

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**TEMELJNA PRIMERJALNA ANALIZA DELNIC
PODJETIJ LEK D.D. IN KRKA D.D.
NA PODLAGI KONSOLIDIRANIH IZKAZOV**

Ljubljana, april 2003

DARJA JERMANIŠ

I Z J A V A

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica
tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom

_____, in dovolim objavo diplomskega
dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____.

Podpis:

KAZALO

I. UVOD.....	1
II. TEMELJNA ANALIZA DELNIC V TEORIJI	2
1. OSNOVNE DEFINICIJE	2
1.1. VREDNOST DENARJA V ČASU.....	2
1.2. TVEGANJE	3
1.3. ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA	4
2. MODELI IZRAČUNAVANJA VREDNOSTI DELNIC.....	5
2.1. VREDNOST NAVADNIH DELNIC	5
2.2. RELATIVNI MODELI VREDNOTENJA.....	6
3. ANALIZA OKOLJA IN PANOGE	8
3.1. ANALIZA GOSPODARSKIH GIBANJ.....	8
3.2. ANALIZA PANOGE.....	9
4. ANALIZA TRGA DELNIC	9
4.1. ANALIZA OBRESTNIH MER.....	9
4.2. VREDNOTENJE TRGA DELNIC.....	9
5. ANALIZA PODJETJA.....	10
5.1. FINANČNA ANALIZA PODJETJA	10
5.1.1. Kazalniki investiranja, financiranja in plačilne sposobnosti.....	11
5.1.2. Kazalniki obračanja in dnevi vezave.....	13
5.1.3. Kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti.....	14
5.1.4. Kazalniki denarnega toka.....	15
III. KONKRETNA ANALIZA OKOLJA IN PANOGE	16
1. ANALIZA IN NAPOVED GOSPODARSKIH GIBANJ	16
1.1. TRENDI V EU IN V SLOVENIJI.....	16
1.2. POSLOVNA PRIČAKOVANJA GOSPODARSTVENIKOV	16
1.3. KONKURENČNOST GOSPODARSTVA	17
1.4. GIBANJE IZVOZA IN UVOZA.....	17
1.5. TRENDI V INDUSTRIJI	18
1.6. GIBANJE TEČAJA TOLARJA	18
1.7. GIBANJE INFLACIJE	18
1.8. GIBANJE BREZPOSELNOSTI.....	19
1.9. OBRESTNE MERE.....	19
1.10. KOMENTAR GOSPODARSKIH GIBANJ IN ANALIZA POLITIČNEGA DOGAJANJA.....	19
2. ANALIZA TRGA DELNIC	20
2.1. PROMET Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI	20
2.2. TRŽNA KAPITALIZACIJA	20
2.3. GIBANJE BORZNEGA INDEKSA SBI	21
2.4. NETO PORTFELJSKE NALOŽBE TUJCEV NA SLOVENNSKEM TRGU KAPITALA	21
2.5. KOMENTAR DOGAJANJA NA BORZI.....	21
3. ANALIZA PANOGE	22

IV. TEMELJNA ANALIZA DELNIC LEK-A.....	22
1. PREDSTAVITEV PODJETJA LEK D.D.....	22
1.1. DEJAVNOST PODJETJA.....	23
1.2. OSNOVNI KAPITAL DRUŽBE	23
1.3. LASTNIKI LEK-a	23
2. POSLOVANJE LEK-a	24
2.1. PRODAJA, PRIHODKI OD PRODAJE IN TRŽNI DELEŽ.....	24
2.2. ZAPOSLENI IN PRODUKTIVNOST	25
2.3. DIVIDENDNA POLITIKA.....	26
2.4. GIBANJE DENARNIH TOKOV	27
3. DELNICA LEK-A.....	27
3.1. TEČAJ IN PROMET	28
4. STRATŠKE USMERITVE IN CILJI	29
V. TEMELJNA ANALIZA DELNIC KRKE	30
1. PREDSTAVITEV PODJETJA KRKA D.D.	30
1.1. DEJAVNOST PODJETJA.....	31
1.2. OSNOVNI KAPITAL DRUŽBE	31
1.3. LASTNIKI KRKE	32
2. POSLOVANJE KRKE	32
2.1. PRODAJA, PRIHODKI OD PRODAJE IN TRŽNI DELEŽ.....	32
2.2. ZAPOSLENI.....	33
2.3. DIVIDENDNA POLITIKA.....	33
2.4. GIBANJE DENARNIH TOKOV	34
3. DELNICA KRKE.....	35
3.1. TEČAJ IN PROMET	35
4. STRATEŠKE USMERITVE IN CILJI.....	36
VI. FINANČNA ANALIZA DELNIC OBEH PODJETIJ S POMOČJO KAZALNIKOV POSLOVANJA IN MEDSEBOJNA PRIMERJAVA.....	38
1. KAZALNIKI POSLOVANJA	38
2. KAZALNIKI FINANCIRANJA.....	39
3. KAZALNIKI PLAČILNE SPOSOBNOSTI.....	39
4. KAZALNIKI OBRAČANJA IN DNEVI VEZAVE	39
5. KAZALNIKI GOSPODARNOSTI, DONOSNOSTI IN DOHODKOVNOSTI.....	40
6. KOMENTAR BILANČNIH POSTAVK: PRENESEN DOBIČEK PREJŠNJIH LET IN NERAZPOREJEN DOBIČEK POSLOVNEGA LETA, REZERVE IN INVESTICIJE	40
7. KAZALCI TRŽNE VREDNOSTI.....	41
8. GIBANJE DENARNIH TOKOV	42

VII. KOEFICIENT BETA, ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA, NOTRANJA VREDNOST DELNIC, PRIMERJAVA S TRŽNO VREDNOSTJO DELNIC.....	43
1.1. KOEFICIENT BETA.....	43
1.2. IZRAČUN ZAHTEVANE STOPNJE DONOSA	44
1.3. IZRAČUN NOTRANJE VREDNOSTI DELNICE	44
2. VREDNOTENJE KRKINIH DELNIC NA PODLAGI DENARNEGA TOKA.....	45
2.1. KOEFICIENT BETA.....	45
2.2. ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA	45
2.3. NOTRANJA VREDNOST DELNIC.....	46
VIII. PRIMERJAVA VREDNOSTI OBEH PODJETIJ.....	46
IX. SKLEP	46

I. UVOD

Leta 1989 sta Zakon o vrednostnih papirjih in Zakon o trgu denarja in trgu kapitala omogočila ustanovitev Ljubljanske borze. Od takrat je minilo že štirinajst let in če današnjo situacijo primerjamo s tisto začetno ob ustanovitvi, lahko opazimo hiter razvoj tega sekundarnega trga vrednostnih papirjev. Sprememb in novosti je bilo v tem obdobju veliko, vendar lahko za ključne štejemo prehod na elektronski sistem BIS in kasneje na trgovalni sistem BTS, začetek delovanja Centralne klirinško depotne družbe d.d, trgovanje s svežnji, izračunavanje novih in izpopolnjenih borznih indeksov, združitve borznih kotacij A in B v enotno borzno kotacijo in pa tudi nenehno izpopolnjevanje zakonske podlage s tega področja.

Kljub temu da formalno slovenski trg vrednostnih papirjev lahko uvrstimo med razvite trge, rast prometa z delnicami ne sledi rasti njihove tržne kapitalizacije in to se posledično odraža v relativno nizki likvidnosti delnic (Kleindienst, 1999, str. 60). To pa še dodatno vpliva na razlike med teoretičnimi in tržnimi cenami vrednostnih papirjev, ki so posledica neučinkovitosti kapitala. Pričakovati je, da se bo ob ustreznem širjenju baze domačih in tujih vlagateljev relativna likvidnost delnic na Ljubljanski borzi srednjeročno približala ravni, ki je značilna za trge kapitala v srednjeevropski regiji (Mramor, 2000, str. 220).

Prav zaradi neučinkovitosti trga kapitala, pri čemer Slovenija ni prav nobena izjema, je smiselno opravljati tovrstne analize delnic, da bi lahko ugotovili, katere delnice so precenjene in katere podcenjene, in tako preko racionalnih prodaj oziroma nakupov ustvarili dobičke.

Danes v ekonomski teoriji poznamo različne analize za ugotavljanje precenjenosti in podcenjenosti vrednostnih papirjev. V diplomski nalogi je uporabljena temeljna analiza, katere začetnika sta Benjamin Graham in David Dood.

Ker sta podjetji Lek d.d. in Krka d.d. dve izmed vidnejših podjetij na slovenskem kapitalskem trgu in ker delujeta v isti panogi, sem menila, da bi bili z vidika analize zanimivi. Diplomaska naloga je razdeljena na dva dela. Prvi del je teoretičen in poudarja kompleksen pristop analize, s pomočjo katerega si analitik ustvari predstavo o trenutnem in pričakovanem stanju analizirane naložbe. Drugi del diplomske naloge zajema splošno temeljno analizo, v kateri je podana ocena stanja na trgu vrednostnih papirjev in stanja v gospodarstvu nasploh ter posamično temeljno analizo, torej analizo finančnih izkazov iz minulega obdobja obeh podjetij. Prav dejstvo, da podjetji delujeta v isti panogi in da imata sorodni proizvodni program, omogoča medsebojno primerjavo vrednosti obeh podjetij oziroma tržne vrednosti enote lastniškega kapitala. Primerjava podjetij je podana na koncu diplomske naloge, pri čemer je potrebno poudariti, da gre za subjektivno oceno.

II. TEMELJNA ANALIZA DELNIC V TEORIJI

1. OSNOVNE DEFINICIJE

Metoda temeljne analize izhaja iz stališča, da je vrednost delnice odvisna od pričakovane dividende, oziroma prihodka delničarjev. Cilj temeljne analize je ugotoviti, ali tečaj določene delnice v določenem trenutku odgovarja njeni stvarni, to je notranji vrednosti, oziroma ali od le-te odstopa. Notranja vrednost delnice (Graham, Dodd, 1988, str. 41) predstavlja standard vrednosti, ki služi za oceno precenjenosti oziroma podcenjenosti delnice. V teoriji se temeljna analiza deli na splošno in posamično. S splošno analizo poskušamo oceniti stanje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev in stanje v gospodarstvu nasploh, s posamično pa analizo računovodskih podatkov s pomočjo kazalnikov. Ker v realnosti predpostavka o popolni učinkovitosti finančnega trga ne velja, prav tako ne velja predpostavka, da so vse razpoložljive informacije vsebovane v ceni delnice. Iz tega sledi, da ni nujno, da trg izenači notranjo vrednost delnice s tržno vrednostjo.

Analiza temelji na informacijah o finančni moči podjetja, podatkih o preteklih izplačilih dividend, stopnji rasti celotnega prihodka podjetja v preteklosti, tržnih možnosti v prihodnosti, značilnostih panoge, v kateri je podjetje, značilnostih njegove konkurence in splošnega ekonomskega ter političnega stanja v državi in svetu (Mramor, 1993, str. 140).

1.1. VREDNOST DENARJA V ČASU

"Pojem medčasovna menjava denarja pomeni zamenjavo razpoložljive ali obljubljen količine denarja v nekem časovnem obdobju (uri, dnevu, letu) za obljubljeno ali pričakovano (običajno drugačno) količino denarja v nekem drugem časovnem obdobju". Kot takšno menjavo lahko razumemo tudi nakup delnic, ki predstavljajo eno vrsto finančnih naložb in v bistvu pri tem ne gre za nič drugega kot za odkup obljube o poplačilu v prihodnosti. Prihodnost pa je negotova in tudi če ne bi bila, je običajno, da človek daje prednost današnji potrošnji pred prihodnjo. Daljši je čas, za katerega se subjekt s finančnimi presežki odreče razpolaganju z le-temi, tem večje bo zahtevano nadomestilo, ki ga označujemo s pojmom **donos** (Mramor, Poglavja iz Poslovnih financ, 1998 str. 10). Subjekt, ki svoje presežke vloži v delnice, dobi donos v obliki dividend ali v obliki povečanja tržne vrednosti delnice. Slednja se določa na trgu glede na ponudbo in povpraševanje po delnicah – in v ozadju obeh je pričakovana donosnost podjetij (Ribnikar, 1997, str. 296).

1.2. TVEGANJE

"Tveganje, da prihodnost ne bo enaka našim pričakovanjem, je v povprečju drugi najpomembnejši element vrednosti vrednostnih papirjev in s tem tudi delnice, velikokrat pa je tudi najpomembnejši, kar še posebno velja v nestabilnih gospodarskih razmerah" (Mramor, Poglavlja iz Poslovnih financ, 1998, str. 72). "Z vidika finančnih naložb pojem gotovosti pomeni, da je pričakovani prihodnji donos naložbe vedno enak dejanskemu donosu". V praksi je takšnih naložb izredno malo. Za ostale naložbe velja, da lahko zavzamejo različne vrednosti. Potrebno je poudariti, da se v financah pojem tveganja ne omejuje samo na nesrečne rezultate, temveč tudi na srečne, sicer vnaprej negotovih dogodkov (Mramor, Poglavlja iz Poslovnih financ, 1998, str. 75). Poznamo tri skupine investorjev, glede na njihov odnos do tveganja. Investitorjem, katerim bolj tvegane naložbe prinašajo večjo koristnost od tistih manj tveganih, pravimo tveganju naklonjeni investorji (risk takers). Do tveganja indiferentnim (risk neutral), pravimo tistim investorjem, ki svoje naložbe ocenjujejo le z vidika obsega in časovne razporeditve donosov, tveganju pa ne pripisujejo večje vrednosti. Tveganju nenaklonjena skupina investorjev pa je tista, ki vidi v naložbah z manjšim tveganjem večjo koristnost (risk averse). Tak investor je naložbo z večjim tveganjem pripravljen sprejeti le, če mu prinaša večji donos. Na splošno investorji tveganju niso naklonjeni, zato bo v nadaljevanju investor smatran kot tveganju nenaklonjen (Mramor, Poglavlja iz Poslovnih financ, 1998, str. 76).

