kot originalna zdravila. Vsebujejo namreč iste aktivne učinkovine kot njihovi predhodniki, pri čemer pa so ti občutno cenejši, saj generičnim podjetjem z njihovo prodajo ni treba pokrivati visokih stroškov raziskav in razvoja.

V zadnjem obdobju se kažejo tudi druge alternative sistemu patentnih zaščit. Prihaja do različnih pobud za spremembe obstoječega stanja s strani nekaterih uglednih ekonomistov, kot je Nobelov nagrajenec za ekonomijo Joseph E. Stiglitz. Osnovna težava sistemov patentov je, da temelji na omejevanju uporabe znanja, takšno omejevanje pa je neučinkovito. Vendar to ni edina slabost patentnega sistema. Žalostno je tudi spoznanje, da proizvajalci zdravil precej več denarja namenjajo oglaševanju, trženju in raziskavam zdravil za izboljšanje življenjskega sloga (primer: izpadanje las), kot pa nekaterim življenjsko pomembnim zdravilom in skoraj nič za bolezni, ki pestijo več deset milijonov ljudi. Ekonomski izračun je preprost, podjetja usmerjajo svoje raziskave na področja kjer je denar. Stiglitz predlaga zdravstveni nagradni sklad, ki bi nagrajeval odkritelje zdravil in cepiv. Ker vlade držav že sicer financirajo precejšen delež raziskav na področju zdravil, bodisi posredno ali neposredno prek predpisovanja zdravniških receptov, bi



lahko financirale tudi nagradni sklad, ki bi podeljeval nagrade za uspešen razvoj posameznega zdravila (Stiglitz, 2007, str. 11).

Kot že omenjeno je ena izmed slabosti patentov tudi ta, da le-ti ne podpirajo raziskav in razvoja zdravil za bolezni, ki pestijo predvsem razvijajoče se države. Gre predvsem za malarijo in tuberkulozo, čeprav ti dve bolezni ogrožata milijone ljudi po svetu. Na pomanjkanje interesa multinacionalk za omenjeni bolezni kaže dejstvo, da je bilo v zadnjih 25 letih razvitih zgolj 13 zdravil za tropske bolezni. Ključni problem tovrstnih zdravil predstavlja nizek pričakovani donos na kapital, z drugimi besedami nizki pričakovani prihodki od prodaje, saj te države namenijo za zdravstvo manj kot 2 USD na prebivalca ter so na ta način odvisne predvsem od pomoči ostalih držav (Grabowski, 2002, str. 10).

## 5.2. Ostale lastnosti farmacevtskih podjetij

Izdatki za zdravstveno blagajno predstavljajo skupaj z izdatki za pokojninsko blagajno dve izjemno pomembni postavki na odhodkovni strani državnih proračunov držav. Različni vzroki so pripomogli k naraščajočim izdatkom za zdravstvene storitve in zdravila v minulem desetletju. Med njimi sta tudi staranje in rast števila ljudi po svetu. Napovedi kažejo, da bo leta 2050 na svetu že devet milijard ljudi, od tega bo delež ljudi starejših od 60 let, porasel z današnjih 8 % na 20 %. V zadnjem obdobju tako prihaja do številnih reform zdravstvenih sistemov posameznih držav, s katerimi želijo oblasti zaježiti omenjene izdatke (Conover, 2007, str. 4).

Zaradi vse višjih stroškov povezanih z razvojem in trženjem zdravil, je v začetku preteklega desetletja prišlo do sprememb v strategijah poslovanj podjetij. Te se odražajo v aktivnostih na področju prevzemov, združevanj ter strateških povezav. Z njimi postajajo meje med inovativnimi in generičnimi podjetji čedalje bolj zabrisane, saj je že prišlo do povezav med obojimi. Inovativna podjetja poizkušajo ohraniti prevladujoč položaj na trgu tudi po izteku patentne zaščite originalnemu zdravilu s tem, da še pred njenim iztekom pripravijo generično različico. Leta 2003 je imelo deset največjih farmacevtov na svetu 48-odstotni delež v prihodkih vseh farmacevtskih podjetij. Še leta 1985 je omenjeni delež znašal 20 %. Danes je osem izmed deset največjih podjetij v panogi produkt horizontalnih povezav. Na ta način bosta dolgoročna rast in obstoj omogočena le tistim proizvajalcem, ki se bodo kar najhitreje odzivali na spremenjene pogoje poslovanja, obenem pa bodo sposobni vse višjih vlaganj v razvoj novih zdravil ter nato trženja teh zdravil na svetovnem nivoju. Napovedi kažejo, da naj bi bilo do leta 2010 le še dvanajst multinacionalk na svetu (Marron, 2006, str. 39).

Naslednja lastnost farmacevtov, lastna le redkim podjetjem izven te panoge, je razmeroma konstantno povpraševanje po njihovih proizvodih in storitvah, tudi v obdobjih ko gre ostalim panogam slabše. Razlog je preprost, ljudje tudi ob gospodarskih recesijah potrebujemo zdravila in zdravstvene storitve (Dorsey, 2004 str. 188). Omenjeno se navadno odraža v visoki profitabilnosti, močnih denarnih tokovih in zavidanja vrednih donosih na kapital. Predstavniki farmacevtske panoge, uvrščeni na lestvico Fortune 500<sup>6</sup>, so imeli leta 2006 povprečno donosnost sredstev (*ang. ROA*) 10,3 %, medtem ko je mediana vseh industrijskih panog znašala 4,7 %, kar jo uvršča na 9. mesto med industrijskimi panogami. Pri tem velja opozorilo, da omenjeni podatek

---

<sup>6</sup> Fortune 500 je lestvica 500 največjih ameriških javnih podjetij merjeno po prihodkih.

ne odraža celotne profitabilnosti panoge, saj večina le-te zaradi narave računovodskih standardov ni zajete (Marron, 2006, str. 43).

Naslednja značilnost farmacevtskih podjetij so navadno obranljive konkurenčne prednosti<sup>7</sup> (*ang. Economic Moat*). Te izvirajo iz visokih ovir za vstop v panogo, ki jih predstavljajo visoki zagonski stroški poslovanja, patentne zaščite, velik nabor produktov ter ekonomije obsega. Tako na primer patentna zakonodaja omejuje konkurenco znotraj panoge, kar omogoča podjetjem, ki so deležna patentnih zaščit, oblikovanje kar najvišjih cen, ki jih trg še prenese. Dodatno pa tovrstno poslovanje spodbuja dejstvo, da večino zdravstvenih stroškov pokrijejo zavarovalnice, kar le še povečuje cenovno neobčutljivost končnih porabnikov. Posledično ima mnogo globalnih farmacevtov donosnost lastniškega kapitala (*ang. ROE*) med 20 % in 30 % in veliko prostih denarnih sredstev, a pri tem velja opozorilo, da inovativnost, ki vodi do tako dobrih kazalcev, ni poceni. Povprečni stroški razvoja zdravila do njegove končne ponudbe na trgu znašajo približno 1 milijardo USD, pri čemer le tretjina teh zdravil povrne stroške svojega razvoja, samo predklinična faza testiranja pa se lahko zavleče za celo desetletje (Dorsey, 2004, str. 189).

Iz zgoraj opisanih značilnosti izhaja, da predstavlja investiranje v tovrstna podjetja razmeroma varno in donosno naložbo, a se je pri tem treba zavedati tudi nekaterih slabosti omenjenih podjetij. Pri teh gre velikokrat za veliko medsebojno prepletenost poslovnih odnosov, vse prevečkrat vprašljivih tudi z moralnega stališča, za splet mnogoterih interesov, političnega vmešavanja, prisotna je obilica lobiranja ter najrazličnejših drugih oblik pritiskov.

### 5.3. Faze v razvoju novih zdravil

Do odkritja zdravil lahko pride na več načinov, lahko tudi po naključju ali napaki. Najbolj znano takšno zdravilo je Viagra, pri čemer so raziskovalci opazili stranske učinke pri razvoju nekega drugega zdravila za krvni pritisk. Seveda pa je razvoj zdravila v večini primerov plod dolgotrajnih, poglobljenih ter izjemno dragih raziskav ter mnogoterih testiranj posameznih sestavin tako v laboratorijih kot tudi na živalih in ljudeh. Sodobna tehnologija omogoča raziskovalcem virtualna testiranja različnih molekul znotraj različnih genskih struktur. Na ta način že pred samimi testiranjmi na živih živalih mnogokrat preprečijo morebitne negativne posledice v kasnejših fazah testiranja. Strogi predpisi po zahtevani varnosti in učinkovitosti zdravil zvišujejo standarde, ki jih je pri tem treba dosegati, kar le podaljšuje in draži sam razvoj. Stroški razvoja novega zdravila se močno razlikujejo med zdravili, pri čemer so odvisni od vrste testiranega zdravila, verjetnosti neuspešnih testiranj in tega, ali pri testiranjih uporabljajo povsem novo molekulsko osnovo ali pa gre pri testiranjih samo za izboljšavo že znanih zdravil z že znanimi molekulami. Farmacevtska panoga v ZDA nameni v primerjavi z drugimi panogami največ za raziskave in razvoj. Skupni stroški namenjeni za raziskave in razvoj so v obdobju od 1980 do 2004 narasli na več kot 39 milijard USD, pri čemer so rasli več kot 8 % letno. Omenjeni stroški tako sedaj predstavljajo 18,5 % celotne vrednosti prodaje farmacevtskih podjetij.

Raziskave so pokazale, da je pri uspešno novo razvitem zdravilu povprečno potrebnih 4,3 leta za predklinično fazo testiranja ter nadaljnjih 7,5 let za preostale 3 faze testiranja. Od tega lahko leto in

---

<sup>7</sup> Gre za termin, ki predstavlja konkurenčno prednost podjetja pred podjetjem znotraj iste panoge. Prednost lahko izvira iz močne blagovne znamke, cenovne politike, tržnega deleža ali ker podjetje poseduje elemente, ki ostalim podjetjem onemogočajo vstop v panogo.

pol traja samo postopek odobritve s strani nadzorne institucije. Tako v povprečju preteče od odkritja novega zdravila pa do njegove umestitve na trg 11,8 let (Marron, 2006, str. 20).

**Tabela 2: Faze razvoja pri uvajanju novih zdravil**

Predklinična faza	Faza 1	Faza 2	Faza 3
Predklinična testiranja so namenjena osnovnim spoznanjem, če zdravila sploh izpolnjujejo pogoje za nadaljnje raziskave	V tej fazi podjetje izvaja teste na skupini zdravih ljudi, kjer ugotavljajo kako človeško telo sprejema zdravila	Tu poteka testiranje na večji skupini ljudi, kjer skušajo ugotoviti njihovo učinkovitost in primernost odmerkov	V zadnji fazi podjetje ugotavlja učinkovitost zdravila na veliki skupini ljudi. Tu pridobivajo ključne informacije za dovoljenje nadzornih organov

Vir: Dorsey, 2004, str. 191.

Tabela 2 prikazuje zaporedje potrebnih faz pri razvoju novega zdravila. Celoten postopek razvoja se prične s predklinično fazo, v primeru zadovoljivih rezultatov, se proces nadaljuje skozi fazo 1 vse do zadnje faze, torej faze 3. Skozi razvoj posameznega zdravila morajo proizvajalci vseskozi zadoščati strogim kriterijem. A vendar se dogaja, da je zdravilu prepovedana nadaljnja prodaja zaradi zapletov povezanih z njegovimi lastnostmi tudi po tem, ko je predhodno že pridobilo zeleno luč s strani nadzornih institucij. To področje je v ZDA pod okriljem urada za hrano in zdravila (*ang. Food and Drug Administration*, v nadaljevanju FDA), v EU pa omenjeno področje pokriva Evropska komisija za zdravila (*ang. European Medicine Evaluation Agency*, v nadaljevanju EMEA). V nadaljevanju so podrobno opisane vsaka faza posebej.

### Predklinična faza

Gre za fazo v kateri pričnejo s poizkusi na živih živalih. Primarni cilj tovrstnih testiranj je odkritje potencialno nevarnih učinkov zdravil preden zdravilo sploh pride v bližino človeka. Povprečno traja dve do tri leta, da odkrijejo, če je zdravilo primerno za testiranja na človeku. Približno 85 % prijavljenih zdravil dobi zeleno luč za prehod v fazo 1 (Dorsey, 2004, str. 190).

### Faza 1

Je prva v nizu treh faz kliničnega testiranja. Zdravilo je testirano na majhni skupini prostovoljcev s ciljem pridobitve primarnih podatkov o njegovi varnosti in učinkovitosti. Poleg raziskovalcev se v razvoj vključijo tudi psihologi. Zdravilo ima le 20 % možnosti odobritve prehoda v naslednjo fazo (Dorsey, 2004, str. 190).

### Faza 2

V tej fazi je zdravilo testirano na večji populaciji. Raziskovalci želijo s tem pridobiti širši vpogled v delovanje zdravila ter na ta način dopolniti svoje vedenje o njem. Tu testirajo predvsem potrebne količine zaužitih zdravil ter pogostost njihove uporabe. Več kot 50 % zdravil ne uspe preboj v sklepno fazo testiranj (Dorsey, 2004, str. 191).

### Faza 3

V zadnji fazi zdravilo testirajo na veliko večjem številu ljudi, število testirancev se navadno giblje okrog 5.000. To je obenem edina faza, kjer se osredotočijo tudi na dolgoročno bolnikovo

varnost. Ta faza predstavlja daleč najvišji delež stroškov, ima pa zdravilo v tej fazi približno 60 % možnosti dokončne odobritve s strani nadzornikov (Dorsey, 2004, str. 192).

#### **5.4. Generična podjetja**

Generični farmacevtski proizvajalci so podjetja, ki pretežno ali v celoti proizvajajo generična zdravila. Ta so bistveno cenejša, saj so stroški razvoja in trženja v primerjavi z originalnimi zdravili zanemarljivi. Do njihovega vstopa na trg lahko pride šele po preteku patentnih zaščit originalnim zdravilom. Zdravila generičnih proizvajalcev tako predstavljajo največjo nevarnost inovativni veji farmacevtske panoge, saj nastopajo kot popolni nadomestki originalnih zdravil, pri čemer so izrazito cenejša. Generičnih podjetij ne zadevajo visoki stroški razvoja in trženja zdravil, obenem je sam proces razvoja generičnega zdravila bistveno krajši, saj traja največ pet let (Tratnik, 2001, str. 59).