Tveganje se meri s standardnim odklonom ali varianco, torej z odkloni različnih stopenj donosa od pričakovane stopnje donosa (Prohaska, 1999, str. 99). Kot mero tveganja je smiselno uporabljati koeficient-beta, ki predstavlja mero sistematičnega tveganja - to je tistega tveganja, ki se ga ne da odpraviti z razpršitvijo naložb in ki predstavlja le splošno tveganje na trgu. Za trg kot celoto ima beta po opredelitvi vrednost ena, delnice z manjšo beto so podpovprečno tvegane, delnice z beto, višjo od ena, pa nadpovprečno tvegane (Prohaska, 1999, str. 99). Povprečno tvegana naložba ima torej koeficient beta, katerega vrednost se giblje okoli ena. Poznamo več vrst tveganj, ki nastopajo na finančnem trgu. Tveganje spremembe **obrestne mere** je možna sprememba donosnosti določene finančne naložbe kot posledica nepričakovane spremembe obrestne mere. Pri tem je investor izpostavljen tveganju reinvestiranja (zaradi spremembe obrestne mere ne more investirati donosov po obrestni meri, ki je veljala ob začetku naložbe) in cenovnemu tveganju (zaradi spremembe obrestne mere se na trgu spremeni tudi tečaj delnic). **Tržno** tveganje je povezano s ponudbo in povpraševanjem po vrednostnih papirjih. Ko se na strani ponudbe (povpraševanja) spremeni določen dejavnik, se to odrazi na novi ravnotežni ceni. **Inflacijsko** tveganje je tveganje, da inflacija naraste nad njeno pričakovano vrednost in se zaradi tega realna vrednost donosov zmanjša pod pričakovano vrednostjo. Za finančni trg je značilno tudi **kreditno** tveganje (nevarnost, da sklenjenemu poslu ne bi sledila poravnava) in pa **valutno** tveganje (nevarnost spremembe deviznega tečaja v nezaželeno smer) (Prohaska, 1999, str. 188-190).

1.3. ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA

Zahtevana stopnja donosa je stopnja donosa, ki se izoblikuje na finančnem trgu, glede na njen prispevek k tveganju premoženja. Ena izmed metod za oceno zahtevane stopnje donosa je metoda CAPM (Capital Assets Pricing Model). Pri tej metodi neki osnovni donosnosti dolžniških naložb prištejemo ustrezno premijo za tveganje navadne delnice določenega podjetja (Mramor, 1993, str. 331). Osnova pri tej metodi je netvegana donosnost, to je donosnost netveganih naložb (zakladne menice), kot mero tveganja pa model uporablja koeficient beta in tako upošteva zgolj sistematično tveganje. CAPM je eden izmed empirično najbolj obširno testiranih modelov. To je uporaben model, ki zadovoljivo pojasnjuje dejanske razmere, kljub celi vrsti omejujočih predpostavk (Mramor, Poglavja iz Poslovnih financ, 1998, str. 100).

Formula izračuna zahtevane stopnje donosa po formuli (Mramor, Poglavja iz Poslovnih financ, 1998, str. 100):

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

r_f – netvegana donosnost

r_m – pričakovana donosnost tržnega premoženja

$(r_m - r_f)$ – tržna premija za tveganje

β_i – mera za sistematično tveganje

Vpliv odstopanja tveganja vlaganja v delnice določenega podjetja od tveganja povprečne delnice meri koeficient beta, ki je enak 1, kadar je delnica določenega podjetja povprečno tvegana, oziroma večji kot 1, če je nadpovprečno tvegana, ali pa manjši kot 1, če je podpovprečno tvegana.

Povsem netvegana donosnost v stvarnosti ne obstaja. Najboljši približek tej meri je donosnost kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev.

V slovenski analitski praksi se koeficienti beta ne izračunavajo (Kleindienst, 1999a, str. 13). Pri izračunavanju bet slovenskih delnic se podjetja naslonijo na bete primerljivih tujih podjetij (prilagojenih za razlike v višini finančnega vzvoda), ki jih na primer za ameriška podjetja in posamezne sektorje iz indeksa S & P 500 že desetletja izračunava Ibbotson Associates (Cost of Capital Yearbook) (Tufek, 2002, str. 8).

2. MODELI IZRAČUNAVANJA VREDNOSTI DELNIC

Navadna delnica je vrednostni papir, ki je za izdajatelja brez dospelja in ki prinaša lastniku denarne zneske v obliki dividende, ali v obliki porasta cene navadne delnice, kar je posledica reinvestiranja dela donosa (zadržanih dobičkov) v podjetje. Denarni donos, ki ga prejme imetnik navadne delnice, predstavlja ostanek doseženega denarnega rezultata poslovanja podjetja, potem ko so poplačane vse pogodbene obveznosti (Mramor, 1993, str. 203).

2.1. VREDNOST NAVADNIH DELNIC

Enačba enakih dividend

Ta enačba sloni na precej nerealni predpostavki, da bodo dividende vedno enake:

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

V poštev pride pri hitrih ocenah vrednosti navadnih delnic, primerna pa je tudi za izračun vrednosti prednostnih delnic, ki običajno res prinašajo enake dividende iz obdobja v obdobje.

Enačba enakomerne rasti

Enačba, ki je v literaturi poznana kot Gordonov model rasti, sloni na predpostavki, da bodo dividende vsako naslednje obdobje porasle za enak odstotek, pri čemer je potrebno poznati že izplačano (ničto) dividendo. Da bi enačba veljala, mora biti izpolnjen pogoj, ki pravi, da naj bo zahtevana stopnja donosa večja od stopnje rasti dividende ($r > g$):

$$V = \frac{\text{Div}_1}{(r - g)}$$

$$\text{Div}_1 = \text{Div}_0(1 + g)$$

Div_0 – prva dividenda

r – zahtevana stopnja donosa

g – stopnja rasti dividende

Sestavljena enačba

Da bi se izračun vrednosti čim bolj približal dejanskemu dogajanju na trgu kapitala, skušamo s spodaj navedeno enačbo oceniti dividende za tem daljše prihodnje obdobje, za preostalo obdobje pa se uporabi na primer predpostavka o enaki stopnji rasti dividende:

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

Prikazani način je teoretično najpravilnejši, saj je z njegovo ustrezno uporabo mogoče doseči najboljše ocene vrednosti. Za ta način izračuna vrednosti navadnih delnic je potrebno veliko znanja in poznavanja podjetja in okolja, poleg tega pa zahteva veliko časa (Mramor, Poglavlja iz poslovnih financ, 1998, str. 68).

Včasih pri trgovanju z delnicami nimamo dovolj časa za poglobljene analize, zato se je razvila vrsta pomožnih metod ocenjevanja vrednosti navadnih delnic.

2.2. RELATIVNI MODELI VREDNOTENJA

Multiplikator čistega dobička (Price/Earning Ratio oziroma P/E model)

"Model multiplikatorja čistega dobička pove, kolikokrat je višja tržna cena delnice podjetja v primerjavi z doseženim čistim dobičkom na delnico" (Mramor, Poglavlja iz poslovnih financ, 1998, str. 70). V bistvu je **razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico**. Ta model za razliko od prejšnjih upošteva celotni dobiček podjetja in ne zgolj dividende. S primerjavo pričakovane vrednosti multiplikatorja in dejanske (tekoče) vrednosti multiplikatorja ugotovimo precenjenost oziroma podcenjenost delnice. Delnica je precenjena (podcenjena), če je tekoča vrednost multiplikatorja P/E večja (manjša) od izračunane ocenjene vrednosti multiplikatorja dobička E(P/E). Če ugotovimo, da je delnica precenjena, jo je smiselno prodati še preden ji pade cena. Za podcenjene delnice velja ravno obratno, saj bo njihova cena najverjetneje narasla.

Iz modela je prav tako možno spoznati, da je vrednost multiplikatorja tem večja (Damjanovič, 2000, str. 8):

- čim višji je delež dividend v dobičku;
- čim višja bo pričakovana stopnja rasti dobička na delnico;
- čim nižja bo zahtevana stopnja donosa na delnico.

Neto aktiva na delnico (Price to Book Value oziroma P/BV model)

Razmerje med tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice (neto aktiva na navadno delnico) je lahko tudi kriterij za ugotovitev podcenjenosti oziroma precenjenosti delnic. Delnico, katere cena je nižja (višja) od knjigovodske vrednosti, smatramo za podcenjeno (precenjeno).

Vrednost neto aktive se izračuna tako, da se od vrednosti aktive odšteje vrednost obveznosti in vseh ostalih postavk pasive, ki se ne nanašajo na navadne delnice (npr. prednostne delnice) (Mramor, Poglavja iz poslovnih financ, 1998, str. 71). Dobljena neto aktiva tako predstavlja vrednost premoženja delničarjev, ki ga delimo s številom izdanih navadnih delnic in rezultat je vrednost neto aktive na navadno delnico.

Ker pa v razvitih tržnih gospodarstvih tržne vrednosti navadnih delnic običajno bistveno odstopajo od knjigovodskih vrednosti delnic, so ocene na osnovi tega modela še najmanj primerne.

Model multiplikatorja prodaje (P/S model)

Pri tem modelu uporabljamo kot kriterij za ugotovitev precenjenosti oziroma podcenjenosti delnic **razmerje med ceno delnice in prihodkom od prodaje na delnico**. Čeprav uporaba tega modela ni tako pogosta, kot uporaba ostalih dveh relativnih modelov vrednotenja, je model vseeno zanimiv zaradi prednosti pred omenjenima modeloma (Šimon, 1995, str. 18):

1. V prvih dveh modelih je vrednotenje nesmiselno v primeru, ko imamo opravka z negativno vrednostjo vhodnega podatka (npr. dobička). Vhodni podatki pri modelu multiplikatorja prodaje so neproblematični.
2. Višina dobička ter knjigovodska vrednost delnice sta v večji meri odvisna od računovodskih rešitev (nenazadnje tudi namernih zavajanj) v podjetju kot prihodek od prodaje.
3. Vrednost multiplikatorja dobička je ponavadi bolj nestanovitna od multiplikatorja prodaje ter zato manj zanesljiva pri vrednotenju delnic
4. Model multiplikatorja prodaje omogoča dobro testiranje učinkov cenovne politike podjetja ter ostalih strateških odločitev podjetja na rezultate poslovanja

Kljub vrsti prednosti, pa nas lahko model privede do napačnega vrednotenja, zlasti v primeru, ko v podjetju obstaja problem kontrole stroškov. Na primer: prihodki ostajajo še naprej enaki, dobiček pa upada.

3. ANALIZA OKOLJA IN PANOGE

Podjetje je tesno vpeto v okolje, zato je za pravilno oceno vrednosti delnic potrebna gospodarska, panožna in politična analiza. Le takšna kompleksna analiza nam postreže z informacijami o pričakovanih investitorjev, o bodočih denarnih tokovih znotraj podjetja, o tem, kolikšna bo zahtevana stopnja donosa potencialne naložbe, in v končni fazi, kakšna bo ocena delnice (Šimon, 1996, str. 45). Empirične analize povezanosti gospodarskih gibanj in gibanj cen delnic dokazujejo, da je mogoče polovico sprememb cen delnic razložiti z vplivom gospodarstva, trinajst odstotkov pa s panožnimi dejavniki (Damjanovič, 2000, str. 8).

3.1. ANALIZA GOSPODARSKIH GIBANJ

Pri analizi gospodarskih gibanj najprej ugotovimo trenutno stanje, nato pa s pomočjo različnih tehnik, opisanih v nadaljevanju, poskušamo napovedati gospodarski razvoj v prihodnosti. Jordan in Fischer (Jordan, Fischer, 1987, str. 253) dajeta prednost kratkoročni ekonomski napovedi pred dolgoročno. Po njuni tezi predstavlja kratkoročno napoved ekonomska napoved do treh let, srednjeročno napoved, napoved do petih let, daljše napovedi pa naj bi predstavljale dolgoročne napovedi. Graham in Dodd pa ponujata drugačno mnenje, saj ločita dolgoročne projekcije (od pet do deset let), ki se izognejo cikličnim vplivom, od kratkoročnih napovedi (do dveh let). Zanju so na kratek rok ključne napovedi povpraševanja in ne spremembe proizvodnih kapacitet (Graham, Dodd, 1988, str. 51).

Med glavne makroekonomske kazalce, ki so predmet napovedovanj štejemo (Cottle, Murray, Block, 1988, str. 52):

- rast realnega bruto domačega proizvoda;
- stopnjo inflacije in inflacijska pričakovanja;
- ponudbo prihrankov;
- povpraševanje po sredstvih, ki izvirajo iz potrošnje gospodinjstev, gospodarstva in države.

Tehnike ekonomskega napovedovanja

Jordan in Fischer omenjata ekonomsko napovedovanje na osnovi:

- raziskave pričakovanj;
- spremljave ekonomskih indikatorjev;
- ekonometričnih modelov.

3.2. ANALIZA PANOGE

Donosnosti panog se med seboj zelo razlikujejo in zato opravljamo panožno analizo, saj le-ta odkriva možnosti za večje donose. Ta omogoča investitorju izbiro panoge, ki je zanj z vidika donosnosti in tveganja optimalna. Ali je smotrno investirati v panogo, vidimo iz primerjave med zahtevano stopnjo donosa in ocenjeno stopnjo donosnosti panoge (pričakovano stopnjo donosa). Po drugi strani pa panožna analiza ne sme in ne more izključiti analize samega podjetja, preden se sprejme odločitev o investiciji, saj ni nujno da podjetje, ki deluje znotraj določene panoge, ne bo dosegalo nadpovprečno dobrih (ali podpovprečno slabih) rezultatov v primerjavi s tistimi povprečnimi, ki veljajo v tej panogi.

4. ANALIZA TRGA DELNIC

4.1. ANALIZA OBRESTNIH MER¹

Da bi lahko vrednotili trg delnic, je potrebna primerjalna analiza segmentov trga vrednostnih papirjev, zlasti primerjalna analiza donosnosti različnih vrednostnih papirjev. Pri tej analizi je ključna analiza obrestnih mer.

Na raven obrestnih mer v nekem gospodarstvu vplivajo zlasti:

- ponudba (raven) prihrankov;
- povpraševanje po prihrankih;
- pričakovana inflacija;
- denarna politika.

4.2. VREDNOTENJE TRGA DELNIC

Pri tem gre za izračun pričakovane donosnosti delnic. Le-te izračunamo s pomočjo modela multiplikatorja dobička, ki bo zajemal delnice iz borznega indeksa. Analiza poteka po naslednjih korakih (Damjanovič, 2000, str. 10):

- ocenimo dobiček na delnico za podjetja v borznem indeksu;
- ocenimo multiplikator dobička za delnice, ki ga določajo: delež dividend v dobičku, zahtevana stopnja donosnosti ter ocenjena stopnja rasti dividend;
- iz zmnožka obeh dobimo končno vrednost indeksa;

¹ Šimon. 1995, str. 44.

- končni vrednosti indeksa prištejemo pričakovane dividende in vsoto delimo z začetno vrednostjo indeksa.

Izračun pričakovane donosnosti delnic:

$$E(R) = \frac{KV - ZV + Div_e}{ZV}$$

KV = končna vrednost indeksa

ZV = začetna vrednost indeksa

Div_e = pričakovane vrednosti dividend v določenem časovnem obdobju

5. ANALIZA PODJETJA

Analiza podjetja je kompleksna metoda, ki skuša oceniti stanje osnovnih in obratnih sredstev, kadrov, faz reprodukcijskega procesa (nabava, proizvodnja, prodaja, financiranje), poslovnega uspeha in poslovne uspešnosti. Pomembni elementi te analize so tudi ocene menedžmenta in raziskovalno-razvojnega oddelka. Tako izvedena analiza nam dopušča oceniti (Šimon, 1996, str. 68):

- pričakovano dividendo;
- pričakovani donos delnice;
- tveganje investiranja v to delnico;
- multiplikator dobička;
- neto denarni tok.

V nadaljevanju naloge je poudarek na finančni analizi podjetja.

5.1. FINANČNA ANALIZA PODJETJA

Z različnimi metodami analize poslovanja se poskuša ugotoviti finančno stanje podjetja, trend v poslovanju ter variabilnost poslovanja. V diplomski nalogi je uporabljena analiza s pomočjo omejenega števila finančnih kazalnikov, njena prednost je predvsem večja transparentnost nad uporabo manj preglednih računovodskih izkazov.

Kazalniki poslovanja gospodarskih družb so razčlenjeni v tri temeljne skupine:

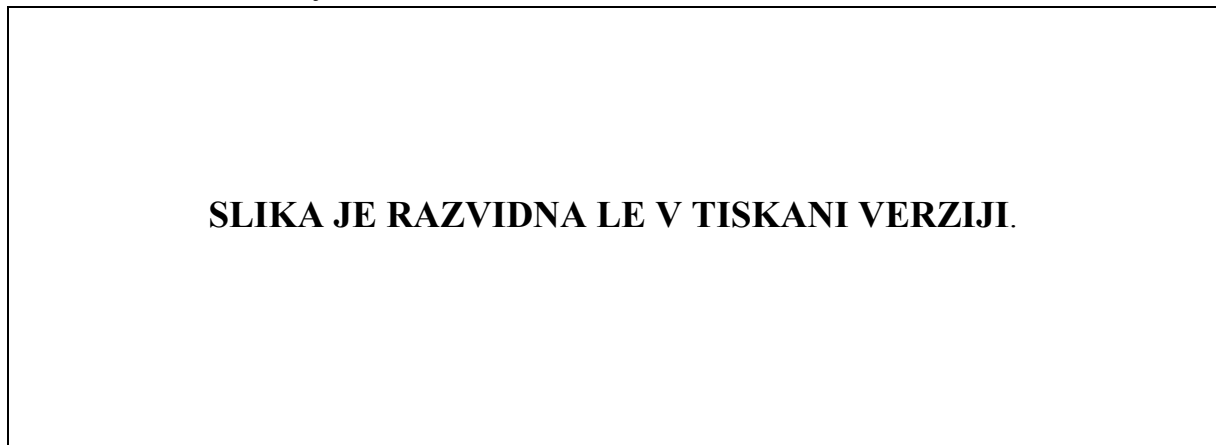
- kazalniki investiranja, financiranja in plačilne sposobnosti;
- kazalniki obračanja in dnevi vezave;
- kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti.

5.1.1. Kazalniki investiranja, financiranja in plačilne sposobnosti

Kazalniki investiranja

Kazalniki investiranja omogočajo presojo ugodnosti sestave sredstev gospodarske službe. Vrednosti teh kazalnikov je potrebno presojati glede na dejavnost, ki jo posamezne gospodarske službe opravljajo. Kazalniki investiranja so pomembni predvsem za poslovodstva gospodarskih služb pri odločanju o investicijah, manj pa so pomembni za zunanje uporabnike (za upnike in lastnike).

Slika 1: Kazalniki investiranja

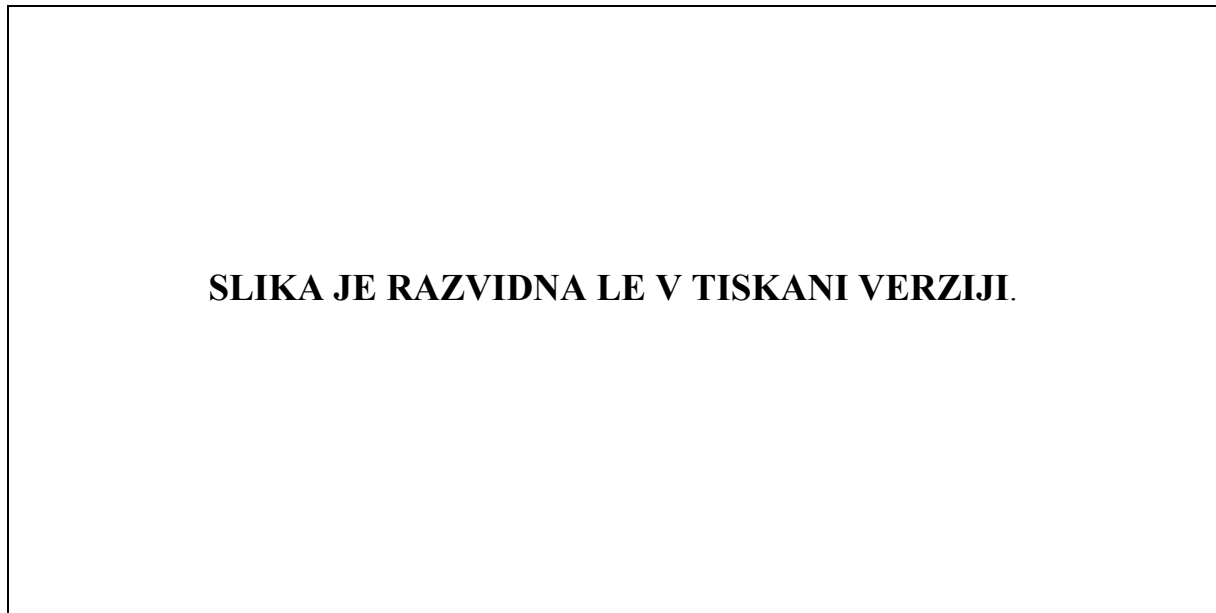


Vir: Publikacija FIPO.

Kazalniki financiranja

Kazalniki financiranja omogočajo predvsem presojo ugodnosti sestave obveznosti do virov sredstev. Financiranje sredstev z dolgovi vpliva na finančno tveganje ter donosnost gospodarske družbe. Bolj kot se gospodarska družba zadolžuje, bolj je finančno tvegana za upnike. Uporaba relativno cenejšega dolžniškega financiranja v uspešnih letih več kot proporcionalno poveča donosnost kapitala, v slabih letih pa donosnost kapitala več kot proporcionalno zmanjša. Donosnost in finančno tveganje sta povezana. Načeloma je od narave poslovanja in od sestave sredstev odvisno, v kolikšni meri se sme gospodarska družba zadolževati. Gospodarske družbe s stabilnim, dobro predvidljivim poslovanjem, lahko varneje uporabljajo več dolžniških virov financiranja kot pa gospodarske družbe, ki poslujejo z veliko negotovostjo, s hitrimi spremembami proizvodov, z visokim deležem neopredmetenih dolgoročnih sredstev, ki povečujejo njihovo poslovno tveganje. Po drugi strani pa je stabilno poslovanje za gospodarsko družbo lahko manj donosno kot pa bolj tvegano poslovanje.

Slika 2: Kazalniki financiranja

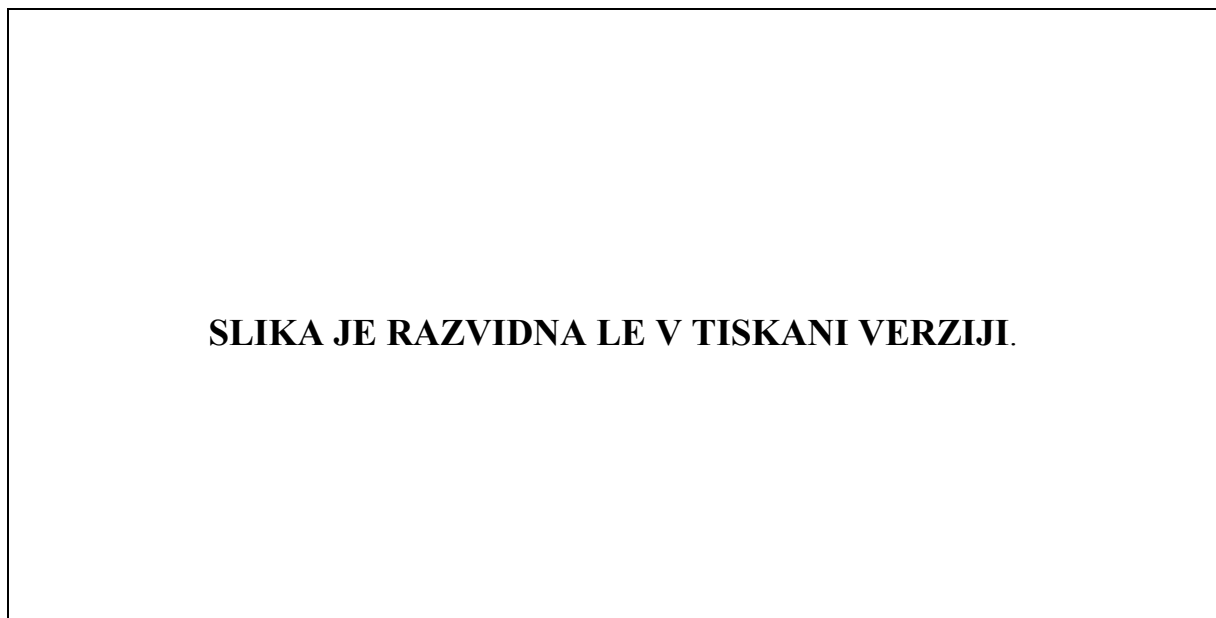


Vir: Publikacija FIPO.

Kazalniki plačilne sposobnosti

Plačilno sposobnost gospodarske družbe zelo grobo odraža primerjava unovčenja sredstev z zapadlostjo obveznosti do virov financiranja sredstev.

Slika 3: Kazalniki plačilne sposobnosti



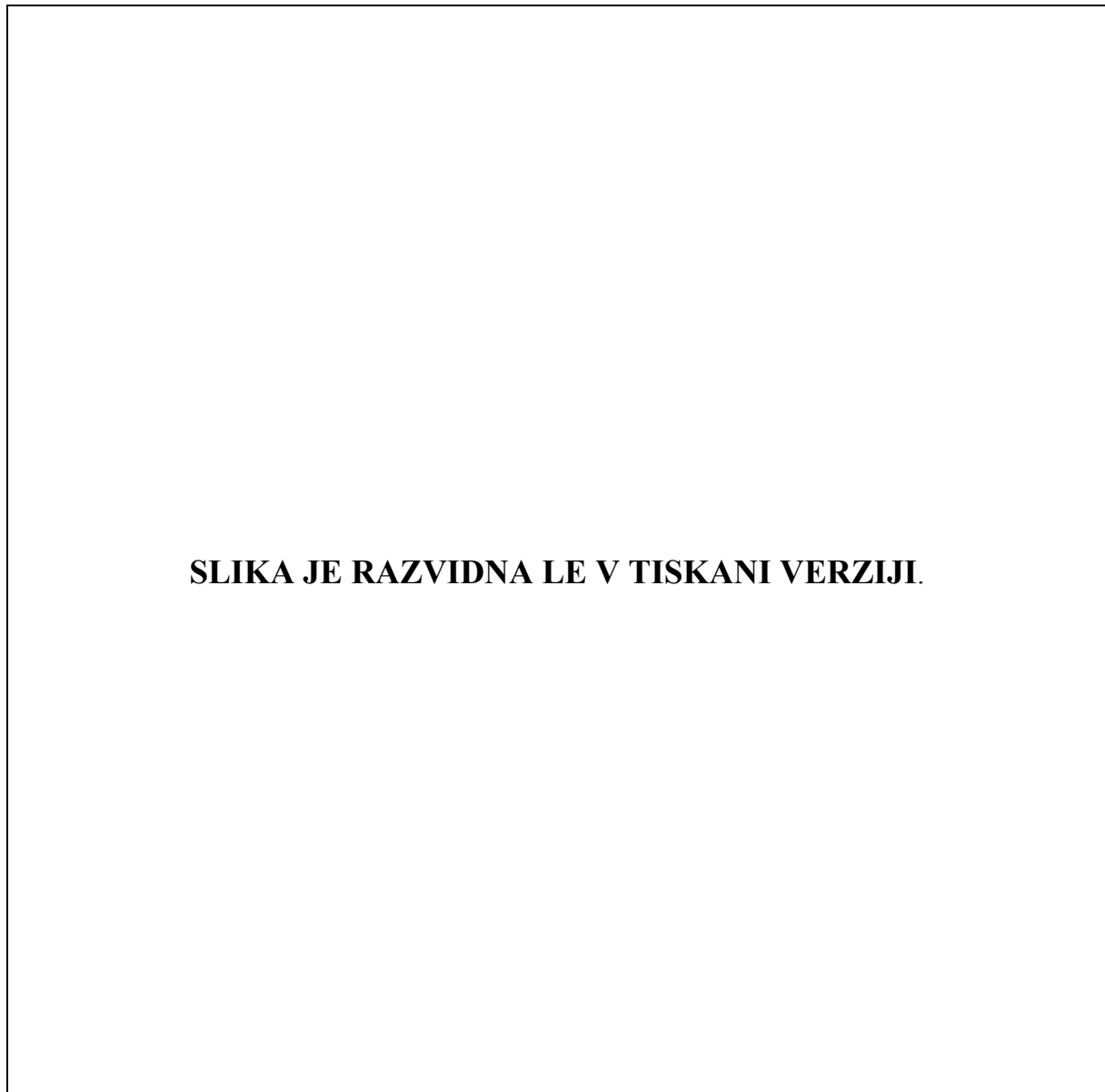
Vir: Publikacija FIPO.

Ker pa bilanca stanja prikazuje sredstva in obveznosti do virov sredstev gospodarske družbe na določen dan (konec obračunskega obdobja), se lahko to stanje že naslednji dan spremeni.

Zato mora gospodarska družba uporabljati dodatne informacije o plačilni sposobnosti, ki temeljijo na predračunih denarnih tokov in na drugih podatkih (npr. na podatkih iz evidenc opravljenega plačilnega prometa Agencije). Kazalniki plačilne sposobnosti pa so zanimivi za posojilodajalce, ki pri odobravanju posojil upoštevajo vrednosti določenih kazalnikov za več zaporednih obdobj ali zahtevajo, da vrednosti le-teh ne smejo biti nižje od določene kritične vrednosti.