Prav zaradi tega so omenjena podjetja produktivnejša, v prodajnem programu navadno premorejo nekaj 100 različnih zdravil. V celotni farmacevtski panogi velja omenjeni sektor za najperspektivnejšega, z napovedanimi letnimi stopnjami rasti prodaje v višini 14 %, medtem ko naj bi se prodaja originatorjev povečevala za 8 % na leto. Optimistične napovedi imajo svojo legitimno podlago v napovedih mnogoterih vlad po svetu po zniževanju izdatkov zdravstvenih blagajn. Da bi uspele v svojih namerah tako povečujejo število registracij ter povečujejo osveščenost zdravnikov in farmacevtov. Prihodnost generičnih zdravil na trgu bo odvisna od razlike v ceni v primerjavi z originalnimi zdravili, čedalje večji osveščenosti vseh vrst kupcev in politično-pravnega okolja (Urbanija, 2002, str. 59).

Za eno uspešnejših strategij originatorjev v boju z generiki se je, poleg različnih oblik povezovanja, izkazala prodaja zdravil za samozdravljenje (*ang. Over the Counter*, v nadaljevanju OTC). Tako inovativna podjetja po preteku patentnih zaščit pripravijo njihove blažje različice z nižjimi vsebnostmi aktivnih učinkovin, pri čemer so te šibkejšje različice dosegljive v prosti prodaji. Pomanjkljivost omenjene strategije predstavlja njihova samoplačljivost.

## **6. OCENA NOTRANJE VREDNOSTI PODJETJA NOVARTIS**

Vse napovedi so oblikovane na podlagi javno dostopnih podatkov ter lastnih pričakovanj. Pri oceni notranje vrednosti podjetja sem se oprl tudi na izsledke analiz podjetja izdelanih s strani dveh svetovno priznanih investicijskih družb, in sicer DeutscheBank in Morningstar. Dopuščam možnost, da zaradi objektivnih razlogov niso bile zajete prav vse informacije, ki so bile na voljo. To pomeni, da se lahko moja ocena notranje vrednosti podjetja razlikuje od ocene notranje vrednosti podjetja, kjer bi bile zajete in upoštevane prav vse relevantne informacije. Moja ocena notranje vrednosti izhaja iz meni poznanih in dostopnih podatkov, v njej pa so, kot že rečeno, upoštevana tako moja lastna pričakovanja, kot tudi napovedi posloводства glede Novartisovega prihodnjega razvoja.

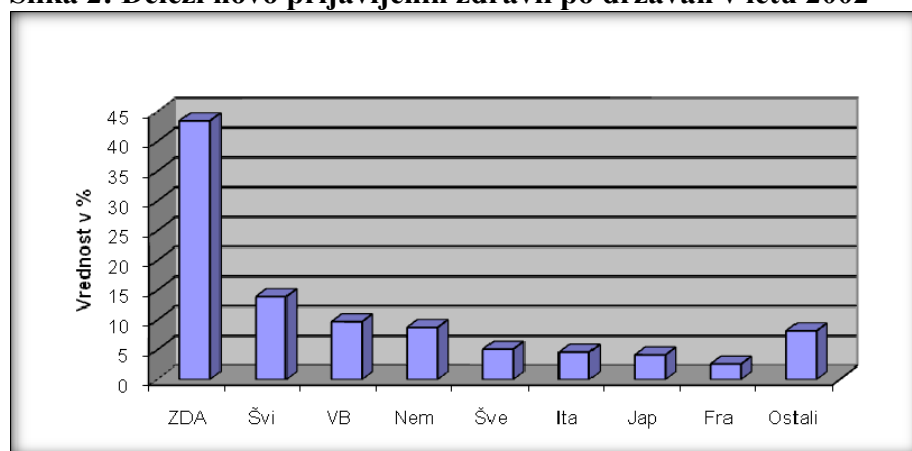
### **6.1. Predstavitev podjetja Novartis**

Podjetje Novartis je nastalo z združitvijo podjetij Ciba-Geigy in Sandoz leta 1996. V skladu z napovedmi strokovnjakov je v farmacevtski panogi v minulem desetletju prišlo do konsolidacije

znotraj panoge, tako je tudi novonastalo podjetje svojo organsko rast nadgrajevalo s prevzemi. V skladu s svojo prevzemno politiko se ni ognilo niti slovenskemu tržišču, tako so leta 2002 izpeljali uspešen prevzem generičnega podjetja Lek. Novartis danes nadaljuje s prevzemnimi aktivnostmi, tako so nedavno prevzeli biotehnoško podjetje Chiron, z omenjenim prevzemom pa vstopili tudi na trg cepiv. Nadaljevali bodo s sklepanjem različnih oblik sodelovanja z drugimi podjetji, kar jim bo omogočalo hitrejšo rast v primerjavi s konkurenti. Veliko zaupanje vlagateljem vliva Novartisovo vodstvo, saj se je večina prevzemnih zgodb uspešno zaključila, predvsem skozi povečano prodajo prevzetih podjetij. Trenutna tržna kapitalizacija podjetja presega 125 milijard USD, ob tem pa zaposlujejo več kot 90.000 ljudi.

Novartis je poslovni filozofiji originatorjev in generikov združil v matično podjetje ter ju spremenil v svojo konkurenčno prednost. Tako ima farmacevtski del odličen vpogled v delovanje generičnega in obratno, s tem se medsebojno nadgrajujeta na način, da po preteku zaščite originalnemu zdravilu, pod okriljem divizije Sandoz, trgu nemudoma ponudijo generično različico. Novartisovi najbolj prodajani zdravili sta Diovan (povišan krvni pritisk) ter Gleevec (levkemija).

**Slika 2: Deleži novo prijavljenih zdravil po državah v letu 2002**



Vir: Grabowski, 2002, str. 33.

Slika 2 prikazuje relativno najuspešnejše države pri razvijanju novih zdravil. Kot je razvidno so pri omenjenem počtetju daleč pred vsemi ZDA, saj je skoraj 45 % vseh novih zdravil razvitih v okviru ameriških multinacionalk. Sledi jim Švica, predvsem po zaslugi Novartisovega razvojnega oddelka. To zgolj potrjuje dejstvo, da ima Novartis resnično enega najuspešnejših razvojnih oddelkov med vsemi farmacevtskimi multinacionalkami.

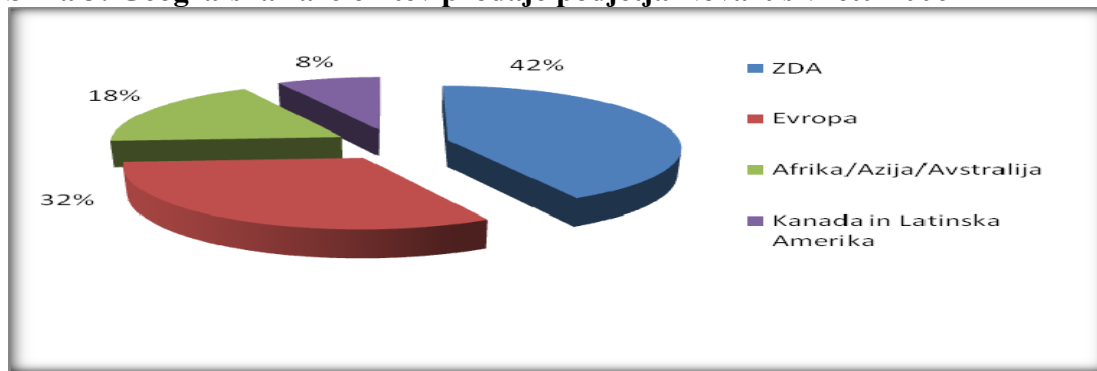
Velik izziv bo v prihodnjih letih predstavljalo upravljanje velikega števila novo pridobljenih licenc. Že v letu 2007 so tako pričeli s prodajo treh novih zdravil, gre za Alcasto (osteroporoza), Galvus (diabetes) ter Rasilez (povišan krvni tlak). Poleg tega ima Novartis 138 potencialnih zdravil v različnih fazah razvoja, od tega 50 v fazi 1 in kar 88 v zadnjih dveh fazah razvoja. Ta bi se lahko na trgu pojavila v treh do petih letih. V letu 2006 so v začetno fazo testiranja prijaviili 20 novih zdravil. Še pred iztekom koledarskega leta 2007 so prejeli dovoljenje za trženje zdravila Exforage, ki združuje v tableti dvoje največkrat predpisanih zdravil v boju proti povišanemu

krvnemu tlaku. Marca 2007 so s strani FDA dobili dovoljenje za trženje zdravila Teksturna v ZDA. Omenjeno zdravilo naj bi po napovedih, v kombinaciji z zdravilom Galvus, v celoti nadomestilo izpad prihodkov od prodaje zdravila Diovan, ki se mu izteče patentna zaščita v letu 2011 (Letno poročilo podjetja Novartis, 2006, str. 5-8).

Kot ugotavlja Dorsey (2004, str. 187) je farmacevtska panoga zaradi starajočega se prebivalstva ter rasti nacionalnih ekonomij izredno pridobila. Med leti 1985 in 2003 so se povečali izdatki za zdravila in zdravstvene storitve z 9 % na 15 % izdatkov ameriškega gospodarstva. Napovedi kažejo na upočasnitev rasti tovrstnih izdatkov, vendar naj bi ti še vedno rasli z zavidljivimi 5 % letno v naslednjem desetletju. V primeru uresničitve tovrstnih napovedi to pomeni njihov porast na 18 % izdatkov celotnega ameriškega gospodarstva.

Takšne napovedi ne ostajajo prezrte s strani poslovodstva, tako je podjetje opazno povečalo svojo prisotnost na ameriškem trgu, hkrati pa so v Boston preselili tudi svoj raziskovalni center. Omenjeno je pripomoglo k povišanju deleža ZDA v celotnih prihodkih od prodaje iz 19 % v letu 1998 na 42 % v letu 2006 (Letno poročilo podjetja Novartis, 2006, str. 12).

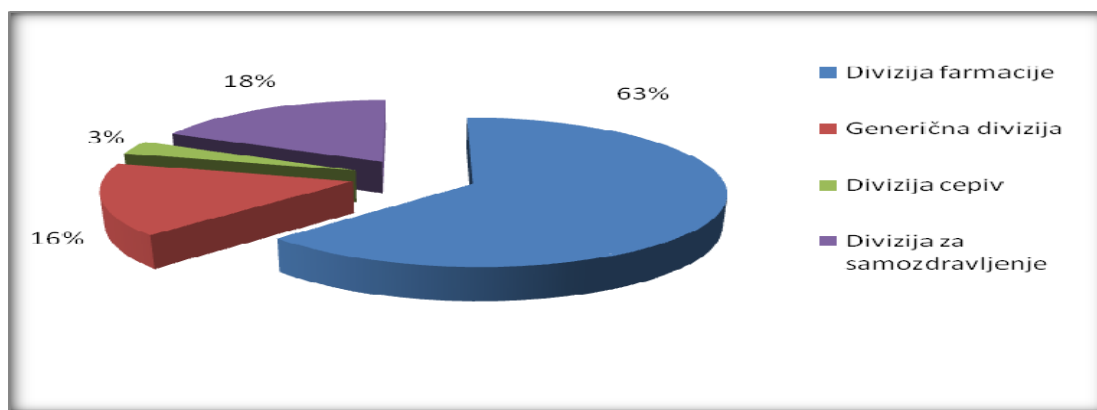
**Slika 3: Geografska razčlenitev prodaje podjetja Novartis v letu 2006**



Vir: Letno poročilo družbe Novartis, 2006, str. 13.

Kot izhaja iz zgornje slike podjetje skoraj 75 % vrednosti prodaje ustvari v Evropi in ZDA, pri tem znaša delež ZDA 42 % vrednosti prodaje. Sledi jim Evropa s skoraj tretjino ustvarjenih prihodkov. Na preostalih celinah tako skupaj ustvarijo dobro četrtno vseh prihodkov. Ugotovim lahko, da predstavlja največji svetovni farmacevtski trg obenem tudi najpomembnejši trg za podjetje, pri čemer naj bi se njegova zastopanost v ustvarjenih prihodkih v prihodnje še krepila.

**Slika 4: Razčlenitev prodaje podjetja Novartis po dejavnostih v letu 2006**



Vir: Letno poročilo družbe Novartis, 2006, str. 3.

Divizija farmacije je najpomembnejša divizija, njen delež v celotnih prihodkih od prodaje znaša 63 %. Sledi ji divizija zdravil za samozdravljenje z 18 %, generična divizija je zaenkrat še na tretjem mestu, a naj bi že v bližnji prihodnosti prehitela divizijo za samozdravljenje, saj je bila samo v lanskem letu njena prodaja višja za 2 odstotni točki, tako se je njen delež povečal iz 14 % v letu 2005 na 16 % v letu 2006. Novo ustanovljena divizija cepiv je zaenkrat s 3 % ustvarjenih prihodkov še prepričljivo v ozadju, vendar ostajajo njeni obeti precej vzpodbudni, pridobivala naj bi predvsem na račun zniževanja deleža farmacevtske divizije.

#### 6.1.1. Organizacijska sestava podjetja Novartis

Podjetje je razdeljeno v 4 operativne divizije, pri čemer njihovo poslovanje medsebojno ni povezano. Zaradi različnih proizvodnih programov, distribucijskih poti in prodajnih aktivnosti, so divizije upravljane ločeno.

##### Divizija farmacije

Divizija farmacije je pristojna za raziskovanje, razvoj, proizvodnjo, distribucijo in prodajo originalnih zdravil. V letu 2006 je povečala prodajo za 11 % in si s tem le še utrdila vodilni mesti v svetovnem merilu na kardiovaskularnem in onkološkem področju. Najbolj prodajano zdravilo za bolezni srca in ožilja je Diovan s 4,2 milijarde USD prihodki od prodaje, sledi mu Gleevec z 1,6 milijarde USD, milijardo USD pa je presegel še Lotrel (krvni pritisk). Omenjena zdravila so odločilno pripomogla k rezultatom Novartisove najpomembnejše divizije, ki je v letu 2006 ustvarila 22,6 milijard USD prihodkov od prodaje, kar predstavlja 63 % prodaje skupine. 6,7 milijard USD doseženega dobička predstavlja 82 % vsega dobička skupine (Letno poročilo družbe Novartis, 2006, str. 12).

##### Divizija cepiv

Je novoustanovljena divizija za razvoj vseh vrst cepiv. Njeno delovanje je bilo vzpostavljeno aprila 2006 z dokončnim prevzemom deleža podjetja Chiron Corporation. V naslednjih osmih mesecih je beležila 42 % rast v primerjavi z istim obdobjem leto pred tem. Razdeljena je v dve enoti, in sicer Novartis cepiva in Chiron. Novartis cepiva je tako že peti največji proizvajalec in distributer cepiv na svetu, medtem ko se enota Chiron ukvarja z raziskavami krvi in njenih

molekul. Divizija je v letu 2006 izkazala 956 milijonov USD prihodkov, pri tem pa pridelala 26 milijonov USD izgube (Letno poročilo družbe Novartis, 2006, str. 36).