5.1.2. Kazalniki obračanja in dnevi vezave

Slika 4: Kazalniki obračanja in dnevi vezave

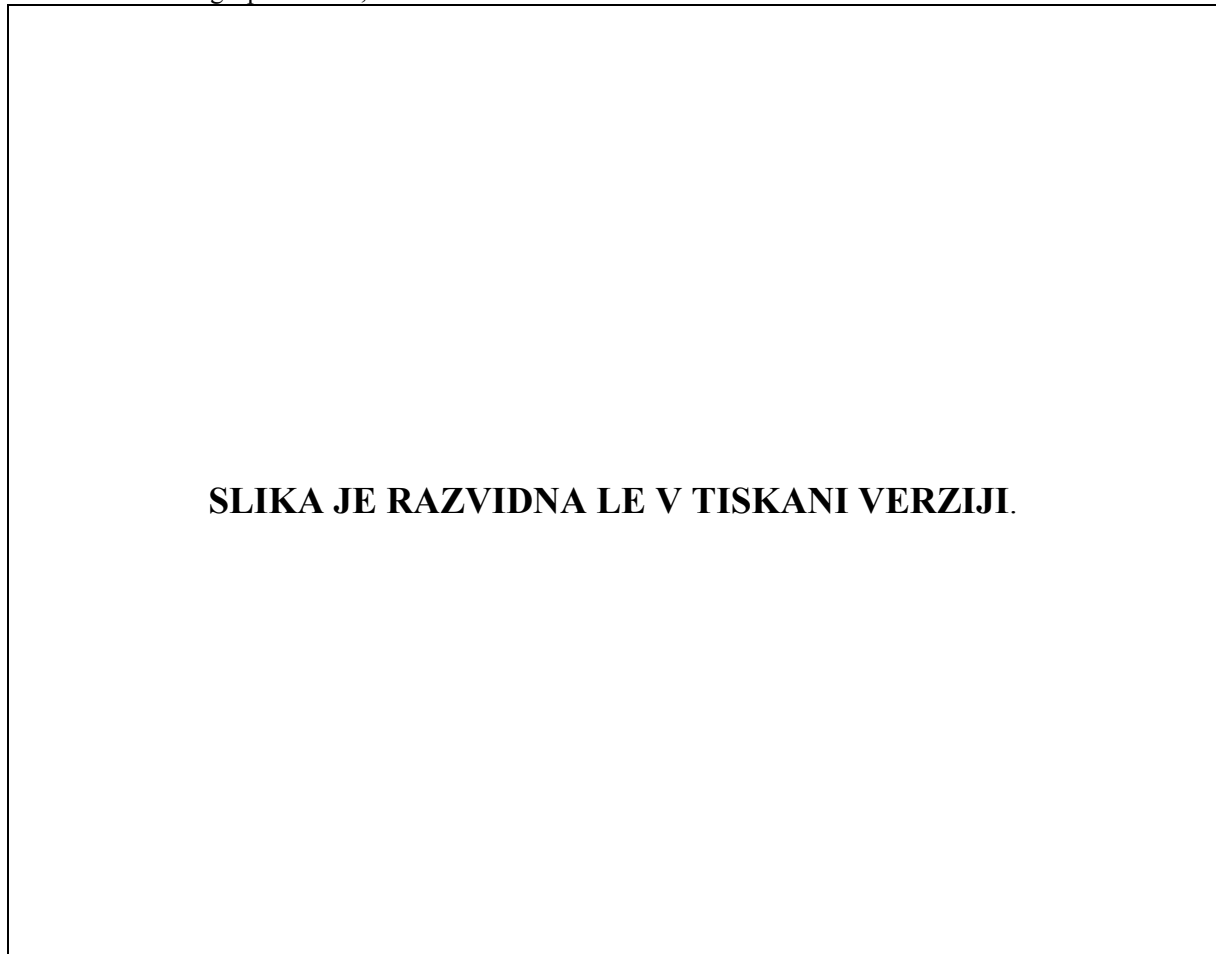


Vir: Publikacija FIPO.

Kazalniki obračanja sredstev izražajo, koliko prihodkov ustvari gospodarska družba z obstoječimi sredstvi ali povedano drugače, koliko sredstev potrebuje gospodarska družba, da ustvarja obstoječe prihodke. Analiza teh kazalnikov lahko pokaže, da ima posamezna gospodarska družba v primerjavi z drugimi gospodarskimi družbami za doseganje podobnih prihodkov veliko več sredstev. Hitrejše je obračanje sredstev oziroma krajši so dnevi njihove vezave, manj sredstev ima gospodarska družba vezanih. Na kazalnike obračanja sredstev oziroma na število dni vezave sredstev vplivajo proizvodna tehnologija, delež stalnih sredstev med vsemi sredstvi, vrsta proizvodov itd. Ti kazalniki so primerljivi le med gospodarskimi družbami v isti dejavnosti. Različne vrste sredstev se različno hitro obračajo (terjatve normalno hitreje kot zaloge), zato je potrebna analiza obračanja posameznih vrst sredstev. Posebno pomembno za uspešnost poslovanja je ustrezno upravljanje z zalogami in terjatvami. Hitrost obračanja sredstev namreč vpliva na donosnost sredstev in s tem tudi na donosnost kapitala.

5.1.3 Kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti

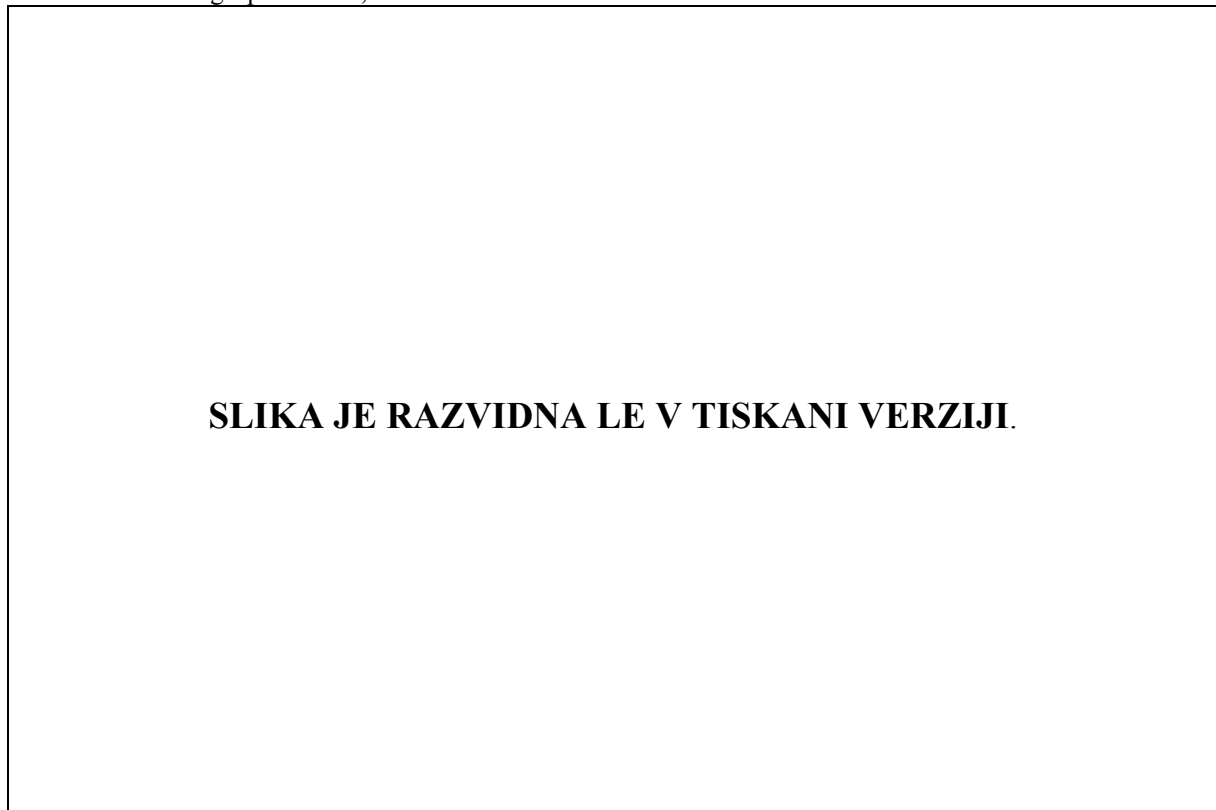
Slika 5: Kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti – 1. del



Vir: Publikacija FIPO.

Kazalniki gospodarnosti (ekonomičnosti), donosnosti (rentabilnosti) in dohodkovnosti so kazalniki poslovne uspešnosti:

Slika 6: Kazalniki gospodarnosti, donosnosti in dohodkovnosti – 2. del



Vir: Publikacija FIPO.

Kazalniki gospodarnosti in donosnosti pojasnjujejo dosežene poslovne rezultate (skupne prihodke, prihodke iz poslovanja, čisti dobiček itd.) glede na ugotovljene potroške oziroma vložke za njihovo ustvaritev. Čim večja je njihova vrednost - pozitivna (razen kazalnika povprečne mesečne plače na zaposlenega, za katerega ta trditev ne velja v celoti, predvsem ne velja v primeru slabih rezultatov drugih kazalnikov uspešnosti), tem uspešnejša je gospodarska družba.

5.1.4. Kazalniki denarnega toka

Enostavni denarni tok dobimo kot vsoto čistega dobička (izgube) poslovnega leta in amortizacije v opazovanem obdobju. Pomemben kazalnik denarnega toka so **spremembe v obratnih sredstvih**, ki so enake seštevku neto povečanja kratkoročnih obveznosti iz poslovanja in pasivnih časovnih razmejitev, zmanjšanjem za neto povečanje zalog, povečanje kratkoročnih terjatev iz poslovanja in aktivnih časovnih razmejitev. Povečanje obratnih sredstev je lahko posledica povečanega obsega prodaje gospodarske družbe ali pa dolgotrajnejšega zadrževanja sredstev v zalogah in v terjatvah. **Popravljen denarni tok** pa je seštevok enostavnega denarnega toka, odhodkov iz naslova oblikovanja dolgoročnih

rezervacij in spremembe v obsegu obratnih sredstev. Popravljeni denarni tok predstavlja presežek likvidnih finančnih sredstev, ki so posledica poslovne dejavnosti gospodarske družbe in so osnova za financiranje njene rasti ter za izplačila lastnikom. **Naložbe v opredmetena osnovna sredstva** so enake razliki med stanjem opredmetenih osnovnih sredstev ob začetku in koncu leta, zmanjšani za amortizacijo.

III. KONKRETNA ANALIZA OKOLJA IN PANOGE

1. ANALIZA IN NAPOVED GOSPODARSKIH GIBANJ

Podatki so povzeti iz publikacije SKEP – julij 2001 in iz Biltena Banke Slovenije – marec 2001.

1.1. TRENDI V EU IN V SLOVENIJI

Napovedi za leto 2001 za države s skupno valuto evra so govorile o 2,6% povprečni gospodarski rasti in o 2,8% za leto 2002. Po oceni Urada za makro ekonomske analize in razvoj v pomladanskem poročilu je v letu 2001 v Sloveniji na gospodarsko aktivnost še vedno najbolj vplival izvoz, v okviru sicer bolj umirjene domače porabe pa državna potrošnja. UMAR je junija 2001 ocenil povprečno realno rast bruto domačega proizvoda za leto 2001 na 4,4%, povprečno stopnjo rasti domačih cen v Sloveniji pa na 7,8%.

1.2. POSLOVNA PRIČAKOVANJA GOSPODARSTVENIKOV (Banka Slovenije, 2002)

Mednarodno okolje je pod vplivom dveh procesov: upočasnitve gospodarske aktivnosti in umiritve inflacijskih pritiskov. Naftni šok je najverjetneje zaključen in inflacijski pritiski v tujini popuščajo. Večina tujih centralnih bank je že pričela prilagajati obrestne mere navzdol. Predvidevanja o rasti gospodarske aktivnosti za leto 2001 so bila ocenjena na približno 3,5%. Upočasnitev domače gospodarske aktivnosti je bila posledica manjšega tujega povpraševanja, nadaljnjega skromnega trošenja gospodinjstev in upočasnjenega investicijskega ciklusa. Povečana potrošnja je bila načrtovana v javnem sektorju. Ocenjen primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance za leto 2001 je znašal okoli 2,5% BDP. Zunanje ravnotežje naj bi se še dodatno izboljšalo, ne glede na manjše tuje povpraševanje. K zmanjšanju primanjkljaja v tekočem računu pa naj bi prispevalo skromno domače trošenje in predvsem boljši pogoji menjave.

Kljub visoki inflaciji v prvi polovici leta 2001 so bili inflacijski izgledi bolj optimistični (okoli 6% ob koncu leta 2001), vendar pa ugodni cenovni trendi iz tujine ne bodo prišli do izraza, če tako rast plač kot tudi rast nadzorovanih cen ne bosta zmerni in ustrezno podprti s tečajno politiko.

Predvidena realna gibanja se bodo odrazila tudi v potrebah gospodarstva, gospodinjstev in države pri financiranju in varčevanju in se preko ponudbe denarja in kreditov odrazila tudi na bilanci bančnega sistema. Povpraševanje gospodinjstev po kreditih je bilo skromno ocenjeno, umirjalo naj bi se tudi povpraševanje podjetij po kreditih.

Rast plač in kapitalski prilivi so ključnega pomena za makroekonomsko stabilnost in za uresničitev projekcij in lahko bistveno vplivajo na denarno politiko Banke Slovenije.

1.3. KONKURENČNOST GOSPODARSTVA (Banka Slovenije, 2002)

Zunanja konkurenčnost Slovenije je opredeljena kot zmožnost države, da prodaja izdelke na svetovnih trgih. Banka Slovenije je izvedla analizo s pomočjo kazalcev realnega deviznega tečaja, dopolnjeno še z drugimi pristopi, pri čemer je namenjena največja pozornost analizi tržnega deleža. Gibanje tržnih deležev je namreč najboljše merilo za ocenjevanje dosežkov izvoznega dela gospodarstva. Različni pristopi k analizi konkurenčnosti omogočajo celovitejšo in natančnejšo oceno konkurenčnosti gospodarstva.

Glavni zaključek analize Banke Slovenije iz januarja 2001 je, da se kljub realni apreciaciji domače valute, kot jo merimo s kazalci realnega deviznega tečaja, konkurenčnost gospodarstva v obdobju od 1994 do 1999 ni bistveno poslabšala, saj je Slovenija na trgih EU ohranjala približno nespremenjen tržni delež. Poslabšala pa se je konkurenčna sposobnost v odnosu do držav CEFTA, na kar med drugim kaže uspeh le-teh pri povečevanju tržnega deleža na trgih EU, celo za 60% (Madžarska). Ostali pomembnejši ugotovitvi sta še, da smo potrdili veliko pomembnost rasti (tujega) trga za rast izvoza blaga in ugotovili, da je struktura slovenskega izvoza blaga v zadnjih letih precej stabilna in osredotočena v tistih skupinah blaga, po katerih raste povpraševanje podpovprečno.