### Generična divizija oziroma Sandoz

Sandoz je drugo največje generično podjetje na svetu, takoj za izraelsko Tevo. Razvija, proizvaja in trži zdravila z biotehnoškimi substancami. Tako je Novartis edini med svetovnimi proizvajalci originalnih zdravil, ki ima vodilni položaj tako med originatorji kot tudi generiki. V svojem programu Sandoz ponuja 840 zdravil v kar 5.000 različicah, svojo prodajno mrežo pa ima razporedeno v 110 državah sveta. Najpomembnejša zdravila predstavljajo antibiotiki, zdravila za centralno-živčni sistem, kardiovaskularne težave in hormonske okvare. Je tretja največja divizija s 6 milijardami USD prihodkov od prodaje ter 736 milijoni USD ali 9 % ustvarjenega dobička skupine (Letno poročilo družbe Novartis, 2006, str. 42).

### Divizija zdravil za samozdravljenje

Divizijo sestavljajo štiri organizacijske enote, in sicer OTC, zdravila za živali, CIBA in Gerber. Vsaka enota ima ločeno proizvodnjo in trženje zdravil, a nobena ni tako velika, da bi predstavljala samostojno divizijo. CIBA se ukvarja z zdravjem oči in proizvodnjo kontaktnih leč, enota Gerber pa s proizvodnjo hrane za otroke s posebnimi potrebami. Omenjene enote sestavljajo drugo največjo divizijo, ki je v letu 2006 ustvarila 6,5 milijard USD prihodkov in 1,1 milijarde USD dobička iz poslovanja (Letno poročilo družbe Novartis, 2006, str. 50).

#### 6.1.2. Dogodki v preteklih letih

S prevzemom podjetja Bristol-Myers Squib je Novartis še povečal svojo navzočnost v ZDA. Z organsko rastjo ter prevzemi so razširili svojo dejavnost na različna področja, obenem pa razpršili tveganje z delovanjem na različnih trgih. V letu 2007 so objavili prevzemno ponudbo za NeuTec Pharma, katere izhod še ni poznan. Podjetje je sicer specializirano na področju onkologije.

#### 6.1.3. Načrti

V skladu s svojo strateško usmeritvijo podjetje odprodaja dejavnosti, ki ne predstavljajo temeljne dejavnosti. Tako so podpisali sporazum o prodaji svoje živilske enote Gerber švicarskemu proizvajalcu hrane Nestle S.A. v višini 5,5 milijard USD. Iz tega naslova bo za približno 4 milijarde USD večji dobiček po davkih v letu 2007. Izkupiček od prodaje bo porabljen bodisi za druge prevzemne aktivnosti bodisi za okrepitev dejavnosti razvojnega oddelka. Del kupnine, natančneje 890 milijonov USD, so že porabili za nakup pravic nadaljnega razvoja in trženja zdravila z oznako AS1404 podjetja Antisoma. Gre za potencialno zdravilo v boju proti pljučnemu raku, že letos pa naj bi vstopilo v tretjo fazo testiranja. Druga strateška usmeritev vodi v ekspanzijo generične divizije, ob tem pa naj ne bi zapostavili niti divizije cepiv, temu v prid govori nedavni prevzem podjetja Chiron Corporation.

**Tabela 3: Poslovanje podjetja Novartis v milijon USD**

Novartis	EBITDA	EBIT	Čisti dobiček	Prodaja
31.12.2003	7.169	6.022	5.014	24.454
31.12.2004	7.578	6.239	5.365	28.247



31.12.2005	8.495	7.217	6.130	31.005
31.12.2006	9.947	8.086	7.175	36.031

Vir: Letna poročila podjetja od 2003 do 2006

Podjetje je v minulih štirih letih dosegalo konstantno rast nekaterih najpomembnejših kategorij poslovanja. Prodaja se je tako povečala z dobrih 24 milijard USD konec leta 2003 na preko 36 milijard USD v letu 2006, kar pomeni, da je v povprečju rasla z več kot 10 % na leto. Podobne stopnje letnih rasti dosegajo tudi ostale računovodske kategorije, EBITDA se je tako povečevala s povprečno 8,5 % na leto, čisti dobiček pa je rasel v povprečju z 9,4-odstotno stopnjo rasti.

## 6.2. Primerjava podjetja Novartis s konkurenti

Celovita relativna analiza podjetja Novartis v primerjavi z njegovimi konkurenti je podana z namenom dopolnitve oziroma boljšega vpogleda v trenutne razmere v panogi. Podrobnejša analiza stanja na trgu mi bo tako omogočila oblikovanje objektivnejših predpostavk, ki zadevajo prihodnjo smer razvoja podjetja. Omenjeno oblikovanje predpostavk je odločilnega pomena za napovedovanje prostih denarnih tokov, s pomočjo katerih bom ocenili notranjo vrednost podjetja. Krajše predstavitev Novartisovih neposrednih konkurentov in njihove SWOT analize so predstavljene v Prilogi 6. V nadaljevanju si sledijo njihove relativne primerjave, ki zajemajo nekatere osnovne vidike poslovanja podjetij, njihov namen je pridobitev informacij o njihovem preteklem poslovanju. Vsak posamezen vidik sem ocenil s številom točk. Njihove vrednosti se gibljejo med 1 in 10, pri čemer velja, da višje število točk pomeni boljšo oceno za podjetje. Njihova višina je opredeljena izključno na podlagi subjektivnih ocen. Pri omenjenem početju sem uporabil vire, ki jih pri svojem delu uporabljajo finančni analitiki. Te ocene so prikazane ob koncu analize v posebni tabeli, kjer so vsakemu proučevanemu vidiku poslovanja pripisane tudi uteži. Doseženo število točk pri različnih vidikih poslovanja podjetij nato pomnožim s pripisanimi utežmi, zatem pa te zmnožke med seboj seštejem, njihova vsota pa predstavlja skupno oceno. Sledi končna razvrstitev podjetij ter podrobnejša razlaga rezultatov.

### 6.2.1. Vrednotenje po kazalcih

Pri posameznih kazalcih odstopa predvsem zelo visok P/E pri Sanofi Aventisu. Višje vrednosti omenjenega kazalca navadno vključujejo pričakovanja investitorjev po izrazitem izboljšanju poslovnih rezultatov v prihodnje. Tako visoka vrednost bi lahko izhajala iz dejstva, da ima podjetje tretji največji razvojno-raziskovalni oddelek na svetu, s preko 100 zdravili v posameznih fazah razvoja. Če omenjeni kazalec primerjam z istim kazalcem podjetja Novartis, lahko zaključim, da je podjetje Sanofi Aventis, v primerjavi s konkurenti, precenjeno. AstraZeneca in GlaxoSmithKline imata visoki vrednosti kazalca P/B. Vrednosti sta izrazito visoki predvsem zato, ker gre za podjetji v zreli fazi razvoja, vendar podobno velja tudi za preostali dve podjetji. Deloma lahko tako visoki vrednosti kazalca P/B pripišem visokim vrednostim kazalcev donosnosti ROE ter ROA v primerjavi z neposrednimi konkurenti. A gre po moji presoji pri njihovi vrednotenju le za previsoki ceni delnic glede na knjigovodski vrednosti kapitala. Kazalca donosnosti podjetja Sanofi Aventis sta občutno nižja od ostalih podjetij, kar je razlog več, da sem temu podjetju namenil daleč najnižjo oceno. Kazalec P/S je pri vseh podjetjih približno enak, podobno lahko ugotovim za vrednosti kazalca EV/EBITDA, tako trg na podlagi teh dveh kazalcev vsa podjetja vrednoti podobno.

**Tabela 5: Vrednosti izbranih kazalcev**

Kazalci	Sanofi Aventis	Novartis	GlaxoSmithKline	AstraZeneca
P/E	28,3	18,28	17,27	18,94
P/B	2,31	3,79	10,03	6,98
P/S	3,76	3,82	3,84	3,95
EV/EBITDA	11,81	11,1	10,48	10,76
ROE	5,01	20,11	37,12	33,61
ROA	2,56	12,12	18,7	18,64

Vir: Lastni izračuni, 2008.

### 6.2.2. SWOT analiza

V okviru prednosti znotraj SWOT analize se bohotita Novartisov razvojni oddelek s kar 138 zdravili ter izredno uspešna generična divizija Sandoz. Najvišje ocene mu preprečujejo nevšečnosti povezane z zdravili Zelnorm in Gleevec. Opozoril bi tudi na dejstvo, da je Novartis od vstopa v novo tisočletje prepričljivo najuspešnejše originatorsko podjetje, zgolj v ZDA so v minulih sedmih letih začeli uspešno tržiti kar 14 novih zdravil, samo lani pa je FDA odobrila trženje zgolj 17 novim zdravilom, od tega so bila 3 Novartisova. Ima pa to seveda tudi negativne posledice, tako se je v zadnjem obdobju občutno povešalo število vloženih tožb glede patentnih zaščit, kar na drugi strani pomeni naraščajoče stroške rezervacij. Sanofi Aventis ima tretji največji proračun, namenjen raziskavam in razvoju ter prevladujoč položaj na trgu cepiv, a so mu nedavno potekle patentne zaščite trem prodajno zelo uspešnim zdravilom. Za točko nižjo oceno si je prislužil GlaxoSmithKline, prav tako zaradi poteka trem od skupno sedmih prodajnih uspešnic, obenem pa so v zadnjem času doživeli še štiri zavrnitve s strani FDA za zdravila, ki so sicer že bila v fazi 3 svojega razvoja. Njihovo prednost predstavlja izredno širok prodajni program, pri čemer prevladujejo na področju raziskav povezanih z virusom HIV, poleg tega pa v prvi polovici leta 2008 napovedujejo začetek trženja cepiva proti črevesnemu raku, ki naj bi po napovedih že prvo leto prineslo preko 2 mrd USD prihodkov od prodaje. Najnižjo oceno si je prislužilo podjetje AstraZeneca, predvsem zaradi težav z zdravilom Crestor, saj njegova usoda na najpomembnejšem trgu zaenkrat še ni jasna. Sočasno jim je bilo s strani regulatorja izdano negativno mnenje za štiri zdravila, ki so bila poprej že v fazi 3 svojega razvoja.

**Tabela 6: SWOT analiza podjetja Novartis**

<b>Prednosti</b>	<b>Slabosti</b>
Generični del (Sandoz) je vodilni na svojem področju, z dobro razvejano mrežo zdravil na ključnih tržiščih	Zaustavitev prodaje zdravila Zelnorm zaradi dodatnih pojasnil v zvezi z njegovimi stranskimi učinki
Novartis je glede na konkurente izdal največ novih zdravil na tržišče od leta 2000 dalje. V ZDA je izdal in pridobil dovoljenje za 14 novih zdravil v tem obdobju	Nedavna neuspešna testiranja morebitnega zdravila za rak PTK/ZK so močno razočarala, saj je imelo poslovodstvo z njim velike načrte v prihodnosti
Ima najmočnejši razvojni oddelek, je vodilni farmacevt na področje onkologije, njihovi ključni zdravili sta Gleevec in Zometa, nadaljnja rast povpraševanja po najbolj prodajanem zdravilu (Diovan)	Opustitev nadaljnjega razvoja zdravila za holesterol pod oznako NKS-104 ter zavrnitev s strani EMEA
<b>Priložnosti</b>	<b>Nevarnosti</b>
Podpisali dogovor z biofarmaceutskim podjetjem Human Genom za pridobitev pravic za razvoj in prodajo Albuferona (hepatitis C), trenutno se nahaja v fazi 3 testiranj	Nekateri pacienti, ki jemljejo Gleevec, so nanj postali imuni. V podjetju že imajo nadomestno zdravilo imenovano Sprycell, vendar še čakajo na dovoljenje za uporabo
S prevzemom NeuTec Pharma bo Novartis okrepil svojo navzočnost na področju onkologije	Nedavni prevzemi generičnih podjetij lahko znižajo profitabilnost, saj generična podjetja poslujejo z nižjimi maržami
Podjetje ima v lasti tudi 33% delnic Roche AG, premorejo Tamiflu (ptičja gripa)	Veliko število tožb povezanih s patentnimi zaščitami

Vir: Conover, 2007 ter Purcell, 2007.

### 6.2.3. Napovedi tujih analitikov

Relativno ocenjevanje pričenem s priporočili, ki so jih podjetjem podelili finančni analitiki največjih investicijskih hiš. Njihova priporočila se lahko glasijo kupi, drži ali prodaj. Kot izhaja iz spodnje tabele je največ optimizma, glede prihodnjega gibanja cen delnic, povezanih z Novartisom. Prikazana priporočila sem upošteval pri dodelitvi ocen, tako sem podjetju Novartis dodelil najvišjo oceno, oceno nižje pa sem namenil Sanofi Aventisu. Podjetji GlaxoSmithKline in AstraZeneca sta dobili najnižji oceni, tudi na račun izostanka priporočil tujih analitikov.

**Tabela 4: Priporočila tujih analitikov**

<b>Ocene tujih analitikov</b>	<b>Sanofi Aventis</b>	<b>Novartis</b>	<b>GlaxoSmithKline</b>	<b>AstraZeneca</b>
IIIR	Drži	Kupi	Drži	Drži
S&P	Drži	Kupi	Kupi	Kupi
Merryl Lynch	Drži	Kupi	Drži	n.p.
Zacks	Kupi	Drži	n.p.	Drži
Yahoo!Finance	Drži	Kupi	Drži	n.p.

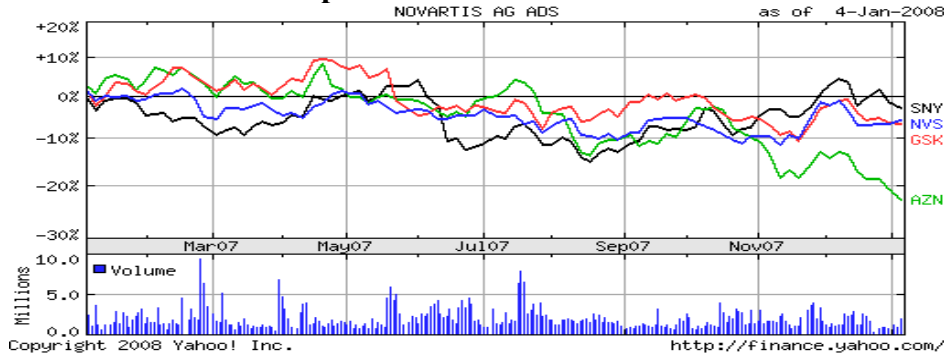
Vir: Bloomberg, 2008.

### 6.2.4. Gibanje cene delnice v preteklosti

Gibanje cen delnic proučevanih podjetij je bilo v letu 2007 med sabo precej podobno. Opazen je negativen trend, saj so delnice vseh štirih proučevanih podjetij izgubile na svoji vrednosti. Najmanj je izgubila delnica Sanofi Aventis, zato njej namenim najvišjo oceno, Novartis in

GlaxoSmithKline sta izgubila približno 6 %, medtem ko je delnica AstraZeneca v zadnjem četrtletju lanskega leta dobesedno potonila in pri tem izgubila skoraj četrtno svoje vrednosti.

**Slika 5: Kumulativne spremembe cene delnic od 1.1.2007 do 1.1.2008**



Vir: Yahoo Finance, 2008.

### 6.2.5. Kreditno tveganje

Različne investicijske hiše v okviru opravljanja svoje dejavnosti izdajajo tudi bonitetne ocene posameznih podjetij. Podobno kot pri nakupnih ali prodajnih priporočilih, so tudi na področju kreditnih bonitetnih ocen njihova priporočila standardizirana, saj jih tako lažje primerjamo med seboj. Najvišjo oceno predstavlja oznaka AAA, vsaka črka ali znak manj od omenjene kombinacije predstavlja slabšo bonitetno oceno. Tako se je pri dodelitvi kreditnih bonitetnih ocen najbolje odrezal Novartis, visoko oceno pa sem dodelil tudi AstraZeneci, slednja gre na račun najnižje zadolženosti med obravnavanimi podjetji.

**Tabela 7: Kreditno tveganje**

	Sanofi-Aventis	Novartis	GlaxoSmithKline	AstraZeneca
S&P	AA-	AAA	AA	AA+
Moody's	A1	-	-	Aa2
Fitch	AA-	AAA	AA	AA+

Vir: Bloomberg, 2008.

### 6.2.6. Tveganje delnice

Ocene o tveganosti posamezne delnice so pridobljene s pomočjo že večkrat omenjenega finančnega portala Bloomberg. Prvo opazno dejstvo je, da so vse bete podjetij nižje od 1, kar pomeni, da gre za podpovprečno tvegana podjetja glede na trg v povprečju. Po podatkih, ki so mi bili na voljo, bi vlagatelji najmanj tvegali, če bi svoje prihranke vložili v podjetje GlaxoSmithKline, zato omenjenemu podjetju najvišja ocena v okviru tega dela analize. Sledita mu Novartis in AstraZeneca, relativno najbolj tvegan je Sanofi Aventis, to pa je razlog, da sem mu dodelil najnižjo oceno.

**Tabela 8: 5-letne prilagojene bete glede na lokalne indekse**

	5-letna beta
Sanofi Aventis	0,71
Novartis	0,84
GlaxoSmithKline	0,91
AstraZeneca	0,84

Vir: Bloomberg, 2008.

### 6.2.7. Skupna ocena

Število točk, ki sem jih namenil posameznemu izmed proučevanih podjetij, sem podal na podlagi pridobljenih analiz tujih analitikov, informacij iz letnih poročil podjetij, javnih objav ter medsebojne primerjave kazalnikov podjetij, pri čemer sem nekatere izmed njih pridobil tudi s pomočjo podatkov iz finančnega portala Bloomberg. Opozarjam, da gre pri spodnjih ocenah za izključno subjektivne vrednosti števila podeljenih točk. S tem dopuščam možnost različnih končnih izidov ter posledično vrstnega reda, ob uporabi enakih virov podatkov in informacij, do katerih bi prišli različni ocenjevalci vrednosti podjetja. Vendar omenjeno ni odločujočega pomena za samo analizo notranje vrednosti podjetja, saj tudi prikazana različica relativnih metod vrednotenja podjetij ni bila izdelana z namenom pridobitve ocene notranje vrednosti podjetja. Resnični namen uporabe tovrstne metode je bil zgolj prikaz ene izmed mnogih oblik relativne analize konkurenčnih podjetij v praksi. Iz nje izhaja, da je podjetje z najvišjim seštevkom števila točk, po kriterijih in merilih pričujoče analize, najprimernejše za uvrstitev v vlagateljev portfelj.

**Tabela 9: Zbirna tabela**

	Priporočila tujih analitikov	Vrednosti izbranih Kazalcev	SWOT analiza	Gibanje cene delnice v zadnjem letu	Kreditno tveganje	Tveganje delnice	Skupno število doseženih točk
<b>Ponder</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,15</b>	<b>0,05</b>	
Sanofi Aventis	7	4	7	7	6	6	<b>5,9</b>
Novartis	8	8	7	6	9	7	<b>7,6</b>
GlaxoSmithKline	6	7	6	6	7	8	<b>6,55</b>
AstraZeneca	6	7	5	5	8	7	<b>6,25</b>

Vir: Lastne ocene, 2008.

V okviru omenjene analize se je najbolje odrezal Novartis, ki je prejel skupno 7,6 točk, za njim so se zvrstili GlaxoSmithKline, AstraZeneca ter Sanofi Aventis. Na tem mestu velja opozorilo, da zaenkrat ne vem še ničesar o notranji vrednosti delnice podjetja Novartis, še manj pa o njeni morebitni podcenjenosti oziroma precenjenosti. Omenjeno bom ugotovil v nadaljevanju z oceno notranje vrednosti delnice s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov.

## 6.3. Ocena notranje vrednosti enote lastniškega kapitala s pomočjo metode DCF

### 6.3.1. Osnova za napovedovanje prihodnjih denarnih tokov

Napoved pričakovanih prihodnjih denarnih tokov mora imeti podlago, iz katere izhajajo oziroma na katero se navezujejo napovedi ostalih kategorij, ki so potrebne za pridobitev ocene notranje vrednosti podjetja. Sam sem uporabil na povpraševanju zasnovan način, kar pomeni, da sem za njihovo osnovo uporabil napovedi o prihodnjih prihodkih od prodaje.

**Tabela 10: Napoved prodaje po divizijah v milijon USD od leta 2007 do leta 2011**

	2007	2008	2009	2010	2011
Diovan	4.682	4.932	5.112	5.227	4.799
Lescol	695	741	815	886	1.001
Tekturna	150	585	990	1.456	1.699
Lotrel	1.152	1.278	1.419	1.575	1.748
Ostalo	2.848	2.922	3.631	4.365	5.042
<b>Segment srčnih bolezni</b>	<b>9.527</b>	<b>10.458</b>	<b>11.967</b>	<b>13.509</b>	<b>14.289</b>
Femara	884	1.096	1.253	1.415	1.506
Gleevec	1.615	1.776	1.954	2.149	2.364
Ostalo	551	1.069	1.171	1.284	1.410
<b>Segment onkologije</b>	<b>3.050</b>	<b>3.941</b>	<b>4.378</b>	<b>4.848</b>	<b>5.280</b>
Excelon	612	728	827	918	1.024
Lamisil	637	344	377	369	379
Neoral	875	885	901	912	922
Sebivo	175	307	480	636	740
Ostalo	5.342	5.902	6.441	7.052	7.566
<b>Segment transplatacije</b>	<b>7.641</b>	<b>8.166</b>	<b>9.026</b>	<b>9.887</b>	<b>10.631</b>
Visudyne	186	228	260	291	332
Lucentis	390	530	635	735	864
<b>Ostalo</b>	<b>2.914</b>	<b>3.522</b>	<b>4.283</b>	<b>5.016</b>	<b>5.736</b>
<i>Nova zdravila</i>	/	256	805	1.320	3.274
<b>DIVIZIJA FARMACIJA</b>	<b>21.963</b>	<b>24.961</b>	<b>28.765</b>	<b>32.585</b>	<b>36.940</b>
<b>DIVIZIJA CEPIVA</b>	<b>1.422</b>	<b>1.875</b>	<b>2.175</b>	<b>2.665</b>	<b>2.911</b>
<b>GENERIČNA DIVIZIJA</b>	<b>6.951</b>	<b>7.995</b>	<b>8.904</b>	<b>9.944</b>	<b>10.750</b>
<b>DIVIZIJA ZA SAMOZDRAVLJENJE</b>	<b>10.379</b>	<b>10.973</b>	<b>11.457</b>	<b>11.750</b>	<b>12.037</b>
<b>Skupaj prodaja</b>	<b>40.715</b>	<b>45.804</b>	<b>51.301</b>	<b>56.944</b>	<b>62.638</b>

Vir: Purcell, 2007a ter lastni izračuni.

Napoved prihodnjih denarnih tokov temelji na konsolidiranih izkazih podjetja Novartis. Pomeni, da so v omenjenih izkazih upoštevani tudi rezultati v preteklosti prevzetih podjetij, pri čemer sem enkratne dogodke, kot je primer prodaje živilske enote Gerber v višini 5,5 milijard USD švicarskemu Nestleju, zaradi objektivnejših napovedi, zanemaril. Pri vrednotenju na podlagi diskontiranih denarnih tokov je nedvomno najpomembnejša napoved prihodkov od prodaje. Na prihodke od prodaje se namreč navezuje večina ostalih postavk tako izkaza uspeha kot tudi bilance stanja. Pri napovedi prihodkov od prodaje sem upošteval njihove povprečne stopnje rasti v zadnjih štirih letih, hkrati sem upošteval napovedi, da bodo izdatki z zdravjem povezanimi produkti na njihovem najpomembnejšem trgu v prihodnjem desetletju narasli na kar 18 % celotnih izdatkov gospodarstva. Obenem imajo tovrstne napovedi svojo legitimno podlago tudi v napovedih povezanih s starajočim se prebivalstvom, še posebej v ZDA in Zahodni Evropi, kot tudi v naraščanju števila ljudi po svetu.

Prihodki od prodaje so v obdobju od 2002 do 2006 povprečno rasli z 10,2 % na leto. Prodajo sem razdelil po posameznih divizijah, v okviru najpomembnejše divizije farmacije pa tudi po posameznih najpomembnejših zdravilih. Najbolj natančno sem lahko napovedal višino prihodkov od prodaje za leto 2007, razlog zato je preprost, za omenjeno leto je namreč na voljo največ verodostojnih podatkov. Tako naj bi prihodki od prodaje v letu 2007 znašali 40,7 milijard USD,

do leta 2011 pa bi se v skladu z mojimi predpostavkami povzpeli na 62,6 milijard USD. Celotne napovedi ostalih postavk izkaza uspeha in bilance stanja so podrobneje predstavljene v nadaljevanju v Prilogah 7 in 8. Največ prihodkov od prodaje ustvari zdravilo proti povišanemu krvnemu pritisku Diovan, ki ustvari preko 11 % vseh Novartisovih prihodkov. Njegova prodaja naj bi se po napovedih še povečevala, in sicer do leta 2011, takrat se mu bo namreč iztekla patentna zaščita.

### 6.3.2. Ocena zahtevane stopnje donosa

Ker vlagatelji kupujejo vrednostne papirje danes, denarne tokove pa podjetje ustvarja v prihodnosti, je treba le-te pretvoriti v sedanjost, pomeni na 1.1.2008. To storim z uporabo ustrezne diskontne stopnje, ki jo predstavlja ocena zahtevane stopnje donosa, z njo vlagatelji ocenijo negotovost povezano z nastankom prihodnjih denarnih tokov. Pri oceni zahtevane donosnosti nisem upošteval dodatka, ki bi ga moral sicer upoštevati pri naložbah v manjša podjetja, hkrati pa ni bilo potrebe po uporabi dodatka za deželno tveganje, saj to pri švicarskih podjetjih naj ne bi obstajalo.

Zahtevano donosnost kapitala pridobim s pomočjo uporabe CAPM modela, ki je podrobneje opisan v poglavju 3.1.2.. Iz njega izhaja, da investitorji v primeru investiranja v posamezno podjetje pričakujejo dodaten donos, donos, ki presega višino donosa netveganega vrednostnega papirja. Pri samem izračunu zahtevane stopnje donosa so torej potrebni podatki o velikosti bete, o donosu netveganega vrednostnega papirja ter podatek o višini premije za tveganje.

Za opredelitev višine netvegane obrestne mere sem izhajajoč iz dejstev, da Novartis poleg domačega trga kotira tudi na borzi v New Yorku (*ang. New York Stock Exchange*), obenem pa ZDA predstavljajo njihov najpomembnejši trg, uporabil povprečen donos ameriških državnih obveznic od 1996 do leta 2006. Ta je znašal 5,2 %. Za oceno Novartisove bete sem uporabil podatek iz finančnega portala Bloomberg, kjer njena vrednost znaša 0,84. Premija za tveganje je enaka razliki med donosnostjo popolnoma razpršenega premoženja in netvegane obrestne mere. Tako sem za njeno oceno uporabil podatke o razliki med povprečno stopnjo donosa delnic in državnih obveznic v ZDA v obdobju od 1960 do 2006, omenjena premija znaša 4,91 %.

$$r_i = 5,20\% + (4,90\%) * 0,84$$
$$r_i = 9,32\%$$

Izračunana zahtevana donosnost, pridobljena s pomočjo zgoraj opredeljenih vhodnih postavk modela CAPM, tako znaša 9,32 %.

### 6.3.3. Ocenjena vrednost delnice Novartis

V spodnji tabeli prikazujem izračun prostih denarnih tokov lastnikom kapitala s pomočjo metode DCF. Vse v njej uporabljene vrednosti posameznih postavk so podrobneje prikazane in pojasnjene, vključno z njihovim izračunom, v Prilogah 7 in 8. Sam izračun se prične z opredelitvijo pričakovanega dobička iz poslovanja pred plačilom davkov po posameznih letih obdobja napovedovanja. Od tako opredeljenih vrednosti nato odštejem pričakovano višino davčnih obveznosti. Zatem odštejem še spremembe v obratnem kapitalu ter prištejem pričakovani znesek amortizacije. Tako dobljeni vrednosti je treba odšteti še vrednost pričakovanih investicij.

Vrednost, ki ostane, predstavlja proste denarne tokove podjetja. V zadnjem koraku, z uporabo primerne diskontne stopnje, denarne tokove prevedem na sedanost. Vsota njihovih sedanjih vrednosti v eksplicitnem obdobju tako znaša 21.822 milijonov USD.