1.4. GIBANJE IZVOZA IN UVOZA

Maja 2001 je bilo po začasnih podatkih slovenskega blagovnega izvoza za 788 milijonov dolarjev, kar je bilo v dolarskih vrednostih nominalno za 6,4 odstotka več kot maja 2000. V petih mesecih skupaj je izvoz znašal 3.923 milijonov USD. Glede na enako obdobje v letu 2000 je izvoz blaga nominalno porasel za 9,1 odstotka. Medvalutne spremembe so imele še naprej negativen vpliv na dolarske podatke, vendar manjšega kot v zadnjih mesecih leta 2000.

V tolarjih je bilo blagovnega izvoza v prvih petih mesecih 2001 za 931 milijard ali za 23,6 odstotka več kot v enakem času leta 2000.

Maja leta 2001 je bilo uvoženega za 910 milijonov dolarjev blaga, za 2,7 odstotka več kot predhodnega leta v tem mesecu. V prvih petih mesecih leta 2001 je bilo uvoza skupaj za 4.341 milijonov dolarjev, nominalno za 1,5 odstotka več kot leto prej. Blagovni primanjkljaj je bil v prvih petih mesecih istega leta 417 milijonov dolarjev (za skoraj 40 odstotkov nižji od lanskega v enakem obdobju).

1.5. TRENDI V INDUSTRIJI

V prvih petih mesecih leta 2001 se je v Sloveniji proizvodnja v primerjavi z enakim lanskim obdobjem povečala za 4,8%. Majska industrijska proizvodnja je bila za 6% večja od aprilske in za 1,2% večja kot v maju 2000. Predelovalne dejavnosti so v prvih petih mesecih povečale proizvodnjo za 5,3%. V maju 2001 so v predelovalnih dejavnostih izdelali za 8,7 več kot v aprilu, v primerjavi s predhodnim majem pa je bila proizvodnja za 2% večja.

1.6. GIBANJE TEČAJA TOLARJA

Glede na januar 2000 se je tečaj DEM Banke Slovenije v marcu 2001 zvišal z 101,49 SIT za DEM na 110,02 SIT za DEM, kar pomeni 8%-ni porast. Tečaj USD je porasel z 201,40 na 244,13 SIT za USD (21%), tečaj EURA pa z 198,5 na 215,17 (8%) (Banka Slovenije – Arhiv finančnih podatkov, 2002).

1.7. GIBANJE INFLACIJE

Junija 2001 je bila stopnja inflacije v Sloveniji na medletni ravni 9,5%. V prvem polletju so se cene življenjskih potrebščin zvišale že za 4,9%, kar je za 0,6 odstotne točke več kot leto pred tem. Samo v juniju pa so se cene življenjskih potrebščin zvišale za 0,4%. Rast cen se je nekoliko umirila zaradi sezonskega padca cen zelenjave za 16%, vendar pa so se za 2 do 3% zvišale cene nekaterih drugih živil, med njimi kruha, rib in kave. Zdravstvene storitve so se junija v povprečju podražile za 7,1%, telefonske storitve pa za 4,5%. Rast cen, merjena z indeksom cen na drobno, je bila junija 2001 na medletni ravni 10,8 odstotna in v povprečju štirih mesecev 10,7 odstotna.

1.8. GIBANJE BREZPOSELNOSTI

Junija 2001 je število brezposelnih prvič padlo pod sto tisoč oseb – na 97.824 ali za 2,6% pod majsko številko. Maja 2001 je bilo registriranih 100.066 brezposelnih ali za 2,6% manj kot aprila istega leta in za 4,5% manj kot maja 2000. V petih mesecih leta 2001 se je skupaj na zavodu prijavilo 32.706 oseb. Med njimi se jih je prijavilo največ zaradi izteka zaposlitve za določen čas in sicer 12.856. Stopnja registrirane brezposelnosti je izračunana za april in maj 2001, ko je bila 11,7 odstotna in 11,4 odstotna.

1.9. OBRESTNE MERE

Zaradi povečanja TOM-a v juniju 2001 na 0,8% oziroma kar na 10,18% letno so se skupne obrestne mere za tolarske bančne kredite še povečale. V juniju je bila povprečna skupna obrestna mera za kratkoročne tolarske kredite za tekoče poslovanje 16,6% (realna 5,8%), kar je najvišja raven po juliju 2000. Povprečna skupna obrestna mera za dolgoročne kredite za osnovna sredstva je bila 18,9% (realna 7,9%). Tako visoke obrestne mere niso bile že od aprila 1998.

1.10. KOMENTAR GOSPODARSKIH GIBANJ IN ANALIZA POLITIČNEGA DOGAJANJA (Spletišče Vlade RS o Sloveniji – Gospodarstvo)

Pestra industrijska zgodovina, dolgoletna odprtost v svet ter urejena ekonomska politika države prispevajo k temu, da je Slovenija med najuspešnejšimi državami v tranziciji iz socialističnega v tržno gospodarstvo. Slovenija ima stabilno rast bruto domačega proizvoda in se po podatkih Dun & Bradstreeta, ki računa deželno tveganje v tranzicijskih državah, uvršča med države z najmanjšo stopnjo tveganja. Marca leta 2000 so strokovnjaki Svetovne banke in Mednarodnega denarnega sklada v svojem poročilu pozitivno ocenili gospodarska gibanja v Sloveniji ter poudarili, da je ta zaradi uspešne fiskalne reforme že dosegla stopnjo razvitih zahodnih držav. Na področju mednarodnih ekonomskih odnosov Slovenija ohranja globalno trgovinsko orientacijo in razen s strateško najpomembnejšimi partnericami - državami članicami Evropske unije povečuje ekonomsko sodelovanje, še posebej z državami CEFTA, Rusijo ter bivšimi jugoslovanskimi republikami. Doslej izvedena privatizacija gospodarstva povečuje konkurenčnost slovenskega gospodarstva in dobičkonosnost podjetij.

Vključevanje Slovenije v Evropsko unijo je prednostna naloga Slovenije. Pogajanja za članstvo, v katerih se oblikujejo pogoji sprejemanja pravnega reda, so se začela marca 1998, ko je vlada sprejela 'Pristopno strategijo' in jo tudi dala v obravnavo Državnemu zboru. Strategija je osnova za nadaljnje priprave RS za članstvo v EU, kakor tudi za sama pogajanja o članstvu, in je bila po končani razpravi v Parlamentu dopolnjena ter nato formalno

predložena organom EU. Da bi Slovenija izpolnila pogoje za uspešno vključevanje mora uspešno **dokončati naslednje reforme**: ekonomsko stabilizacijo; ekonomsko tranzicijo, ureditev lastninskih pravic in izvedbo strukturnih reform, potrebnih za delovanje tržne ekonomije; sprejeti pravila in predpise za doseg zahtevane stopnje kompatibilnosti z gospodarstvi ostalih udeleženk na notranjem trgu, to je s članicami EU.

2. ANALIZA TRGA DELNIC

2.1. PROMET Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

V prvih šestih mesecih leta 2001 je bilo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev sklenjenih za 145,5 milijard SIT poslov, kar je za 15,6% več kot v enakem obdobju leto prej. Junija 2001 je vrednostni obseg prometa znašal 31,8 milijarde SIT, ali za 22% več kot mesec prej. Rast prometa je deloma spodbudila tudi pričakovana ukinitvev skrbniških računov za tujce, čeprav posebnega zanimanja s strani tujih vlagateljev še ni bilo. Indeks SBI 20 se je junija 2001 v povprečju povečal za 2,5%. Letni donos indeksa pa je z 11,6% že presegel raven letne stopnje inflacije.

2.2. TRŽNA KAPITALIZACIJA

Celotna tržna kapitalizacija vseh vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev je konec julija 2001 dosegla 1.221,66 milijarde SIT in tako za 7% ali 83 milijard SIT presegla vrednost s konca leta 2000. Najbolj se je povečala tržna kapitalizacija delnic v borzni kotaciji, za 51 milijarde SIT. Glavni razlog je bil rast tečajev, saj sta bili po novem letu v borzno kotacijo sprejeti le dve novi delnici, Geodetski zavod Slovenije in Delo Prodaja, ki sodita med najmanjše delnice po tržni kapitalizaciji. Tržna kapitalizacija delnic na prostem trgu se je v enakem obdobju povečala za 3 milijarde SIT, tako da je tržna kapitalizacija vseh delnic na borzi s 759,32 milijardami SIT 31. julija 2001 predstavljala 18,64% bruto družbenega proizvoda v letu 2000. Med vsemi segmenti se je najbolj (za 24 milijard SIT) zmanjšala tržna kapitalizacija delnic pooblaščenih investicijskih družb, kar je posledica padca tečajev in preoblikovanja prvih PID-ov. Tržna kapitalizacija PID-ov je konec julija 2001 znašala 148 milijarde SIT. Pomemben delež v tržni kapitalizaciji borze predstavljajo tudi obveznice borzne kotacije, 2.157 milijarde SIT.

2.3. GIBANJE BORZNEGA INDEKSA SBI

Vodilni borzni indeks SBI 20 je v letu 2001, od januarja do julija, zrased za 5,12%, od 1.807,94 na 1.900,49 točke. Še višjo donosnost je indeks dosegel v zadnjem tekočem letu, 13,68%, kar je bistveno boljše od indeksov drugih srednjeevropskih borz, ki so v enakem obdobju precej padli. Od začetka leta 2001 do konca julija 2001 je indeks delnic borzne kotacije zabeležil dva glavna ekstrema. Prvi je bil maksimum pri 1.903 točkah, dosežen že v začetku januarja. Po tem je bilo njegovo gibanje v glavnem negativno in je doseglo svoj minimum konec aprila, ko je indeks komaj še zadržal vrednost nad 1.700 točkami. Po tem datumu pa je tekla pot indeksa strmo navzgor.

2.4. NETO PORTFELJSKE NALOŽBE TUJCEV NA SLOVENSKEM TRGU KAPITALA

Med pomembnejše dogodke za trg kapitala sodi v letu 2001 popolna sprostitev omejitev za tujce, ki velja od začetka julija 2001. Skrbniški računi in njihovi stroški so v zadnjih letih precej zaznamovali naš trg vrednostnih papirjev, saj so se ga tujci v glavnem izogibali (Veselinovič, 2000, str. 2). Skrbniški računi so sicer pripomogli k ublažitvi padca vrednosti delnic in s tem posredno borznega indeksa SBI po nastopu ruske finančne krize sredi leta 1998. Padec SBI je bil bistveno manjši v primerjavi z nekaterimi drugimi srednjeevropskimi indeksi. Problem je nastal kasneje, saj se za razliko od drugih srednjeevropskih držav tujci k nam niso več vračali (Kleindienst, 2000, str. 3). Tudi julija, po sprostitvi omejitev, večje dejavnosti tujcev na borznem trgu ni bilo, kar pa zaradi začetka obdobja dopustov ni presenetljivo (Kleindienst, 2001, str. 35).

2.5. KOMENTAR DOGAJANJA NA BORZI

Julij 2002 je zaznamovalo padanje tečajev. Pri velikih institucionalnih vlagateljih, kot so vzajemni skladi, pidi in pokojninske družbe, je opazna nedejavnost na delniškem trgu. Prostih denarnih sredstev imajo sicer dovolj, vendar pa zdaj bolj vlagajo v varnejše in manj donosne naložbe, kot so obveznice. Tečaje dodatno znižujejo tudi prodaje s strani tujcev, ki realizirajo dobiček, prodajo pa spodbujata tudi pesimizem na tujih trgih in strah pred novimi terorističnimi napadi (Kačič, Gostiša, 2002, str. 3). Glavni vzrok za visoko rast tečajev v letu 2001 na Ljubljanski borzi je bila koncentracija lastništva preko prevzemov in povezovanj. Med ostale dejavnike, ki so bolj ali manj posredno vplivali na borzno dogajanje v letu 2001, sodijo ugodni poslovni rezultati gospodarskih družb, začetek privatizacije državnih bank, zapolnjevanje privatizacijskih vrzeli, začetek preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb ter uspešno napredovanje pogajanj države za vključitev v EU (Letno poročilo Ljubljanske borze 2001). V letu 2002 je bil najodmevnejši dogodek prevzem Leka,

nadaljevala pa so se prizadevanja Pivovarne Laško in belgijskega Interbrewja za prevzem Pivovarne Union. V sklopu pomembnih dogodkov leta 2002 je potrebno omeniti tudi dejstvo, da od 1. julija banke kratkoročnih vezanih vlog na revalorizirajo več s temeljno obrestno mero (TOM-om). Bančne obrestne mere so tudi sicer celo leto upadale, kar je povzročilo rekordne prilive v vzajemne sklade (Letno statistično poročilo Ljubljanske borze 2002).

3. ANALIZA PANOGE

Svetovna farmacevtska industrija se že nekaj let srečuje z velikimi spremembami, ki nenehno vplivajo na njeno poslovanje. Značilen je proces njene konsolidacije in zvečane koncentracije, zaradi česar se zelo spreminja konkurenčni položaj družb v tej, še vedno hitro se razvijajoči visokotehnoški industriji. Največje družbe, ki krepijo svojo ekonomsko moč, tudi večkrat izrabljajo svoj prevladujoč položaj na trgih in v politiki. Predvsem z zlorabo mehanizmov zaščite intelektualne lastnine in drugih ekskluzivnosti načrtno omejujejo konkurenco. Manjše in srednje svetovne farmacevtske družbe poslujejo v pogojih vedno večje svetovne konkurence in ob vse bolj zaostrenih zakonodajnih zahtevah posameznih držav. To še dodatno otežuje pogoje tržnega nastopa na posameznih trgih, kot so trgi vzhodne in srednje Evrope, ki so še vedno nestabilni.