**Tabela 11: Napoved prostih denarnih tokov lastnikom kapitala v milijonih USD**

	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT	10.145	11.443	12.850	14.306	15.789
NOPAT	8.623	9.727	10.923	12.160	13.420
Sprememba obratnega kapitala	1.571	1.768	1.980	2.198	2.417
Amortizacija	2.239	2.519	2.822	3.132	3.445
Kapitalske investicije	4.780	5.377	6.023	6.685	7.354
Prosti denarni tok	4.512	5.101	5.742	6.409	7.094
Diskontni faktor	9,1%	8,4%	7,7%	7,0%	6,4%
Sedanja vrednost prostih denarnih tokov	4.127	4.268	4.395	4.488	4.544

Vir: Lastni izračuni.

Sledi izračun končne vrednosti podjetja po preteku eksplicitnega obdobja, ta znaša 153.809 milijonov USD. Omenjeni znesek dobim na način, da ocenjeno vrednost prostih denarnih sredstev v letu 2011 pomnožim s pričakovano stopnjo rasti v prihodnje ter tako izračunani znesek delim z razliko med CAPM in pričakovano stopnjo rasti v prihodnje. Dobljeni znesek prav tako diskontiram na sedanost, in na ta način dobim vrednost 98.511 milijonov USD. Omenjeni vrednosti nato prištejem sedanjo vrednost prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju, od njune vsote zatem odštejem vrednost dolgov, prištejem pa denar ter vrednost kratkoročnih naložb. Znesek, ki ga dobim predstavlja višino kapitala, ki pripada njegovim lastnikom. Pred končnim izračunom notranje vrednosti podjetja na delnico, je treba od števila vseh delnic odšteti višino lastnih delnic. V zadnjem koraku tako delim vrednost lastniškega kapitala s številom delnic.

**Tabela 12: Izračun vrednosti enote lastniškega kapitala v milijon USD**

Vrednost denarnih tokov podjetja po eksplicitnem obdobju	153.809
Sedanja vrednost denarnih tokov podjetja po eksplicitnem obdobju	98.511
Sedanja vrednost denarnih tokov v eksplicitnem obdobju	21.821
Dolg	6.511
Denar	4.072
Kratkoročne finančne naložbe	4.140
Lastne delnice	380.739.541
Vrednost lastniškega kapitala	122.033
Število vseh delnic	1.967.491.918
<b>Ocena notranje vrednosti na delnico na dan 1. 1. 2008</b>	<b>62 USD</b>

Vir: Lastni izračuni.

Ocenjena notranja vrednost enote lastniškega kapitala na dan 1.1.2008 znaša 62 USD. Njena tržna vrednost z dne 1.1.2008 pa je znašala 54,92 USD. Na ta način izračunana notranja vrednost presega tržno za 12,9 %. Ocenjujem, da je ocena notranje vrednosti podjetja Novartis pridobljena s pomočjo opisanega modela, podcenjena. Obstoječa negotovost na kapitalskih trgih, katero je v največji meri povzročila ameriška hipotekarna kriza, daje Novartisovi delnici, tudi na račun necikličnosti farmacevtske panoge, še dodatno privlačnost. Seveda pa bo prihodnost pokazala ali se bo njeno tržna cena res približala ocenjeni notranji vrednosti podjetja. Pri tem velja



opozorilo, da je pričujoča ocena izključno posledica mojih lastnih predpostavk in pričakovanj glede prihodnjega poslovanja podjetja Novartis.

## 7. SKLEP

Nepopolna učinkovitost trgov kapitala vodi do odstopanj med tržno ceno posameznega vrednostnega papirja, izoblikovano na organiziranem trgu kapitala, in njeno notranjo vrednostjo. Ocenjevanje notranje vrednosti podjetja je zahtevno delo, saj notranja vrednost podjetja izhaja iz napovedi prihodnjih denarnih tokov, izraženih z njihovo sedanjo vrednostjo. Ker je z napovedovanjem prihodnjega razvoja dogodkov povezana negotovost, so negotove tudi same napovedi o notranji vrednosti podjetja. To je razlog, da gre pri napovedih notranjih vrednosti zgolj za njihovo oceno, za pridobitev katere so potrebne številne predpostavke, ki izhajajo iz subjektivnih pričakovanj finančnega analitika v povezavi s prihodnjim razvojem podjetja. Pri napovedih nudijo oporo različni viri in orodja, a gre na koncu vendarle za napovedi in predpostavke, ki so neločljivo povezane s subjektivnimi pričakovanji ocenjevalca.

Znanih je mnogo metod vrednotenja podjetij, ki jih lahko razdelimo v dve skupini. V okviru statičnih metod sem podrobno prikazal in opisal izračun nekaterih v praksi najbolj uporabljenih kazalcev. Vzrok, da se omenjene metode imenujejo relativne metode vrednotenja, izhaja iz dejstva, da izračunane vrednosti različnih kazalcev relativno primerjamo med poprej opredeljenimi primerljivimi podjetji. Opredelitev primerljivih podjetij je eden izmed ključnih korakov pri uspešnosti finančne analize. Uporaba kazalcev, kot so multiplikator dobička, multiplikator knjigovodske vrednosti, kazalec vrednosti podjetja v primerjavi z dobičkom iz poslovanja pred amortizacijo ter obeh kazalcev donosnosti, je dandanes izjemno razširjena, predvsem zaradi njihovega razmeroma enostavnega izračuna. Pri tem bi rad opozoril, da se je za njihovo učinkovitejšo uporabo treba zavedati tudi njihovih slabosti. Tako dobijo nemalokrat višjo vsebinsko vrednost šele potem, ko jih obravnavamo skupaj.

Dinamične metode vrednotenja vrednosti podjetij veljajo za zahtevnejše, dolgotrajnejše, predvsem pa vsebujejo veliko mero subjektivnosti. Vsi modeli izhajajo iz podobne osnove. Tako naj bi bila vrednost podjetij enaka sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov oziroma dividend, pri čemer jih je treba prevesti na današnji čas z uporabo diskontnega faktorja. Višino tega opredeljuje zahtevana stopnja donosa, ta pa je odvisna od tveganosti same naložbe. V diplomskem delu sem prikazal celovit postopek izračuna ocene notranje vrednosti podjetja s pomočjo ene izmed najpogosteje uporabljenih metod, metode diskontiranih denarnih tokov. Umestil in predstavil sem jo v okviru dinamičnih metod, opisal ter navedel njene prednosti in slabosti ter na koncu predstavil še njeno praktično uporabo na primeru ocene notranje vrednosti podjetja Novartisa. S tem sem predstavil oba vidika, tako teoretičnega kot praktičnega, pri čemer naj ponovno opozorim, da pridobljena ocena notranje vrednosti podjetja Novartis temelji na, v času pisanja diplomskega dela, dostopnih in poznanih informacijah tako o panogi kot podjetju samem. S tem dopuščam možnost odstopanj med lastno oceno notranje vrednosti podjetja Novartis in ocenami drugih finančnih analitikov, zato je pri prebiranju tovrstnih analiz potrebna kritična distanca bralca.

Razlog za prikaz dveh različnih metod vrednotenja je preprost, vodila me je želja po čim večji objektivnosti pridobljene ocene vrednosti s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov. Pogoji zato je poznavanje poslovanja podjetja ter delovanja in zakonitosti, ki vladajo znotraj panoge. Le

tako je namreč možno vsaj približno predvideti prihodnji razvoj dogodkov. Farmacevtska podjetja se dandanes soočajo z mnogoterimi izzivi, na katere bolj ali manj uspešno odgovarja vsako podjetje posebej. Panogo zaznamujejo hitro spreminjajoče se razmere, na katere se morajo podjetja še hitreje prilagajati. Svetlo prihodnost farmacevtskim podjetjem tako zagotavljajo akumulirano znanje, močni razvojni oddelki, izobraženi kadri, višina kapitala, močne blagovne znamke ter nadaljnje strateške in kapitalske povezave med njimi.

Ocena notranje vrednosti podjetja Novartis, pridobljena na podlagi metode DCF, je pokazala na relativno podcenjenost vrednostnega papirja v primerjavi s tržno ceno z dne 1.1.2008. Predpostavljam, da bo tudi srednje učinkovit trg kapitala v prihodnje vodil do zniževanja razlik med oceno notranje vrednosti in tržno vrednostjo podjetja.

## LITERATURA

1. Bennett Sara, Quick D. Jonathan, Velasquez German: Public-private Roles in the Pharmaceutical Sector. B.k., World Health Organization, 1997. 33 str.
2. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
3. Borak Neven: Lastništvo in prestrukturiranje: kaj lahko pričakujemo?. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 1998, št. 1-2, str. 199-209.

4. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Ehrhardt Michael C.: Financial Management Theory and Practice. Ninth Edition. Forth Worth : Dryden Press, 1999. 1087 str.
5. Conover Damien : Novartis is set for long-term growth off its products diversity and robust pipeline. MorningStar.  
[URL:<http://quicktake.morningstar.com/StockNet/MorningstarAnalysis.aspx?Country=USA&Symbol=NVS&stocktab=analysis&pgid=qtqnavanalysis>], 17.7.2007.
6. Conover Damien : Sanofis products losing patent protection. MorningStar.  
[URL:<http://quicktake.morningstar.com/StockNet/MorningstarAnalysis.aspx?Country=USA&Symbol=SNY&pgid=qtqmlinkanalysis>], 19.6.2007a.
7. Conover Damien : Strong existing drugs overcome patent losses. MorningStar.  
[URL:<http://quicktake.morningstar.com/StockNet/MorningstarAnalysis.aspx?Country=USA&Symbol=AZN&pgid=qtqmlinkanalysis>], 26.7.2007b.
8. Conover Damien : Glaxos strong pipeline and diverse operating segments offer opportunities for steady growth. MorningStar.  
[URL:<http://quicktake.morningstar.com/StockNet/MorningstarAnalysis.aspx?Country=USA&Symbol=GSK&pgid=qtqmlinkanalysis>], 31.7.2007c.
9. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. Third Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2000. 490 str.
10. Damodaran Aswath: Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. New York : John Wiley & Sons, 1994. 426 str.
11. Damodaran Aswath: The Dark Side of Valuation. New York : Prentice Hall PTR, 2001. 479 str.
12. Damodaran Aswath: Investment Philosophies. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2003. 352 str.
13. Damodaran Aswath: Relative Valuation : First Principles.  
[URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch1.pdf>], 2007.
14. Deželan Silva: Učinkovitost slovenskega trga kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 104 str.
15. Dorsey Pat: The Five Rules for Successful Stock Investing: Morningstar's Guide to Building Wealth and Winning in the Market. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2004. 364 str.
16. Fama F. Eugene: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. New York : Journal of Finance, 25(1970), II, str. 383-418.
17. Grabowski Henry: Patents, Innovation and Access to New Pharmaceuticals. New York : Duke University, 2002. 19 str.
18. Jones P. Charles: Investments: Analysis and Management. Sedma izdaja. New York : Wiley finance editions, 2000. 615 str.
19. Kesič Dragan: Farmacija. Farmacija še naprej dinamična. Finance, Ljubljana, 26.2.1999, str. 8.
20. Lofthouse Stephen: Investment management. 2. izdaja. Chichester : J. Wiley, 2001. 589 str.
21. Mann Paul : Heading into H1 results and potential strategic upside. Deutsche Bank.  
[URL:<https://ger.db.com/ger/document/ShowPdf.eqsr?productIDMore=0900b8c080c55922>], 19.7.2007.
22. Marron B. Donald: A CBA Study: Research and Development in the Pharmaceutical Industry. B.k., The Congress of the United States, 2006. 55 str.
23. Maček Klančič Marija: Vrednotenje podjetij (na primeru Gradis podjetje za inženiring). Diplomsko delo. Ljubljana :Ekonomska fakulteta, 1993. 47 str.
24. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.

25. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 125 str.
26. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 185 str.
27. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000a. 471 str.
28. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 191 str.
29. Norčič Oto: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Ljubljana : ČZ Uradni list Republike Slovenije, 1994. 322 str.
30. Purcell Mark : Buying stairway to haven. Deutsche Bank.  
[URL:<http://ger.db.com/ger/document/ShowPdf.eqsr?productIDMore=0900b8c080a0538f>], 25.1.2007.
31. Purcell Mark : Premium growth outlook, but worth witing for now? Deutsche Bank.  
[URL:<https://ger.db.com/ger/document/ShowPdf.eqsr?productIDMore=0900b8c080c67272>], 18.7.2007a.
32. Reilly Frank K., Brown Keith: Investment Analysis and Portfolio Management. Mason : South-western, 2006. 1162 str.
33. Sekavčnik Bojan: Temeljna analiza delnic s poudarkom na finančni analizi podjetja ter analizi tveganja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 46 str.
34. Purcell Mark : Recovery unlikely ahead of improved Avandia visibility. Deutsche Bank.  
[<https://ger.db.com/ger/document/ShowPdf.eqsr?productIDMore=0900b8c080c56163>], 19.7.2007b.
35. Stiglitz E. Joseph: Naj se raje podeljujejo nagrade, ne patenti. Finance : Ljubljana, 2007, 106, str 11.
36. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.
37. Tajnikar Maks: Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih. 2. izdaja. Portorož : Visoka šola za podjetništvo, 2000. 308 str.
38. Teitelbaum Richard: The World Top Analysts. New York : Bloomberg Markets, 2006. 188 str.
39. Tratnik Simon: Združitve in prevzemi v farmacevtski panogi. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 113 str.
40. Urbanija Anamarija: Farmacija. Generična zdravila na žlici jabolčne čežane. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 4, str. 59-61.
41. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. 2.izdaja. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1995. 571 str.
42. Williams C. Arthur, Heins M. Richard: Risk Management and Insurance. Četrta izdaja. New York : McGraw-Hill. 1981. 721 str.

## VIRI

1. Donosnost ameriških državnih obveznic : Damodaran On-line.  
[URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>], 3.8.2007.
2. Finančni portal Bloomberg On-Line. [URL: <http://bloomberg.com>], 15.8.2007.
3. Finančni portal Yahoo Finance.