IV. TEMELJNA ANALIZA DELNIC LEK-A

1. PREDSTAVITEV PODJETJA LEK D.D.

Lek se uvršča med srednje velike farmacevtske družbe in je med vodilnimi svetovnimi farmacevtskimi podjetji na 104. mestu (Scrip's Pharmaceutical League Tables 2000). V primerjavi s podobnimi generičnimi farmacevtskimi družbami ima najmanjši domači trg s samo dvema milijonoma prebivalcev. To je prav gotovo enkrat in hkrati tudi zelo zahteven tržni položaj. Zaradi tega se mora s svojimi izdelki v širšem in visoko konkurenčnem mednarodnem tržnem prostoru nenehno dokazovati. Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1946, v sodni register je bilo vpisano 16.6.1994, na organiziranem trgu pa je začelo trgovati 11.9.1996. Družba ima petčlansko upravo, katere predsednik je Metod Dragonja. Osnovni kapital družbe znaša 11.599 milijonov SIT in ga sestavlja 1.933.176 izdanih in vpisanih delnic po nominalni vrednosti 6.000 SIT. V poslovni skupini je bilo ob koncu leta 2000 zaposlenih 2.932 delavcev, največ v matični družbi in sicer 2.370. V predstavništvih in povezanih podjetjih poslovne skupine je bilo zaposlenih še 562 sodelavcev. V poslovni skupini so število zaposlenih najbolj zvečali na trgih, kjer krepijo svoje marketinške ekipe, in tako večajo neposredno tržno moč družbe. Ta trend se je nadaljeval tudi v letu 2001, ko je število

zaposlenih v tujini doseglo že 1453 sodelavcev, medtem ko je v matični družbi število zaposlenih padlo na 2330.

1.1. DEJAVNOST PODJETJA

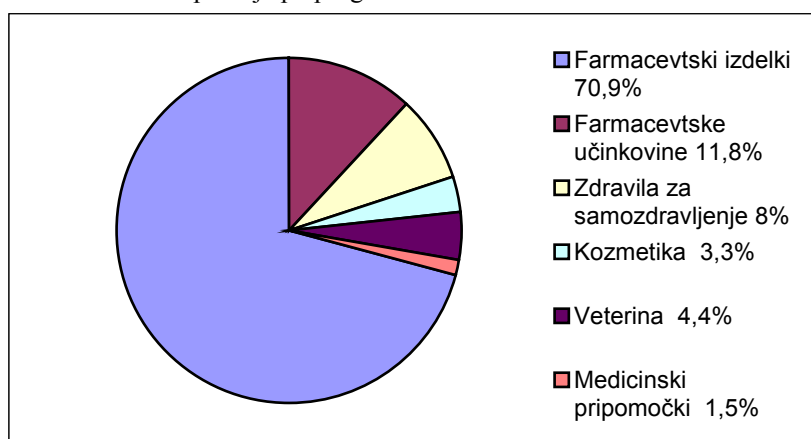
Osnovna dejavnost:

- proizvodnja farmacevtskih in kemičnih izdelkov.

Ostale pomembnejše dejavnosti:

- proizvodnja farmacevtskih surovin;
- proizvodnja zdravil za samozdravljenje;
- proizvodnja kozmetike;
- proizvodnja zdravil za živali;
- proizvodnja medicinski pripomočkov.

Slika 7: Struktura prodaje po programih v letu 2001



Vir: Interni podatki podjetja Lek d.d..

1.2. OSNOVNI KAPITAL DRUŽBE

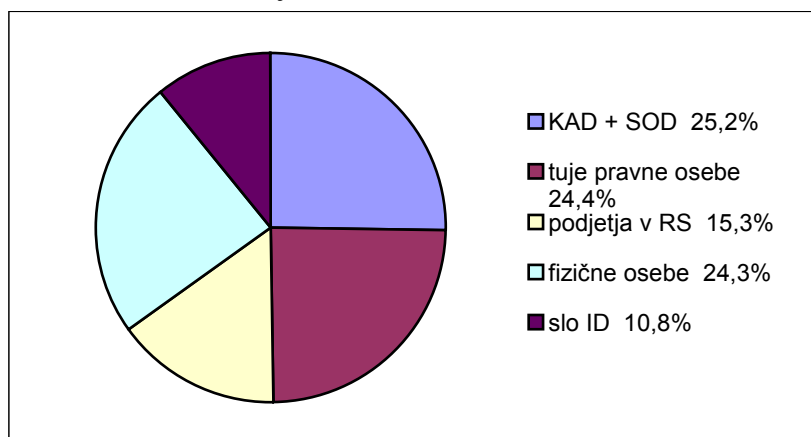
Osnovni kapital družbe znaša 11.599 milijonov SIT in ga sestavlja 1.933.176 izdanih in vpisanih delnic po nominalni vrednosti 6.000 SIT.

1.3. LASTNIKI LEK-a

Lek je s približno 22.200 delničarji ena največjih delniških družb v Sloveniji. Deset največjih delničarjev ima približno 45% vseh delnic (glej prilogo 5). Prav tako je za pridobitev

imenskih delnic v vrednosti, ki presega kumulativno nad 25% osnovnega kapitala, potrebno dovoljenje skupščine družbe.

Slika 8: Struktura delničarjev na dan 30.06.2002



Vir: Interni podatki podjetja Lek d.d., 2002.

Družba je imela 31. decembra 2001 23.676 lastnih delnic razreda A in 62.139 delnic razreda B. Skupno število lastnih delnic predstavlja 4,4% vseh izdanih delnic družbe.

2. POSLOVANJE LEK-a

2.1. PRODAJA, PRIHODKI OD PRODAJE IN TRŽNI DELEŽ

Prodaja poslovne skupine se je v letu 2001 povečala za 30,6% in dosegla 77,8 milijard SIT.

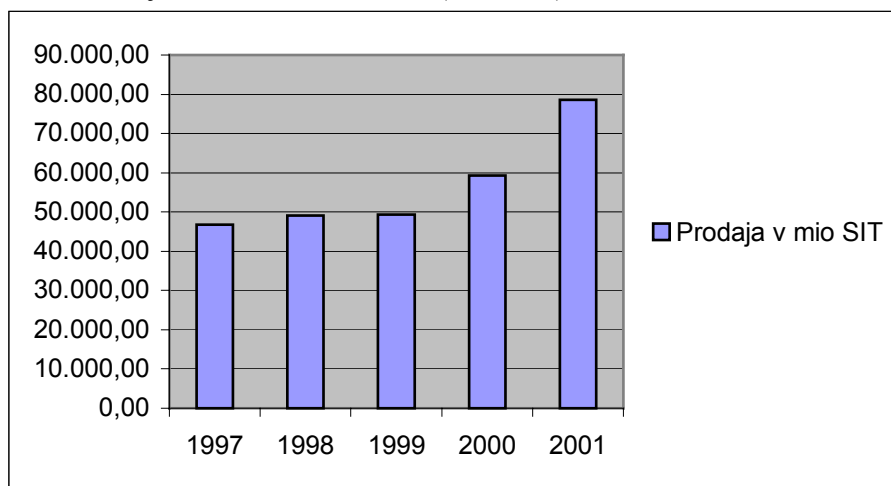
Leta 2001 je bilo v enoti Prodaja farmacevtike prodanih za 56,7 milijard SIT zdravil in aktivnih farmacevtskih učinkovin. Rast prodaje je bila glede na leto poprej 25 odstotna. Načrtovan obseg prodaje je bil presežen za nekaj manj kot 4 milijarde SIT, to je za 8%. Prodaja leta 2001 je bila zelo dobra in ena najboljših v zadnjih letih.

Največja je bila na trgih srednje in vzhodne Evrope (23,7%). V Sloveniji so prodali 19,7% skupne prodaje in na trgih SND 14,8%. Prodaja je bila dobra tudi na Lekovih najpomembnejših trgih; rast prodaje je bila največja v Ruski federaciji in Poljski. Prodajni načrt na vseh najpomembnejših trgih je bil presežen.

Slovenija je po obsegu prodaje za farmacevtske izdelke in učinkovine najpomembnejši trg. Prodaja v letu 2001 je bila za 9% večja kot leto prej, čeprav so polletne spremembe pravilnika o oblikovanju veleprodajnih cen vplivale nanjo negativno (40 milijonov SIT izgube mesečno).

Poljska je Lekov največji izvozni trg. Dejanska prodaja je načrtovano preseгла za 8%. V primerjavi z letom 2000 je le-ta večja za 30%. Pomemben dogodek v letu 2001 je tudi zaključitev prevzema poljskega farmacevtskega podjetja Argon in zapolnitev manjkajoče poslovne dejavnosti ter tako pripravljeno ustrezno izhodišče za izboljšanje tržnega položaja Leka na Poljskem. Prav tako se je v Ruski federaciji prodaja zvačala za 39% v primerjavi z letom 2000, na Hrvaškem pa je bila dejanska prodaja za 1,3 milijarde SIT večja, kakor načrtovana.

Slika 9: Prodaja v letih od 1997 do 2001 (v mio SIT)



Vir: Revidirani konsolidirani računovodski izkazi Lek-a (1997-2001).

Enotna prodaja farmacevtike je leta 2001 v celoti izpolnila strateške cilje in dosegla realno 18 odstotno rast, kar je več od rasti svetovnega trga farmacevtskih izdelkov in učinkovin. Z omejeno internacionalizacijo in usmerjenostjo na najpomembnejše trge Slovenije, Poljske, Ruske federacije, Hrvaške, ZDA in prodajno področje jugovzhodne Evrope je bilo na prvih desetih trgih doseženo 70% celotne prodaje farmacevtskih izdelkov in učinkovin.

Tržni delež podjetja Lek d.d. na domačem trgu znaša 17,1% (ZPZS, 2003).

2.2. ZAPOSLENI IN PRODUKTIVNOST

V poslovni skupini je bilo ob koncu leta 2000 zaposlenih 2.932 delavcev, največ v matični družbi: 2.370. V predstavništvih in povezanih podjetjih poslovne skupine je bilo zaposlenih še 562 sodelavcev. Število zaposlenih se je v poslovni skupini povečalo najbolj na trgih, kjer je potrebno krepiti marketinške ekipe, in tako zvečati neposredno tržno moč družbe. Leta 2001 je število zaposlenih v poslovni skupini naraslo že na 3611 ljudi, vendar je od teh le še 2411 zaposlenih v matični družbi.

V razdobju od leta 1995 do leta 2000 je opaziti veliko zmanjšanje zaposlenih iz skupine polkvalificiranih in nekvalificiranih delavcev, število kvalificiranih delavcev se bistveno ni spremenilo, število zaposlenih z višjimi stopnjami izobrazbe pa se je znatno povečalo. Tudi leta 2001 je Leku uspelo izboljšati kvalifikacijsko strukturo zaposlenih tako v poslovni skupini kot tudi v matični družbi.

2.3. DIVIDENDNA POLITIKA

Podjetje Lek d.d. vse od osamosvojitve in lastniškega preoblikovanja izkazuje dobiček. Delež dividend v čistem dobičku se po letih razlikuje, odvisno od predloga uprave o delitvi dobička, ki ga nato skupščina delničarjev sprejme.

24. junija 2002 so na 15. skupščini delničarjev obravnavali in sprejeli sklep o uporabi bilančnega dobička za leto 2001 in o podelitvi razrešnice upravi in nadzornemu svetu. Sklep: Bilančni dobiček za poslovno leto 2001 v višini 20.927.282.303,34 SIT se uporabi za naslednje namene:

1. del bilančnega dobička v višini 2.228.018.220,00 SIT se razdeli delničarjem in izplača:
 - 1.200 SIT dividenda za posamično delnico razreda A in B,
 - 180 SIT prednostna delnica za posamično delnico razreda B;
2. del bilančnega dobička v višini 144.671.834,50 SIT se uporabi za udeležbo na dobičku;
3. del bilančnega dobička v višini 18.554.592,84 SIT ostane nerazporejen in bo o njegovi uporabi odločeno v naslednjih poslovnih letih (preneseni dobiček).

Imetniki prednostnih delnic razreda B so upravičeni do fiksne dividende, ki je določena v višini treh odstotkov nominalne vrednosti delnice, ki znaša 6.000,00 SIT, za obdobje, za katero se ugotavlja udeležba na dobičku družbe. Do dividende so upravičeni delničarji razredov A in B, ki so bili na dan 1.7.2002 vpisani v centralni register pri Klirinško depotni družbi. Dividenda se praviloma izplača na delničarjev tekoči račun. Plačilni agent za izplačilo dividende Lekovih delnic je Abanka. Za delničarje, ki so fizične osebe, mora družba glede na veljavne predpise ob izplačilu plačati akontacijo dohodnine v višini 25%. Ob transferu dividende v tujino znaša davek 15%.

Tabela 1: Dividende podjetja Lek d.d. (dividende v SIT, ostalo v mio SIT)

Leto	Čisti dobiček	Za dividende	Odstotek dobička	Bruto dividenda-razred A	Bruto dividenda-razred B
1997	3.608	1.301	36,1	660	840
1998	3.698	/	/	/	/
1999	3.249	1.597	49,2	800	1.160
2000	6.139	1.862	30,3	950	1.130
2001	8.227	2.345	28,5	1200	1.380

Vir: Letna poročila Lek-a (1996-2001).

V letu 1998 se je podjetje odločilo, da kljub dobrim poslovnim rezultatom, dobička ne bo delila, zaradi zaostrenih pogojev poslovanja na nekaterih najpomembnejših trgih, ki so posledica ekonomske krize v Ruski federaciji in Ukrajini ter zelo zvečanega plačilnega tveganja na Hrvaškem.

2.4. GIBANJE DENARNIH TOKOV

Kot je razvidno iz tabele 2, je enostavni denarni tok, ki pomeni seštevek čistega dobička in amortizacije do leta 1999 v upadanju. Upad v letu 1999 je posledica tako nižjega dobička kot nižje amortizacije. V letu 2000 pride do preobrata tako zaradi visoke amortizacije kot dobička. Povsem drugače pa je pri popravljenem denarnem toku, ki od leta 1997 stalno narašča. Največjo vrednost lahko opazimo prav v letu 2000, kot posledico velikega porasta zalog in kratkoročnih terjatev iz poslovanja v primerjavi s predhodnim letom.

Tabela 2: Gibanje denarnih tokov podjetja Lek d.d. v mio SIT

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Enostavni denarni tok, v mio SIT	9.995	9.830	8.111	11.185	13.464
2. Sprememba v obratnih sredstvih, v mio SIT	-4.994	-1.623	-842	-265	-4.717
3. Popravljeni denarni tok, v mio SIT	12.885	15.811	15.794	16.683	15.908
4. Naložbe v opredmetena osnovna sredstva, v mio SIT	-6.042	-5.603	-3.962	-3.391	-141

Vir: Revidirani konsolidirani računovodski izkazi Lek-a (1996-2001).

3. DELNICA LEK-A

Lek je izdal dva razreda delnic: A in B. Delnice razreda A so navadne delnice, delnice razreda B pa prednostne kumulativne participativne delnice. Delnice razreda A so izdane v nematerializirani obliki, delnice razreda B pa so v postopku dematerializacije. Nominalna vrednost delnice obeh razredov je 6.000,00 SIT. Delnice razreda A in B so imenske. Navadne delnice razreda A dajejo pravico do udeležbe pri upravljanju družbe, pravico do dela dobička in pravico do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe, prednostna delnica razreda B pa dodatno daje še pravico do fiksne dividende v višini 3% nominalne vrednosti delnice. Vse delnice so prosto prenosljive.