- [URL:<http://finance.yahoo.com/q/bc?t=1y&s=NVS&l=on&z=m&q=l&c=GSK%2CAZN%2C+SNF>], 3.1.2008.
5. Ljubljanska borza,d.d.. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=435>], 3.8.2007.
  6. Ljubljanska borza,d.d..  
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=728&sid=AEust0loafDcF5E5>], 3.8.2007.
  7. Letno poročilo AstraZeneca za leto 2003.
  8. Letno poročilo AstraZeneca za leto 2004.
  9. Letno poročilo AstraZeneca za leto 2005.
  10. Letno poročilo AstraZeneca za leto 2006.
  11. Letno poročilo GlaxoSmithKline za leto 2003.
  12. Letno poročilo GlaxoSmithKline za leto 2004.
  13. Letno poročilo GlaxoSmithKline za leto 2005.
  14. Letno poročilo GlaxoSmithKline za leto 2006.
  15. Letno poročilo Novartis za leto 2003.
  16. Letno poročilo Novartis za leto 2004.
  17. Letno poročilo Novartis za leto 2005.
  18. Letno poročilo Novartis za leto 2006.
  19. Letno poročilo Sanofi Aventis za leto 2003.
  20. Letno poročilo Sanofi Aventis za leto 2004.
  21. Letno poročilo Sanofi Aventis za leto 2005.
  22. Letno poročilo Sanofi Aventis za leto 2006.
  23. Višina netvegane obrestne mere : Damodaran On-line.  
[URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>], 3.8.2007.
  24. Višina premije za tveganje : Damodaran On-line.  
[URL:[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)],  
3.8.2007
  25. Wikipedia [URL: <http://en.wikipedia.org/wiki/Fortune%5F500>], 14.8.2007.

## **PRILOGE**

- PRILOGA 1: Konsolidirana bilanca stanja podjetja Novartis za obdobje 2002 do 2006
- PRILOGA 2: Konsolidirani izkaz uspeha podjetja Novartis za obdobje 2002 do 2006
- PRILOGA 3: Konsolidirani izkaz poslovnega izida v % od prodaje za obdobje 2002 do 2006
- PRILOGA 4: Konsolidirana bilanca stanja v % od prodaje za obdobje 2002 do 2006
- PRILOGA 5: Izbrani kazalniki podjetja Novartis za obdobje 2002 do 2006
- PRILOGA 6: Predstavitev Novartisovih neposrednih tekmecev ter njihove SWOT analize
- PRILOGA 7: Napovedi postavk izkaza uspeha podjetja Novartis v obdobju od 2007 do 2011
- PRILOGA 8: Napovedi postavk bilance stanja podjetja Novartis v obdobju od 2007 do 2011
- PRILOGA 9: Analiza občutljivosti podjetja Novartis

**PRILOGA 1: Konsolidirana bilanca stanja podjetja Novartis za obdobje od 2002 do 2006 v milijon USD**

	2006	2005	2004	2003	2002
<b>SKUPAJ SREDSTVA</b>	68.008	57.732	52.626	49.317	45.025
<b>DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	46.604	36.289	28.568	27.044	24.210
Zemljišča, zgradbe in oprema	10.945	8.679	8.497	7.597	6.321
Neopredmetena sredstva	21.230	13.294	5.629	4.708	4.395
Naložbe v podjetja v skupini	6.111	7.086	7.450	6.848	6.483
Terjatve za odloženi davek	3.903	3.401	2.535	2.401	2.178
Ostala dolgoročna sredstva	4.415	3.829	4.457	5.490	4.833
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	21.404	21.443	24.058	22.273	20.815
Zaloge	4.498	3.725	3.558	3.346	2.963
Poslovne terjatve	6.161	5.343	4.851	4.376	3.697
Kratkoročne finančne naložbe	4.140	4.612	7.809	7.613	6.744
Dobroimetja pri bankah, čeki in gotovina	3.815	6.321	6.221	5.646	5.798
Ostala kratkoročna sredstva	2.790	1.442	1.619	1.292	1.613
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	68.008	57.732	52.626	49.317	45.025
<b>KAPITAL</b>	41.294	33.164	31.315	30.519	28.335
Osnovni kapital	990	994	1.008	1.017	1.025
Lastne delnice	-140	-146	-159	-121	-127
Rezerve	40.444	32.316	30.466	29.623	27.437
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	10.480	9.240	9.462	9.478	8.418
Posojila	656	1.319	2.874	3.191	2.729
Provizije in ostale dolgoročne obveznosti	4.534	4.449	4.248	3.149	2.868
Obveznosti za odloženi davek	5.290	3.472	2.340	3.138	2.821
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	16.234	15.328	11.849	9.320	8.272
Poslovne obveznosti	2.487	1.961	2.020	1.665	1.266
Posojila	6.643	7.135	4.119	2.779	2.841
Ostale obveznosti	6.897	6.232	5.710	4.876	4.165
Prevrednotovalni popravki kapitala	207	0	0	0	0
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI</b>	26.714	24.568	21.311	18.798	16.690
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL</b>	68.008	57.732	52.626	49.317	45.025

Vir: Letna poročila podjetja Novartis od 2003 do 2006.

**PRILOGA 2: Konsolidirana bilanca stanja od prodaje za obdobje 2002 do 2006 v milijon USD**

	2006	2005	2004	2003	2002	Povprečje
<b>SREDSTVA</b>	188,7%	179,2%	186,3%	198,3%	215,7%	<b>193,66%</b>
<b>DOLGOROČNA SREDSTVA</b>	129,3%	112,7%	101,1%	108,8%	116,0%	<b>113,57%</b>
Zemljišča, zgradbe in oprema	30,4%	26,9%	30,1%	30,6%	30,3%	<b>29,65%</b>
Neopredmetena sredstva	58,9%	41,3%	19,9%	18,9%	21,1%	<b>32,02%</b>
Naložbe v podjetja v skupini	17,0%	22,0%	26,4%	27,5%	31,1%	<b>24,79%</b>
Terjatve za odloženi davek	10,8%	10,6%	9,0%	9,7%	10,4%	<b>10,09%</b>
Ostala dolgoročna sredstva	12,3%	11,9%	15,8%	22,1%	23,1%	<b>17,03%</b>
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	59,4%	66,6%	85,2%	89,6%	99,7%	<b>80,09%</b>
Zaloge	12,5%	11,6%	12,6%	13,5%	14,2%	<b>12,86%</b>
Poslovne terjatve	17,1%	16,6%	17,2%	17,6%	17,7%	<b>17,23%</b>
Kratkoročne finančne naložbe	11,5%	14,3%	27,6%	30,6%	32,3%	<b>23,28%</b>
Dobroimetja pri bankah, čeki in gotovina	10,6%	19,6%	22,0%	22,7%	27,8%	<b>20,54%</b>
Ostala kratkoročna sredstva	7,7%	4,5%	5,7%	5,2%	7,7%	<b>6,17%</b>
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	188,7%	179,2%	186,3%	198,3%	215,7%	<b>193,66%</b>
<b>KAPITAL</b>	114,6%	103,0%	110,9%	122,7%	135,7%	<b>117,38%</b>
Osnovni kapital	2,7%	3,1%	3,6%	4,1%	4,9%	<b>3,68%</b>
Lastne delnice	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	<b>-0,50%</b>
Rezerve	112,2%	100,3%	107,9%	119,1%	131,4%	<b>114,20%</b>
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	29,1%	28,7%	33,5%	38,1%	40,3%	<b>33,94%</b>
Posojila	1,8%	4,1%	10,2%	12,8%	13,1%	<b>8,40%</b>
Provizije in ostale dolgoročne obveznosti	12,6%	13,8%	15,0%	12,7%	13,7%	<b>13,57%</b>
Obveznosti za odloženi davek	14,7%	10,8%	8,3%	12,6%	13,5%	<b>11,98%</b>
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	45,1%	47,6%	41,9%	37,5%	39,6%	<b>42,34%</b>
Poslovne obveznosti	6,9%	6,1%	7,2%	6,7%	6,1%	<b>6,58%</b>
Posojila	18,4%	22,2%	14,6%	11,2%	13,6%	<b>15,99%</b>
Ostale obveznosti	19,1%	19,3%	20,2%	19,6%	20,0%	<b>19,65%</b>
Prevrednotovalni popravki kapitala	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	<b>0,11%</b>
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI</b>	74,1%	76,3%	75,4%	75,6%	79,9%	<b>76,28%</b>
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL</b>	188,7%	179,2%	186,3%	198,3%	215,7%	<b>193,66%</b>

Vir: Letna poročila družbe Novartis od 2003 do 2006 ter lastni izračuni.



**PRILOGA 3: Konsolidirani izkaz uspeha podjetja Novartis za obdobje od 2002 do 2006 v milijon USD**

	2006	2005	2004	2003	2002
<b>Čisti prihodki od prodaje</b>	36.031	32.212	28.247	24.864	20.877
Drugi poslovni prihodki	718	314	154	0	0
Stroški prodanega blaga	10.382	9.162	7.529	5.894	4.994
<b>Bruto dobiček</b>	26.367	23.364	20.872	18.970	15.883
Stroški prodajanja	10.454	9.802	8.873	7.854	6.737
Stroški razvijanja	5.349	4.846	4.171	3.756	2.843
Stroški splošnih dejavnosti	1.957	1.742	1.540	1.471	1.211
Drugi poslovni prihodki /odhodki	-741	-363	-397	n.p.	n.p.
<b>Poslovni izid iz poslovanja</b>	7.866	6.611	5.891	5.889	5.092
Poslovni izid pridruženih podjetij	264	193	68	-200	-7
Neto prihodek iz finančnega poslovanja	354	461	486	379	613
Poslovni izid pred davki	8.484	7.265	6.445	6.068	5.698
Davek iz dobička	1.282	1.124	1.065	1.052	973
<b>Čisti poslovni izid obračunskega obdobja</b>	7.202	6.141	5.380	5.016	4.725

Vir: Letna poročila podjetja Novartis od 2003 do 2006.

**PRILOGA 4: Konsolidirani izkaz poslovnega izida od prodaje za obdobje 2002 do 2006 v milijon USD**

	2006	2005	2004	2003	2002	Povprečje
<b>Čisti prihodki od prodaje</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,00%	100,0%	<b>100,00%</b>
Drugi poslovni prihodki	1,99%	0,97%	0,55%	0,00%	0,00%	<b>0,70%</b>
Stroški prodanega blaga	28,8%	28,4%	26,7%	23,7%	23,9%	<b>26,31%</b>
<b>Bruto dobiček</b>	73,2%	72,5%	73,9%	76,3%	76,1%	<b>74,40%</b>
Stroški prodajanja	29,0%	30,4%	31,4%	31,6%	32,3%	<b>30,94%</b>
Stroški razvijanja	14,8%	15,04%	14,77%	5,92%	5,80%	<b>11,27%</b>
Stroški splošnih dejavnosti	5,4%	5,4%	5,5%	5,9%	5,8%	<b>5,60%</b>
Drugi poslovni prihodki	2,06%	1,13%	1,41%	0,00%	0,00%	<b>0,92%</b>
<b>Poslovni izid iz poslovanja</b>	21,8%	20,5%	20,9%	23,7%	24,4%	<b>22,26%</b>
Poslovni izid pridruženih podjetij	0,73%	0,60%	0,24%	-0,80%	-0,03%	<b>0,15%</b>
Neto prihodek iz finančnega poslovanja	1,0%	1,4%	1,7%	1,5%	2,9%	<b>1,72%</b>
<b>Poslovni izid pred davki</b>	23,5%	22,6%	22,8%	24,4%	27,3%	<b>24,12%</b>
Davek iz dobička	3,6%	3,5%	3,8%	4,2%	4,7%	<b>3,94%</b>
<b>Čisti poslovni izid obračunskega obdobja</b>	20,0%	19,1%	19,0%	20,2%	22,6%	<b>20,18%</b>

Vir: Letna poročila družbe Novartis od 2003 do 2006 ter lastni izračuni.

**PRILOGA 5: Izbrani kazalniki podjetja Novartis za obdobje 2002 do 2006**

<b>Tržni kazalniki</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
P/E	15,30	17,94	20,48	21,97	23,32
P/S	3,06	3,12	3,06	2,93	3,11
P/B	3,18	3,61	3,30	2,85	2,73
EV/EBITDA	15,34	15,74	15,57	14,04	13,78
<b>Kazalci dobičkonosnosti</b>					
ROE	19,3%	19,0%	17,4%	17,0%	33,4%
ROA	11,5%	11,1%	10,6%	10,6%	21,0%
Marža iz poslovanja	21,8%	20,5%	20,9%	23,7%	24,4%
Profitna marža	20,0%	19,1%	19,0%	20,2%	22,6%
<b>Kazalci finančne moči</b>					
Dolg / Sredstva	0,11	0,15	0,13	0,12	0,12
Dolg / Kapital	0,18	0,25	0,22	0,20	0,20
Poslovne in finančne obveznosti / Sredstva	0,39	0,43	0,40	0,38	0,37
Poslovne in finančne obveznosti / Kapital	0,65	0,74	0,68	0,62	0,59
EBIT	7.866	6.611	6.152	5.889	5.092
Rast EBIT	19%	7%	4%	16%	6%
EBITDA	9.823	8.353	7.431	7.360	6.303
Amortizacija	1.957	1.742	1.540	1.471	1.211
Amortizacijska stopnja	5,43%	5,41%	5,45%	5,92%	5,80%
Efektivna davčna stopnja	15,1%	15,5%	16,5%	17,3%	17,1%

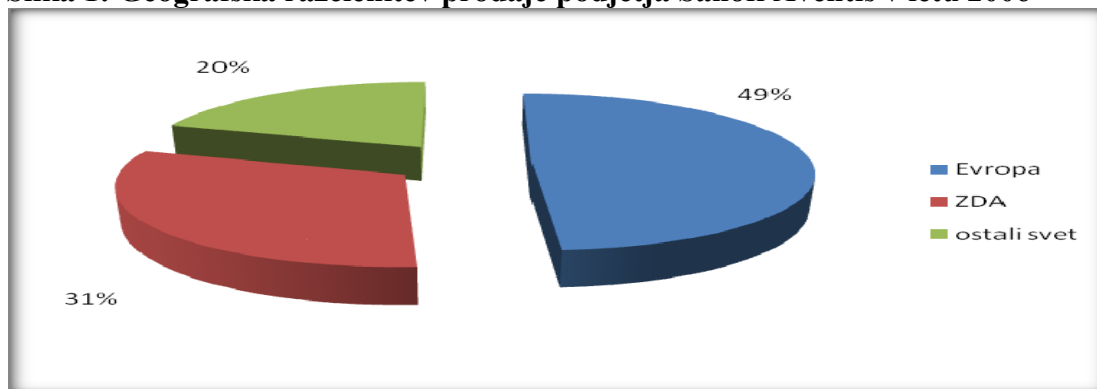
Vir: Letna poročila podjetja Novartis od 2003 do 2006 ter lastni izračuni.

## PRILOGA 6: Predstavitev Novartisovih neposrednih tekmecev ter njihove SWOT analize

### Sanofi Aventis

Podjetje je nastalo leta 2004 z združitvijo podjetij Sanofi Synthelabo in Aventis. Z združitvijo so postali tretja največja farmacevtska skupina na svetu po ustvarjenih prihodkih. Podjetje ima več kot 80-letno zgodovino razvoja novih terapevtskih pristopov pri zdravljenju diabetesa. Zdravilo Lantus bolnikom omogoča, da z enim vbrizgom zadovoljijo celodnevno potrebo po inzulinu. Podjetje se ukvarja s proizvodnjo izdelkov na recept in cepiv. Njihovi proizvodi tako pokrivajo različna področja, rezultat tega je velika diverzificiranost prihodkov podjetja. Tržna kapitalizacija znaša 104 milijarde USD, ob tem pa zaposlujejo skoraj 97.000 ljudi.

**Slika 1: Geografska razčlenitev prodaje podjetja Sanofi Aventis v letu 2006**



Vir: Letno poročilo družbe Sanofi Aventis, 2006, str.11.

#### Dogodki v preteklih letih:

Sanofi-Synthelabo je nastal leta 1999 z združitvijo dveh francoskih podjetij. V avgustu 2004 so prevzeli še svojega večjega konkurenta Aventis in se preimenovali v Sanofi Aventis. Podjetje uspešno posluje, v letu 2006 so namenili za raziskave in razvoj 4,8 milijarde USD, kar znaša 14,8 % celotne prodaje.

#### Načrti:

Podjetje trenutno razvija 127 novih proizvodov in cepiv, od tega 56 v zaključnih dveh fazah ter dodatnih 71 proizvodov v fazi 1. Največ obeta zdravilo Acomplia (zdravilo proti odvajanju od kajenja), ki so ga trgu ponudili v zadnjem kvartalu leta 2006. Zdravilo naj bi po ocenah prineslo 3 milijarde USD letno. V podjetju pričakujejo tudi povečanje prodaje cepiv, pri čemer znaša njihov svetovni tržni delež pri izdelavi cepiv izjemnih 45 %.

**Tabela 1: Poslovanje podjetja Sanofi Aventis v letih 2002-2006 v milijon USD**

Sanofi Aventis	EBITDA	EBIT	Čisti dobiček	Prodaja
31.12.2003	3.328	2.938	2.076	8.048
31.12.2004	4.481	2.900	1.997	14.871
31.12.2005	8.790	4.753	2.199	27.311
31.12.2006	9.727	5.729	4.006	28.373

Vir: Letna poročila podjetja Sanofi Aventis od 2003 do 2006.

**Tabela 2: SWOT analiza podjetja Sanofi Aventis**

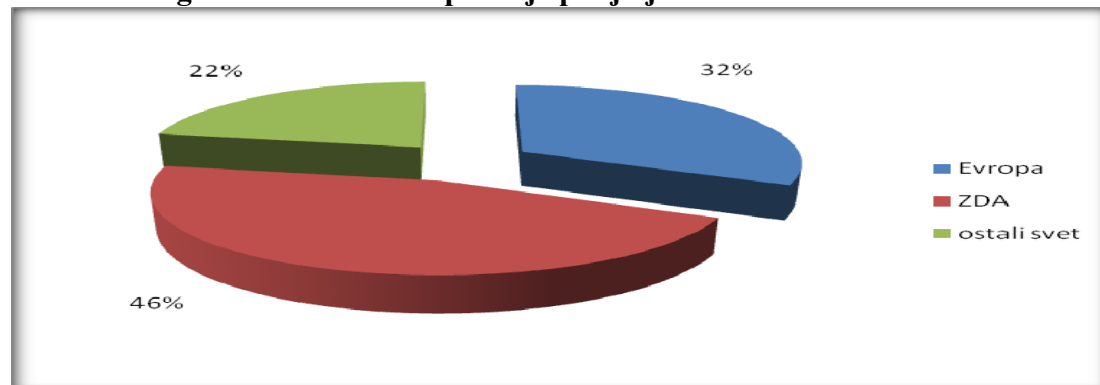
Prednosti	Slabosti
Trgu ponudili novo zdravilo Acomplia (odvajanje od kajenja), s prodajo so pričeli v začetku leta 2007	Trem njihovim pomembnejšim proizvodom (Arava, Amaryl, Alegra) se zmanjšuje prodaja na račun generičnih zdravil
S 127 zdravili v razvoju, od tega 57 v fazi 2 in 3 ter 71 v fazi 1, premorejo enega močnejših razvojnih oddelkov v farmacevtski industriji	35 % prodaje ustvarijo v ZDA, tako je večina prihodkov v drugih valutah, pomeni relativno veliko valutno tveganje
Proizvedejo 45% vseh cepiv na svetu, razvijajo cepivo H5N1 (ptičja gripa), rast v prihodnjih letih naj bi bila dvoštevilčna, z njimi ustvarijo preko 2,5 milijard USD	Zdravilo Multaq zavrnjen s strani FDA, naslednje odločanje bo šele konec leta 2008
Tretji največji proračun na svetu za oddelek raziskav	Acomplia je v Evropi dovoljena že od 2006, medtem ko se zaradi pomislekov s strani FDA njihova prodaja v ZDA še ni pričela
Priložnosti	Nevarnosti
Na področju poznavanja celic so vodilni na svetu. Dosedanje raziskave njihovega delovanja so privedla do odkritja 20 novih sestavin, ki pri kemoterapiji povzročajo manjše stranske učinke	Morebitna zavrnitev s strani regulatorja glede poravnave med Sanofi Aventisom in Apotexom, negativni razplet bi pod vprašaj postavil generično zdravilo za njihovo najbolj prodajano zdravilo Plavix
Tržna prevlada na področju cepiv, morebitna povezava z ustanovitvijo skupnega podjetja s podjetjem Merck bi ta položaj le še utrdila	Plavix in Lovenox sta pod velikim pritiskom generičnih proizvajalcev
Plačali 360 milijonov USD za zdravilo proti raku podjetju Taiho Pharmaceutical, zdravilo se nahaja v fazi 3	Tudi Allegra (alergija) in Amaryl (diabetes) se soočata z generično konkurenco, osmim od petnajstih zdravil bo v prihodnjih letih potekla patentna zaščita

Vir: Letno poročilo družbe Sanofi Aventis, 2006 ter Conover, 2007a.

## GlaxoSmithKline

GSK ima sedež v Veliki Britaniji. So eno izmed vodilnih podjetij v panogi in obvladujejo 7 % svetovnega trga. Njihovi najpomembnejši proizvodi so zdravila za zdravljenje centralno živčnega sistema, respiratorna zdravila in protinfekcijska zdravila. Je podjetje z najvišjo tržno kapitalizacijo med proučevanimi podjetji, ta znaša skoraj 160 milijard USD, zaposlujejo pa okoli 80.000 ljudi.

**Slika 2: Geografska razčlenitev prodaje podjetja GlaxoSmithKline v letu 2006**



Vir: Letno poročilo družbe GlaxoSmithKline 2006, str. 22.

### Dogodki v preteklih letih:

Skoraj polovico prihodkov podjetje ustvari s prodajo v ZDA. V letu 2003 so izgubili patentno zaščito za zdravilo Paxil, kar je občutno vplivalo na prodajo. Samo v letu 2005 je bila prodaja tako nižja za več kot 42 %. Konec leta 2005 so se dogovorili z generičnim podjetjem Watson Pharmaceuticals za vzpostavitev generične različice Wellbutrin SR. V letu 2007 je osem zdravil vstopilo v fazo 3, obenem pa so začeli s prodajo zdravila Avodart (prostata) in zdravila za Bonivia (osteoporozna).

### Načrti:

Podjetje naj bi v letu 2008 izdalo sedem vlog za odobritev prodaje novih zdravil. Med njimi je tudi cepivo Cervarix, gre za cepivo proti črevesnemu raku. Gradijo tudi nove prostore v Nemčiji, s katerimi bodo povečali zmogljivost proizvodnje cepiv.

**Tabela 3: Poslovanje podjetja GlaxoSmithKline v letih 2002-2006 v milijon USD**

GlaxoSmithKline	EBITDA	EBIT	Čisti dobiček	Prodaja
31.12.2003	12.099	10.769	6.261	33.748
31.12.2004	11.332	10.089	6.490	30.992
31.12.2005	9.854	8.589	5.759	29.453
31.12.2006	11.371	10.049	6.858	31.678

Vir: Letna poročila podjetja GlaxoSmithKline od 2003 do 2006.

**Tabela 4: SWOT analiza podjetja GlaxoSmithKline**

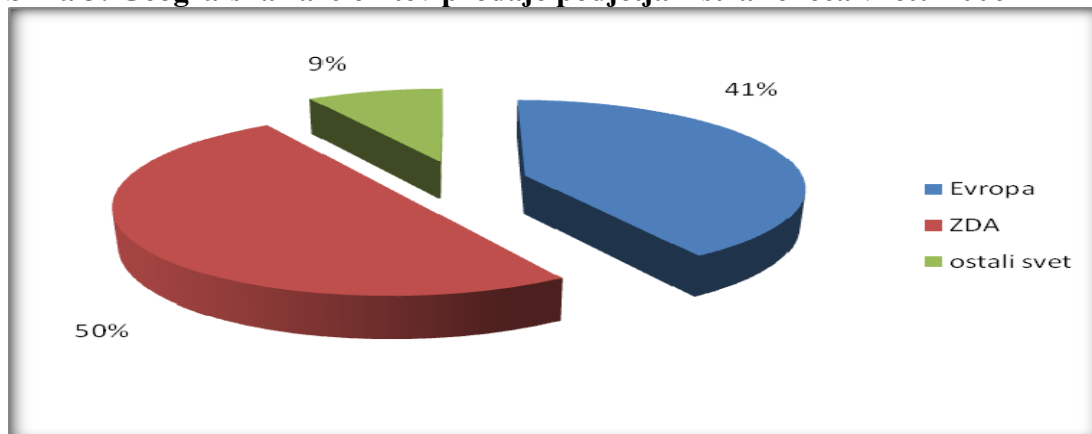
Prednosti	Slabosti
Podjetje je vodilno pri raziskavah in razvoju zdravil za HIV. Najbolj znana zdravila so Trizivir, Epivir in Combivir	Še vedno čutijo posledice zaradi nekaj mesečne prisilne zaustavitve proizvodnje zdravila Avandamet (diabetes) v letu 2005, težave imajo predvsem pri prepričevanju zdravnikov in pacientov, da bo oskrba z omenjenim zdravilom v prihodnje nemotena
Tudi GlaxoSmithKline ima zelo močan razvojni oddelek in s tem enega najširših prodajnih programov	Trem izmed sedmih najbolje prodajanih zdravil so v zadnjih dveh letih potekle patentne zaščite, med njimi antidepressivoma Paxil in Wellbutrin
Priložnosti	Nevarnosti
Morebitni uspešni prevzem Pfizerjeve potrošniške divizije, kar bi močno vplivalo na nabor zdravil, poleg tega pa bi zaradi ekonomije obsega znižali stroške	Podjetje je vodilno pri raziskavah HIV-a, vendar se v prihodnje pričakuje vstop konkurentov na omenjeno področje raziskovanja
Podjetje namerava do leta 2009 povečati proizvodnjo cepiv za več kot 300 %, že sedaj pa so po prevzemu ID Biomedical in Corixa drugi največji proizvajalci cepiv na svetu	Cepivo Crevarix se že pred nastopom na trgu srečuje s konkurenco v obliki Merckovega Gardasila; ta je že od sredine leta 2006 na trgu ter ima s tem več kot leto dni prednosti pred Cervarixom
Cervarix (cepivo proti črevesnemu raku) naj bi začeli tržiti v začetku 2008, strokovnjaki pa mu že v prvem letu napovedujejo preko 2 milijardi USD prihodkov	V zadnjem času štirje neuspešni poizkusi pridobitve odobritve s strani FDA, kar kaže na vso negotovost s katero se dandanes srečujejo farmacevti

Vir: Letno poročilo družbe GlaxSmithKline 2006, Purcell, 2007b, Conover, 2007c.

## AstraZeneca

Podjetje proizvaja zdravila od A kot Arimedex (rak na dojki) do Z kot Zomig (migrena). Sodi med največje farmacevtske družbe. Specializirani so v proizvodnji zdravil za črevesna obolenja ter za zdravila kardiovaskularnega in onkološkega področja. Znani sta predvsem zdravili Atacand (povišan krvni pritisk) ter Crestor (zniževanje holesterola v krvi). Proizvajajo pa tudi zdravila za obolenja dihal in okvare centralno živčnega sistema. Njihova tržna kapitalizacija znaša 100 milijard USD, zaposlenih pa imajo preko 62.000 ljudi.

**Slika 3: Geografska razčlenitev prodaje podjetja AstraZeneca v letu 2006**



Vir: Letno poročilo družbe AstraZeneca 2006, str. 33.

### Dogodki v preteklih letih:

Na pretečene patentne zaščite zdravil, kot so Prilosec, Nolvadex in Zestrill, je podjetje uspešno odgovorilo z razvojem novih zdravil. Zdravila Crestor (holesterol) in Irresa (pljučni rak) sta veliko obetali, a v nadaljevanju nista izpolnili pričakovanj. Podrobnejše raziskave so pokazale, da uporaba zdravila Crestor lahko povzroči smrtno nevarno okvaro mišic pri posameznih bolnikih.

### Načrti:

Podjetje namerava še naprej vlagati v raziskave in razvoj na svojih ključnih področjih. Trenutno namenjajo največ pozornosti razvoju zdravila Galid (diabetes). Zanimajo jih še področje črevesnih motenj, psiholoških bolezni ter vseh vrst raka.

**Tabela 5: Poslovanje podjetja AstraZeneca v letih 2002-2006 v milijon USD**

AstraZeneca	EBITDA	EBIT	Čisti dobiček	Prodaja
31.12.2003	5.640	4.622	3.009	18.929
31.12.2004	4.780	3.638	2.687	16.682
31.12.2005	4.712	3.692	2.948	17.240
31.12.2006	6.373	5.305	3.787	19.274

Vir: Letna poročila podjetja AstraZeneca od 2003 do 2006.