Delnice Leka (razred A in razred B) kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Investitorji se za nakup ali prodajo delnic lahko obrnejo na vse pooblaščen borzne posrednike v Sloveniji.

Statut družbe določa, da nihče ne sme imeti več kot 15% glasov na skupščini, ne glede na število delnic, s katerimi razpolaga. Prav tako določa, da je za pridobitev imenskih delnic v vrednosti, ki presega kumulativo 15% osnovnega kapitala, treba pridobiti dovoljenje nadzornega sveta družbe. V statutu je tudi določeno, da je za pridobitev imenskih delnic v vrednosti, ki presega kumulativo nad 25% osnovnega kapitala, potrebno dovoljenje skupščine družbe.

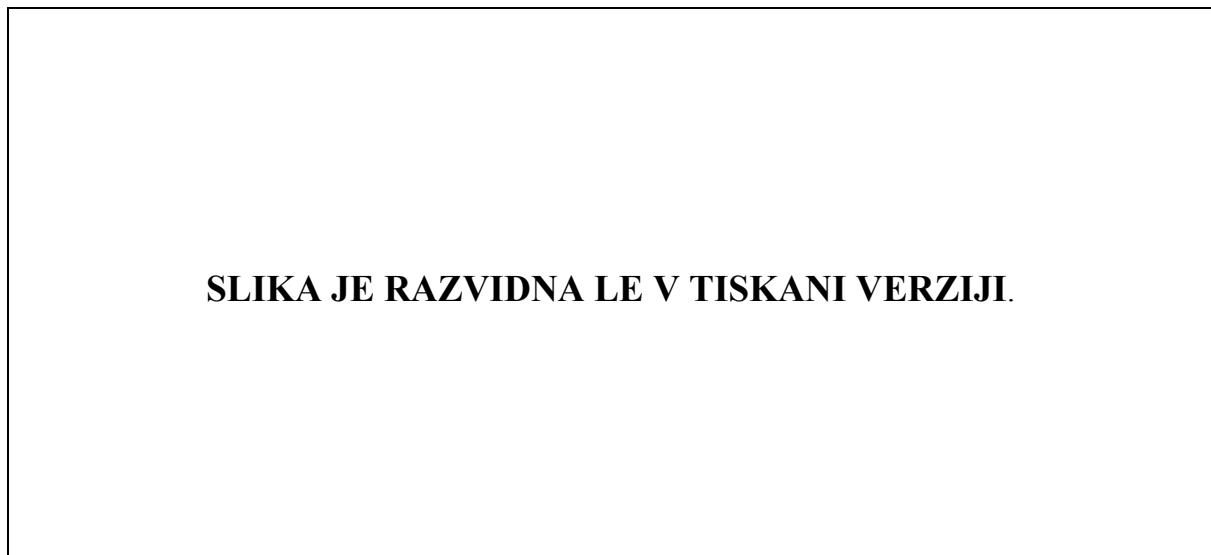
Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji lahko opravljajo le borzno-posredniške hiše in banke, ki so od agencije pridobile ustrezno dovoljenje. Za nakup in prodajo Lekovih delnic se morajo delničarji torej dogovoriti z eno od borzno posredniških hiš ali bank.

Na dan 31.12.2000 je imelo Lekove delnice 22.229 delničarjev.

3.1. TEČAJ IN PROMET

Tečaj Lekove delnice je bil na začetku leta 2000 med 31.000 in 3000 SIT za delnico, saj je bila v tem času Ljubljanska borza vrednostnih papirjev pod vplivom majhne likvidnosti vrednostnih papirjev, na začetku leta 2001 pa je zaradi živahnega trgovanja presegel 46.000 SIT.

Slika 10: Tečaj in promet z Lekovo delnico razreda A v obdobju od 1. januarja 2001 do 31. decembra 2001



Vir: Letno poročilo Lek-a 2001.

Izraziteje je tečaj začel rasti sredi septembra 2000, prav tako pa tudi obseg poslovanja. Vzroki za rast so predvsem splošna rast tečajev na borzi, optimistične napovedi o rezultatih poslovanja in zvečana pričakovanja, povezana s pripravami na kotacijo GDR na tuji borzi.

Kljub objavi ugodnih finančnih rezultatov za leto 2000 se je tečaj nato znižal pod 40.000 SIT, kjer se je gibal vse do poletja. Tedaj je zaradi napovedane odprave omejitev za tuje portfeljske vlagatelje ponovno začel naraščati. Sledilo je obdobje rasti tečaja, ki so ga pretrgali dogodki 11. septembra v ZDA. Padeč tečaja, ki je sledil, se je ob majhnem prometu ustavil nekaj nad 40.000 SIT. Pred koncem leta se je obseg trgovanja spet zvišal, zvišal se je tudi tečaj, ki je bil zadnji trgovalni dan v letu 44.004 SIT. Tržna kapitalizacija družbe je konec leta 2001 znašala 84,6 milijard SIT, Lekove delnice pa so bile ponovno med najbolj prometnimi, saj so zasedle drugo mesto. Pri tem se je količnik letnega obrata tržne kapitalizacije, ki ga izračunava borza, zvečal z 0,15 (leta 2000) na 0,26.

4. STRATŠKE USMERITVE IN CILJI

Leta 2001 so v Leku opravili dva prevzema farmacevtskih družb na za njih strateških trgih. Na Poljskem je Lek prevzel družbo Argon, v Romuniji pa dve družbi: proizvodno družbo PharmaTech in distribucijsko družbo PharmaFarm, ki je v pretežni lasi PharmaTecha. V poslovne rezultate sta vključena Argon in Lek PharmaTech, medtem ko distribucijske družbe niso konsolidirali, ker se nameravajo v prihodnje osredotočiti na proizvodnjo in trženje, ne pa na distribucijo zdravil. Prevzete družbe so k prodaji prispevale 3,2 milijarde SIT, prav tako pa tudi k ugodnemu indeksu rasti prodaje v poslovni skupini. Brez prevzemov bi bila rast poslovne skupine 25,3-odstotna. Vstop v zdrava podjetja lahko prispeva k Lekovi nadaljnji rasti na teh trgih in k utrjevanju svojih tržnih deležev.

Lekov cilj je zagotovitev nadaljnje stalne in stabilne rasti. Doseženi rezultati so vzpodbuda za izzive, ki jih prinašajo vedno zahtevnejši trgi. Lek namerava nadaljnjo rast zagotoviti z lastnim razvojem kakovostnih in dostopnih zdravil in drugih izdelkov, z razvojem novih izdelkov z večjo dodano vrednostjo in na kakovostnih povezavah v farmacevtski industriji. Odlične rezultate partnerstva dosega z družbo Sanofi~Syntehelabo in še vedno s tradicionalno navezavo z ameriško družbo Merck&Co. ter vrsto drugih povezav. Leta 2002 bo k rasti poslovanja poleg tradicionalnih trgov ponovno pomembneje prispeval trg ZDA, saj jim po nekajletnem konsolidiranju navzočnosti na tem trgu štirje registrirani preparati omogočajo ponovno višjo stopnjo rasti. Nadaljujejo tudi ambiciozne razvojno-investicijske projekte, katerih pglavitni cilj je zagotoviti dodatne vire za prodajo. Pomembne dejavnosti poslovne politike družbe so tudi dinamično upravljanje amortizacije, naložb in denarnega toka. Za naložbe so v letu 2001 namenili 10% prodajne vrednosti, skupaj s kapitalskimi vlaganji pa kar 15,7% prodajne vrednosti poslovne skupine.

Izzivi poslovanja za leto 2002 so:

- nadaljnja dinamična rast prodaje za 14%;
- hitrejša rast dobička od rasti prodaje;
- še intenzivnejša tržna usmerjenost;

- krepitev poslovne skupine Lek;
- povečevanje internacionalizacije poslovanja;
- večanje prodaje vodilnih izdelkov (Amokisklav[®], Ketonal[®], Amlopin[®], Edicin[®]);
- zagotavljanje sinergijskih učinkov akvizicij;
- zadrževanje pomembnega tržnega položaja na trgih srednje in vzhodne Evrope;
- intenziviranje razvojnega dela;
- krepitev vloge ZDA kot Lekovega strateškega trga;
- vlaganja v nove projekte.

V. TEMELJNA ANALIZA DELNIC KRKE

1. PREDSTAVITEV PODJETJA KRKA D.D.

Leta 1954 je bil ustanovljen farmacevtski laboratorij v Novem mestu, ki so ga poimenovali po reki, ki zaznamuje celotno dolensko pokrajino – po Krki. Začelo se je z ustanovitvijo razvojnega inštituta, prvimi patenti, prvimi izvoznimi koraki, novimi obrati za farmacevtsko proizvodnjo. V naslednjem desetletju poslovanja se je podjetje usmerilo še v turistično in zdraviliško dejavnost ter začelo sodelovati z vodilnimi svetovnimi farmacevtskimi podjetji. Sedemdeseta in osemdeseta leta je zaznamovalo predvsem širjenje obstoječih proizvodnih zmogljivosti, vlaganja v nove tovarne in pa investicije, namenjene ohranjanju okolja. Sledilo je ustanavljanje podjetij in predstavništev v tujini, še učinkovitejše razvijanje kakovostnih lastnih zdravil in pa uvrstitev v vrh uspešnih podjetij, s čimer je podjetje pridobilo pomemben tržni delež na tržiščih srednje in vzhodne Evrope. Danes je to mednarodno farmacevtsko podjetje, ki s svojimi izdelki oskrbuje večmilijonska tržišča v več kot sedemdesetih državah sveta. Kot delniška družba posluje od leta 1996 z okoli 3000 zaposlenimi. Svoje zmogljivosti usmerja v razvoj sodobnih lastnih zdravil, ki imajo vedno večji delež v domači prodaji. Prek 90 odstotkov poslovanja je zajetega v farmacevtsko-kemijski dejavnosti, ponudbo pa dopolnjujejo z zdraviliško-turističnimi storitvami. Krka četrtno proizvodnje proda na slovenskem tržišču, preostalo pa izvozi, in to predvsem v države Cefte ter v države nekdanje Sovjetske zveze in Jugoslavije. Poleg lastnih kakovostnih in tržno uveljavljenih zdravil, ponudbo dopolnjujejo s posameznimi licenčnimi izdelki vodilnih svetovnih farmacevtskih podjetij. Da bi se čim bolj prilagajala spreminjajočim zahtevam na tržiščih, že nekaj let namenja šestino prihodka za naložbe. V prihodnjih letih pa namerava še okrepiti in utrditi položaj v vrhu farmacevtskih podjetij v srednji in vzhodni Evropi. Na strateško najpomembnejših tržiščih namerava Krka graditi proizvodno-distribucijska središča in krepiti poslovno mrežo, hkrati pa se podajati na nova tržišča. Podjetje namerava še naprej vlagati v razvojno-raziskovalno dejavnost, dograjevati sistem celovitega obvladovanja kakovosti, kamor spada tudi varovanje okolja, ter izpopolnjevati strokovnost in usposobljenost

zaposlenih. Krka si bo prav tako prizadevala poglobljeno sodelovati z vodilnimi domačimi in mednarodnimi razvojno-raziskovalnimi ustanovami in se strateško povezovati z izbranimi poslovnimi partnerji (Predstavitev podjetja Krka d.d., 1998).

1.1. DEJAVNOST PODJETJA

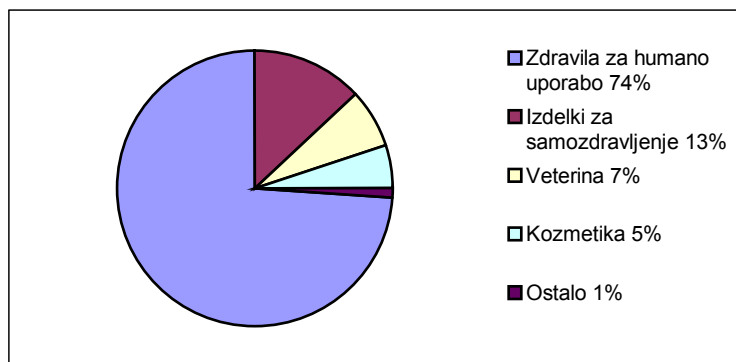
Osnovna dejavnost:

- proizvodnja farmacevtskih in kemičnih izdelkov (zdravila za humano uporabo).

Ostale pomembnejše dejavnosti:

- proizvodnja izdelkov za samozdravljenje;
- proizvodnja veterinarskih izdelkov;
- zdraviliško-turistične storitve;
- proizvodnja kozmetičnih izdelkov;
- ostalo.

Slika 11: Struktura prodaje v letu 2001 (v odstotkih)



Vir: Letno poročilo Krke d.d. 2001.

1.2. OSNOVNI KAPITAL DRUŽBE

Osnovni kapital znaša 14.170.448.000 SIT. V procesu lastninjenja je bilo zanj izdanih 3.542.612 navadnih imenskih delnic, ki niso razdeljene na razrede. Poznejših izdaj delnic ni bilo. Nominalna vrednost delnice znaša 4.000 SIT. V postopku lastninjenja je bilo izdanih več vrst delnic, z različnimi oznakami, pozneje pa so bile vse delnice spremenjene v delnice z isto oznako. Od 22. decembra 1998 dalje imajo vse Krkine delnice oznako KRKG, ki je tudi veljavna koda pri trgovanju z delnicami na ljubljanski borzi. Od tega datuma dalje so vse delnice prosto prenosljive in kotirajo na Ljubljanski borzi.