**Tabela 6: SWOT analiza podjetja AstraZeneca**

<b>Prednosti</b>	<b>Slabosti</b>
Izmed konkurentov imajo tretje najvišje izdatke namenjene raziskavam in razvoju	Zdravilo Crestor ni doseglo zelenih učinkov pri prodaji
Opazno povečanje operativne marže za 6,7 odstotnih točk v zadnjih dveh letih	Neuspešno klinično testiranje zdravila Iressa (pljučni rak)
Posedujejo štiri zdravil, ki letno vsako posebej zagotavljajo preko milijardo USD prihodkov	V zadnjih dveh letih že trije neuspešni poizkusi za odobritev s strani FDA za zdravila, ki so bila pred tem že v fazi 3 svojega razvoja
<b>Priložnosti</b>	<b>Nevarnosti</b>
Kljub slabši prodaji zdravila Crestor zaradi stranskih učinkov, podjetje z najnovejšimi študijami dokazuje njegovo brezhibnost v kombinaciji z drugimi zdravili	Podjetje je izpostavljeno valutnim tveganjem, saj opravlja konsolidacijo v britanskih funtih, polovico prodaje pa opravi v ZDA. Samo v prvem kvartalu 2007 so na račun apreciacije funta izgubili 4,4 odstotne točke vrednosti prodaje
Maja 2007 pridobili dovoljenje za trženje zdravila Symbicort (astma)	Toprol-XL se srečuje s čedalje ostrejšo generično konkurenco, še lani je omenjeno zdravilo prineslo 1,8 milijard USD prihodkov
Investirali 1,6 milijarde USD v reorganizacijo poslovanja, podjetje tako pričakuje letne prihranke v višini 900 milijonov USD od leta 2009 dalje	Zaradi varnostnih razlogov so morali pri zdravilu Crestor dodatno izpostaviti njegove stranske učinke, zaenkrat sicer le v Evropi, vprašanje je kaj bo z ZDA

Vir: Letno poročilo družbe AstraZeneca, 2006, Conover 2007b ter Mann, 2007.



**PRILOGA 7: Napovedi postavk konsolidiranega izkaza uspeha podjetja Novartis v obdobju od 2007 do 2011 v milijon USD**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Čisti prihodki od prodaje</b>	36.031	40.715	45.804	51.301	56.944	62.638
Drugi poslovni prihodki	718	797	881	969	1.061	1.156
Stroški prodanega blaga	10.382	11.726	13.192	14.775	16.400	18.040
<b>Bruto dobiček</b>	26.367	29.786	33.493	37.495	41.605	45.755
Stroški prodajanja	10.454	11.807	13.237	14.775	16.343	17.915
Stroški razvijanja	4.231	4.780	5.377	6.023	6.685	7.354
Amortizacija	1.981	2.239	2.519	2.822	3.132	3.445
Drugi poslovni prihodki / odhodki	-741	-814	-916	-1.026	-1.139	-1.253
<b>Poslovni izid iz poslovanja</b>	8.960	10.145	11.443	12.850	14.306	15.789
Poslovni izid pridruženih podjetij	264	285	321	359	399	438
Neto prihodek iz finančnega poslovanja	354	407	458	513	569	626
<b>Poslovni izid pred davki</b>	9.578	10.837	12.222	13.722	15.274	16.853
Davek iz dobička	1.282	1.626	1.833	2.058	2.291	2.528
<b>Čisti poslovni izid obračunskega obdobja</b>	8.296	9.212	10.389	11.664	12.983	14.325

Vir: Lastni izračuni.

Pri napovedovanju prihodkov od prodaje sem izhajal iz napovedi pričakovanj o prihodnjih stopnjah rasti s strani posloводства in lastnih pričakovanj ter na tej osnovi določil prihodnje stopnje rasti prihodkov od prodaje. Pri tem sem stopnje rasti prihodkov sprva zniževal za 0,5 odstotne točke na leto, zadnji dve leti napovedovanega obdobja pa za odstotno točko, kar pomeni, da se bodo po napovedih čisti prihodki od prodaje leta 2011 povečali za 10 %.

Delež stroškov prodaje se je v preteklih petih letih gibal v razponu med 29 % in 32,3 % vseh prihodkov, v povprečju pa so znašali 30,94 %, s tendenco postopnega zniževanja njihovega deleža skozi proučevano obdobje. V napovedih prihodnjih stroškov sem predvidel enak delež letih kot v predhodnem letu, torej 29 %, v naslednjih štirih letih pa naj bi se zniževali za 0,01 odstotne točke letno.

V preteklosti se je delež stroškov za raziskave in razvoj gibal v razponu med 5,8 % in 15,04 % vseh prihodkov, pri čemer je v zadnjih treh letih opazno njihovo izrazito povišanje, v povprečju pa so znašali 11,24 %. V skladu z napovedmi o okrepljeni razvojni dejavnosti v prihodnje, sem pri napovedih predvidel povišanje razmerja za 0,5 odstotne točke ter to novo višino upošteval pri napovedih do leta 2011. Na prvi pogled se omenjene napovedi zdijo precej visoko postavljene, a je tolikšen delež po mojem prepričanju upravičen, saj le tako lahko podjetje računa na svetlejšo prihodnost. Amortizacijsko stopnjo želijo zadržati na obstoječih ravneh tudi v prihodnje. Amortizacijska stopnja je v preteklih letih v povprečju znašala 5,5 %. V skladu z napovedmi posloводства sem predpostavil ohranitev obstoječe višine le-te do leta 2011.

Prihodki iz financiranja so se v preteklosti gibal med 1 % in 2,9 % skupnih prihodkov. Pri vrednotenju sem uporabil njihovo povprečno vrednost v predhodnih obdobjih, ta je znašala 1,72 %.

Pri preostalih postavkah konsolidiranega izkaza uspeha, torej drugih poslovnih prihodkih in odhodkih ter neto prihodkih iz finančnega poslovanja sem za napoved njihovih prihodnjih gibanj uporabil njihove povprečne vrednosti v obdobju od 2002 do 2006.

**PRILOGA 8: Napovedi postavk konsolidirane bilance stanja podjetja Novartis v obdobju od 2007 do 2011 v milijon USD**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>SREDSTVA</b>	76.289	86.034	96.231	106.701	117.265
DOLGOROČNA SREDSTVA	46.386	52.184	58.446	64.875	71.362
Zemljišča, zgradbe in oprema	12.215	13.741	15.390	17.083	18.792
Neopredmetena sredstva	13.037	14.667	16.427	18.234	20.058
Naložbe v podjetja v skupini	10.091	11.353	12.715	14.114	15.525
Terjatve za odloženi davek	4.108	4.622	5.177	5.746	6.321
Ostala dolgoročna sredstva	6.934	7.800	8.736	9.697	10.667
<b>KRATKOROČNA SREDSTVA</b>	29.903	33.850	37.785	41.826	45.902
Zaloge	5.235	5.890	6.597	7.322	8.055
Poslovne terjatve	7.017	7.894	8.841	9.813	10.795
Kratkoročne finančne naložbe	9.476	10.661	11.940	13.254	14.579
Dobroimetja pri bankah, čeki in gotovina	4.072	4.580	5.130	5.694	6.264
Ostala kratkoročna sredstva	2.514	2.828	3.168	3.516	3.868
Zabilančna sredstva	1.589	1.997	2.109	2.226	2.342
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	76.289	86.034	96.231	106.701	117.265
<b>KAPITAL</b>	47.346	53.158	59.435	65.879	72.382
Osnovni kapital	990	990	990	990	990
Lastne delnice	-140	-140	-140	-140	-140
Rezerve	46.496	52.308	58.585	65.029	71.532
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	11.848	13.329	14.929	16.571	18.228
Posojila	733	824	923	1.025	1.127
Provizije in ostale dolgoročne obveznosti	5.130	5.771	6.464	7.175	7.892
Obveznosti za odloženi davek	5.985	6.733	7.541	8.371	9.208
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	17.095	19.547	21.868	24.251	26.655
Poslovne obveznosti	2.679	3.014	3.376	3.747	4.122
Posojila	6.511	7.325	8.203	9.106	10.016
Ostale obveznosti	8.002	9.002	10.082	11.191	12.310
Prevrednotovalni popravki kapitala	207	207	207	207	207
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI</b>	28.744	32.877	36.797	40.822	44.883

Vir: Lastni izračuni.

Neopredmetena sredstva so v zadnjih letih na račun prevzemnih aktivnosti močno pridobivala na veljavi. Gre predvsem za okrepljeno razvojno dejavnost, plod katere so v končni fazi patentne zaščite ter akumulirano znanje, slednjega pri farmacevtilnih zagotovo ne manjka. Tako se je višina neopredmetenih sredstev z začetka proučevanega obdobja v letu 2002, ko je znašala vsega 21,1 %, povzpela na 58,9 % celotnih sredstev v letu 2006. Upošteval sem, da se bo omenjena postavka v prihodnje ustalila pri preteklih povprečnih vrednostih, torej naj bi po napovedih znašala 32,02 %.

Če želi Novartis uresničiti ambiciozno zastavljen prihodnji prodajni načrt bo za kaj takega potrebna tudi ustrezna investicijska politika. Tako bo podjetje nadaljevalo z investiranjem v osnovna sredstva, rezultat investicijske dejavnosti pa je povečanje proizvodnih zmogljivosti. Rast osnovnih sredstev v preteklih petih letih je bila enakomerna, zato sem pri njihovem prihodnjem razvoju predvidel njihovo povečevanje v višini povprečnih stopenj iz preteklosti.

Pri zalogah je v preteklem obdobju opazno njihovo počasno zniževanje, in sicer od 14,2 % vrednosti prodaje v letu 2002 na 12,5 % v lanskem letu. Njihov povprečni delež v vseh prihodkih je znašal 12,86 %, tako sem pri napovedih le-teh zadržal omenjeni delež.

Pri vseh napovedih preostalih postavk aktivne strani bilance stanja sem na podlagi analize gibanja njihovih preteklih vrednosti ugotovil, da so se omenjene vrednosti gibale relativno enakomerno, brez posebnih odstopanj v eno ali drugo smer. Tako sem pri napovedih upošteval njihove povprečne pretekle vrednosti.

V okviru napovedi pasivne strani bilance stanja do leta 2011 nisem predvidel sprememb v višini osnovnega kapitala in lastnih delnic iz preprostega razloga, saj se omenjeni postavki nista spreminjali niti v preteklosti pa tudi napovedi o morebitnih dokapitalizacijah oziroma nakupih lastnih delnic nisem zasledil. Pri višini rezerv pa sem upošteval njihovo povprečno vrednost v preteklosti ter jo zadržal tudi pri napovedi za prihodnjih pet let.

Dolgoročne obveznosti so skozi preteklo obdobje vztrajno zniževali, in sicer je njihov delež padel z več kot 13 % v letu 2002 na samo 1,8 % v letu 2006. V odsotnosti napovedi o večjih kapitalskih prevzemih v bližnji prihodnosti, na drugi strani pa je podjetje izredno likvidno, še posebej po nedavni prodaji živilske enote Gerber, sem prihodnost predvidel njihov delež v prihodkih od prodaje na ravni iz leta 2006. Upoštevati je treba tudi dejstvo o aktualni svetovni makroekonomski situaciji, kjer se zaradi grozeče inflacije v razvitih državah v prihodnje pričakujejo zviševanja obrestnih mer ter na ta način zaostritve posojilnih pogojev.

V okviru kratkoročnih obveznosti sem pri napovedih uporabil njihove povprečne pretekle vrednosti ter na ta način ohranil obstoječa razmerja tudi v prihodnje. Vse postavke so v preteklosti namreč izkazovale izredno majhno volatilnost.

**PRILOGA 9: Analiza občutljivosti podjetja Novartis**

v USD			CAPM		
<b>g</b>	8,32%	8,82%	9,32%	9,82%	10,32%
3,5%	64	58	53	49	45
4,0%	70	63	57	52	48
4,5%	78	69	62	56	51
5,0%	89	77	68	61	55
5,5%	103	87	76	67	60

Vir: Lastni izračuni.

S pomočjo matrične predstavitve Novartisove analize občutljivosti dobim nazoren prikaz ocene notranje vrednosti podjetja ob morebitnem spreminjanju vrednosti dveh izmed pomembnejših spremenljivk pri ocenjevanju notranje vrednosti podjetja s pomočjo metode DCF. Tako lahko najrazličnejši vzroki vplivajo na višino zahtevane stopnje donosa in pričakovane rasti v prihodnje. Spremenljivki sta v veliki meri odvisni od svetovnih gospodarskih makroekonomskih razmer, tu mislim predvsem na višino inflacije, višino obrestnih mer, rast svetovnega gospodarstva, stopnjo brezposelnosti in podobno. Seveda pa spremenljivki nista imuni tudi na razmere v samem podjetju, vpliv imajo politična negotovost, grožnje v obliki terorizma ter še mnogo drugih dejavnikov. Tako iz zgornje slike izhaja, da bi v primeru izrazitega poslabšanja omenjenih dejavnikov, kar bi privedlo do povišane zahtevane stopnje donosa v višini 10,32 %, ter znižanja dolgoročne pričakovane rasti na vsega 3,5 %, ocena notranje vrednosti podjetja Novartis znašala le še 45 USD. V nasprotnem primeru, torej v primeru, ko bi prišlo do občutnejših pozitivnih premikov v svetovni ekonomiji, do ekspanzije svetovnega gospodarstva, bi se zahtevana stopnja donosa znižala, pričakovana dolgoročna rast pa bi se na ta način zvišala. To pomeni, da bi bila ob ostalih nespremenjenih postavkah modela DCF ocenjena notranja vrednost podjetja v višini 103 USD.

## SLOVAR TUJIH IZRAZOV

Capital Asset Price Model	Model za določanje zahtevane stopnje donosa naložbe
Earnings Before Interest and Taxes	Dobiček iz poslovanja, pred plačilom obresti in davkov
Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo
Net Operating Profit Less Adjusted Taxes	Čisti dobiček iz poslovanja po davkih
Price Per Share / Earnings Per Share	Razmerje med tečajem delnice in dobičkom na delnico
Price Per Share/ Book Value of Equity	Razmerje med tečajem delnice in knjižno vrednostjo lastniškega kapitala
Price Per share/ Sales Per Share	Tečaj delnice / vrednost prodaje na delnico
Earnings Per Share	Dobiček na delnico
Terminal Value	Preostala vrednost
Weighted Average Cost of Capital	Tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala
Discounted Cash Flow	Diskontiran denarni tok
Enterprise Value/ EBITDA	Razmerje med tržno vrednostjo podjetja in EBITDA
Dividend Discount Model	Model sedanje vrednosti dividend
Return on Assets	Dobičkonosnost sredstev
Return on Equity	Dobičkonosnost lastniškega kapitala
Return on Invested Capital	Dobičkonosnost investiranega kapitala
Free Cash Flow to Equity	Prosti denarni tok lastniškega kapitala
Income Approach	Na donosu zasnovan način vrednotenja
Intrinsic Value	Notranja vrednost
Dividend Discount Model	Dividendno diskontni model
Dividend Growth Model	Model stalne stopnje rasti