1.3. LASTNIKI KRKE

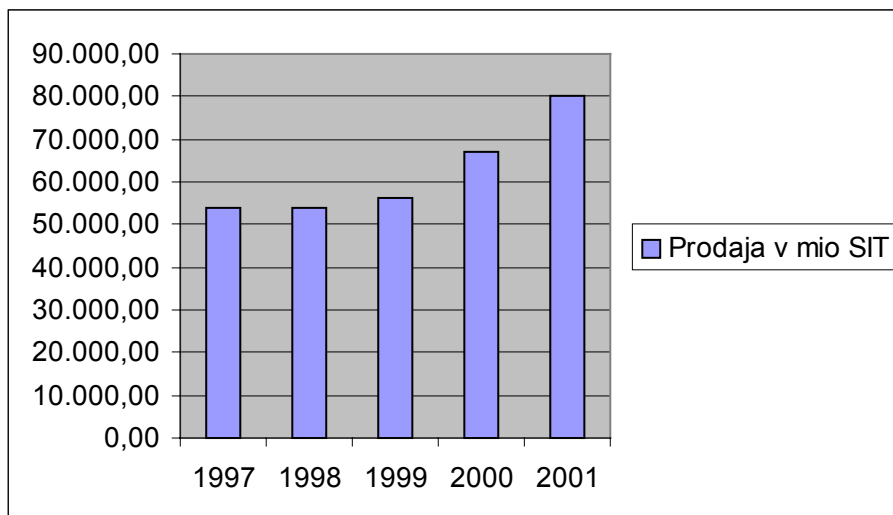
V Krki lahko potrdijo, da so se zaposleni ob lastninjenju zelo pozitivno odzvali in občutno prispevali k lastninjenju družbe, kar je razvidno iz lastniške strukture družbe. V letu 2000 se je število delničarjev zmanjšalo iz 58.445 na 54.486, izključno po zaslugi domačih fizičnih oseb. Lastništvo v Krki se koncentrira. Konec leta 1997 je imelo največjih 100 delničarjev 48 odstotkov delnic, leta 2000 pa 57 odstotkov. Ta trend potrjuje tudi podatek, da je bilo število delničarjev 25. septembra 2002 le še 50.452. V zadnjih štirih letih se je delež domačih fizičnih oseb konstantno zmanjševal. Večino delnic, ki so jih prodali mali delničarji, so v preteklih letih kupila slovenska podjetja, banke in zavarovalnice, ki so od leta 1997 svoj delež potrojile. Nekaj delnic so v letu 1997 in prvi polovici 1998 kupili tuji investitorji, ki po ruski krizi deleža niso spreminjali. Institucionalni investitorji, ki so na razvitih finančnih trgih najpomembnejši kupci vrednostnih papirjev, so svoj delež v tem času povečali le za eno odstotno točko.

2. POSLOVANJE KRKE

2.1. PRODAJA, PRIHODKI OD PRODAJE IN TRŽNI DELEŽ

Leto 2001 je bilo po prodajni plati zaključeno zelo uspešno. Prodanih je bilo za 71,5 milijarde tolarjev izdelkov in storitev, kar je za 17 odstotkov več kot prejšnje leto.

Slika 12: Prodaja v letih od 1997 do 2001 (v mio SIT)



Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi Krke (1997-2001).

Daleč največji delež v prodaji predstavlja farmacevtika. Prodaja zdravil na recept za humano uporabo je dosegla kar 53 milijard tolarjev, kar predstavlja skoraj 74 odstotkov celotne Krkine

prodaje in je v primerjavi z letom 2000 za 22 odstotkov več. Prodaja izdelkov za samozdravljenje, ki predstavlja dobrih 13 odstotkov celotne prodaje, se je iz 9,6 milijarde tolarjev prodanih izdelkov povečala za 4 odstotke. Veterinarskih izdelkov je bilo prodanih za 5,2 milijarde tolarjev, prodaja kozmetičnih izdelkov pa se je iz 3,7 milijarde tolarjev v primerjavi z letom pred tem povečala za 16 odstotkov.

Čisti prihodki iz prodaje znašajo leta 2001 79.936.951 tisoč SIT, v kar so vštet prihodki iz prodaje proizvodov, storitev in blaga. V primerjavi z letom 2000 je to kar 19% več.

Krka d.d. obvladuje približno 16,9% domačega trga (ZPZS, 2003).

2.2. ZAPOSLENI

Zaradi uresničitve novih razvojnih in marketinških izzivov so v Krki leta 2000 dodatno zaposlili 100 novih sodelavcev, tako da se je število zaposlenih povečalo za 3,1 odstotka. Ob koncu leta 2000 je bilo zaposlenih skupaj 3.322 sodelavcev, od tega 2.864 v Sloveniji. Število zaposlenih v Sloveniji se je povečalo za 1,6 odstotka, v podjetjih in predstavništvih v tujini pa za 13 odstotkov. Ob koncu leta 2001 je bilo skupno število zaposlenih nekaj manjše in sicer 3.250, od tega 2.950 zaposlenih v Sloveniji.

Dobra tretjina zaposlenih ima univerzitetno izobrazbo, visoko strokovno ali višjo izobrazbo. Zaposleni imajo tudi možnost dopolnjevati znanje preko internih in zunanjih organiziranih izobraževanjih, ki potekajo izven Krke v Sloveniji in tujini.

2.3. DIVIDENDNA POLITIKA

Krka d.d. vse od osamosvojitve in lastniškega preoblikovanja izkazuje dobiček in je svojim delničarjem vsako leto izplačala dividende. Kot je razvidno iz tabele, je podjetje v letu 1997 namenilo izplačilu dividend 30% dobička, nato je v letih 1998 in 1999 ta odstotek povečalo na 40%. Dejansko se na skupščini delničarjev odloča o deležu odmerjenem le od čistega dobička matičnega podjetja, tako da je ta znašal na opisan način odmerjen 40% od leta 1977 naprej vključno z letom 1999. Dobičkonosnost podjetja se je zaradi ruske krize v letih 1998, 1999 zmanjšala, pri tem pa se izplačilo dividend ni spremenilo v absolutnem smislu. V letih 2000 in 2001 se je ta odstotek znižal za 10%, vendar je pri tem potrebno poudariti, da se je bruto dividenda v primerjavi z letom poprej povečala. Razlog za znižanje razmerja med zneskom namenjenem izplačilu dividend in pa čistega dobička zadnjih let je hitrejši porast slednjega v primerjavi s porastom bruto dividende.

Tabela 3: Dividende podjetja Krka d.d. (v 000 SIT)

Leto	Čisti dobiček na delnico	Čisti dobiček	Za dividende	Odstotek dobička	Bruto dividenda
1996	880	3.117.032	1.771.306	0,6	500
1997	1.402	4.966.446	1.417.045	0,3	400
1998	1.116	3.952.029	1.594.175	0,4	450
1999	1.029	3.644.489	1.594.175	0,4	450
2000	1.875	6.640.961	1.948.437	0,3	550
2001	2.414	8.552.912	2.479.828	0,3	700

Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi Krke (1996-2001).

Politika dividend družbe na splošno je naslednja:

- letno zmerno povečanje izplačila dividend v absolutnem smislu, za zagotavljanje stabilnosti zaradi lažjega predvidevanja investitorjev glede bodočih denarnih tokov;
- izplačilo dividend upošteva financiranje investicijskih potreb podjetja v prihodnosti, ki so v farmacevtski industriji obsežna in obenem nujna;
- zaradi potencialnega negativnega učinka informiranja (information theory) politike dividend glede bodoče uspešnosti družbe, družba načeloma ni naklonjena k zniževanju višine dividend;
- družba ni naklonjena pretiranim povečanjem dividend zaradi otežene možnosti kasnejšega potencialnega zniževanja dividend zaradi že omenjenega učinka informiranja.

2.4. GIBANJE DENARNIH TOKOV

Do leta 1999 je enostavni denarni tok zaradi enakomerne rasti dobička in amortizacije razmeroma konstanten, nato se v letu 2000 opazno zviša. Tak porast je predvsem posledica velikega povišanja čistega dobička (v letu 2000 je kar 1,8-krat večji v primerjavi s predhodnim letom) in pa tudi povečanja amortizacije (1,3-kratni porast). Prav tako se je denarni tok zvišal tudi v letu 2001.

Tabela 4: Gibanje denarnih tokov Krke d.d. v mio SIT

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Enostavni denarni tok, v mio SIT	9.597,75	9.361,46	9.496,14	12.648,05	15.568,35
2. Sprememba v obratnih sredstvih, v mio SIT	*	-3.723,57	-302,38	-2.594,11	-5.603,53
3. Popravljeni denarni tok, v mio SIT	*	14.517,98	19.645,56	25.559,16	23.739,94
4. Naložbe v opredmetena osnovna sredstva, v mio SIT	*	9.467,05	12.886,45	15.892,63	7.015,44

Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi Krke (1997-2001).

*Opomba: V letu 1997 še ni bilo konsolidiranih izkazov.

Tudi popravljen denarni tok je od leta 1998 pa vse do leta 2001 naraščal kot posledica naraščanja enostavnega denarnega toka, sprememb obratnih sredstev in naraščanja odhodkov iz oblikovanja dolgoročnih rezervacij. To naraščanje je vsekakor ugodno, saj to pomeni, da se je vsako leto presežek likvidnih finančnih sredstev še povečal, s tem pa je bila tudi povečana osnova za financiranje rasti podjetja oziroma osnova za izplačilo lastnikom.

Iz zgornje tabele lahko prav tako ugotovimo, da je seštevek popravljenega denarnega toka in naložb v opredmetena osnovna sredstva pozitiven, iz česar lahko sklepamo, da je podjetje sposobno financirati rast in razvoj s pomočjo ustvarjenega presežka sredstev iz lastnega poslovanja oziroma lastne amortizacije.

3. DELNICA KRKE

Krka d.d., Novo mesto je ob lastninjenju izdala 3.542.612 navadnih, imenskih delnic, ki niso razdeljene na razrede. Poznejših izdaj delnic ni bilo. Nominalna vrednost delnice znaša 4.000 SIT. V postopku lastninjenja je bilo izdanih več vrst delnic z različnimi oznakami, pozneje pa so bile vse delnice spremenjene v delnice z isto oznako. Od 22. decembra 1998 dalje imajo vse Krkine delnice oznako KRKG, ki je tudi veljavna koda pri trgovanju z delnicami na Ljubljanski borzi. Delnice so izdane v nematerializirani obliki. Evidenco o delničarjih in njihovih deležih vodi Centralna klirinško depotna družba v Ljubljani.

Tržna vrednost Krke na Ljubljanski borzi se je v letu 2001 zvišala za 4,8 odstotka in je konec leta znašala 101,7 milijarde tolarjev. S Krkinimi delnicami je bilo v letu 2001 opravljenih za 13 milijard tolarjev rednih borznih poslov (77 odstotkov več kot leto prej). Skupaj s svežnji je vrednost poslov znašala 20,4 milijard tolarjev.

3.1. TEČAJ IN PROMET

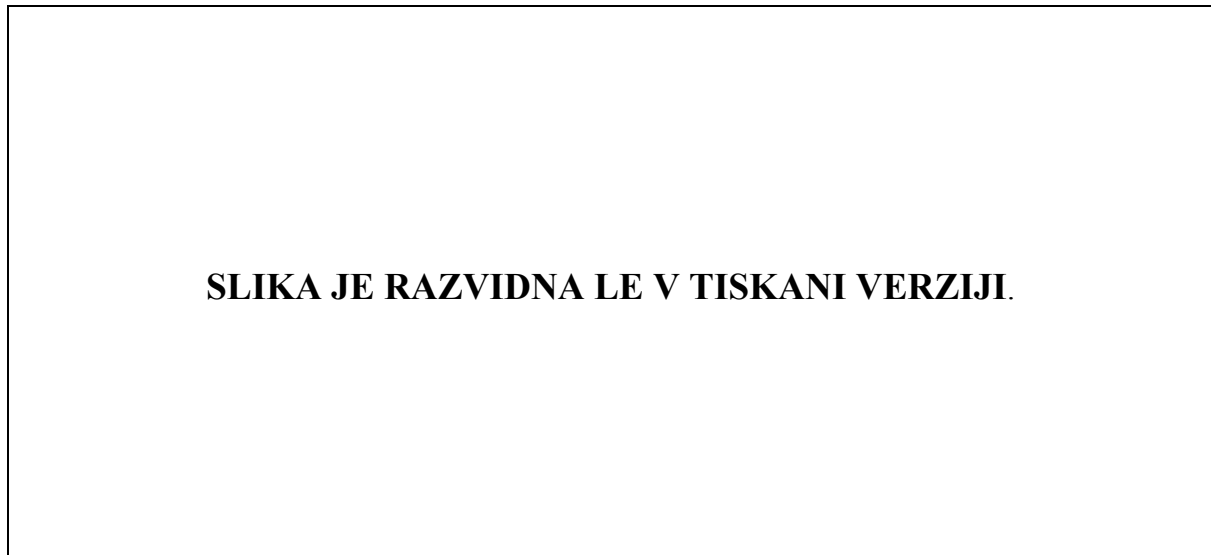
V pričakovanju ugodnih rezultatov za leto 2000 je tečaj delnice v začetku leta 2001 narasel in 31. januarja dosegel 28.803 tolarjev.

Po objavi odličnih poslovnih rezultatov je tečaj zaradi pomanjkanja novih informacij, ki bi pritegnile investitorje, začel padati in dosegel najnižjo vrednost 26. aprila, ko je bilo delnico mogoče kupiti po 24.749 tolarjev.

Pomemben mejnik v letu 2001 je bila ukinitvev omejitev Banke Slovenije za portfeljske naložbe tujcev, ki jo je Banka Slovenije objavila konec maja, začela pa je veljati 1. julija.

Odprava omejitev prve mesec ni bistveno vplivala in interes tujih vlagateljev za naložbe v delnice Krke.

Slika 13: Tečaj in promet s Krkino delnico v obdobju od 1. januarja 2001 do 31. decembra 2001



Vir: Letno poročilo Krke, 2001.

Septembra 2001 so se predvidevanja nekaterih domačih investitorjev, da bodo tujci začeli prodajati večje količine delnic, odrazila v strmem padcu tečaja. Delnica je v dveh tednih izgubila dobrih 10 odstotkov vrednosti. Napovedi o prodajah tujcev so temeljile na dejstvu, da se je septembra iztekel moratorij na prodaje delnic tistih investitorjev, ki so delnice kupovali septembra 1997. Investitorji, ki imajo delnice že štiri leta, jih namreč lahko prodajo brez omejitev. Pričakovanja glede prodaje tujcev se niso uresničila, zato se je tečaj oktobra 2001 stabiliziral, novembra pa je začel strmo naraščati in je 13. decembra dosegel najvišjo vrednost 30.006 tolarjev za delnico.

4. STRATEŠKE USMERITVE IN CILJI

Krkina dolgoročna strategija temelji na razvoju in prodaji generičnih farmacevtskih izdelkov pod lastnimi blagovnimi znamkami. Z njimi in v manjši meri z izdelki licenčnih partnerjev naj bi uporabnikom zagotavljali kakovostna, varna in učinkovita zdravila z dodano vrednostjo. Z optimalnim poslovanjem naj bi prispevali k dostopnosti njihovih izdelkov in približevanju kupcem. S pozornim in analitičnim spremljanjem dogajanja v panogi in s sposobnostjo predvidevanja prihodnjega razvoja se nameravajo osredotočiti na nove trge, na katere predvidevajo priti prvi in jih zapustiti zadnji.

Osrednje strateške usmeritve Krke:

- stalni razvoj in rast prodaje generičnih izdelkov pod lastnimi blagovnimi znamkami;
- nadgrajevanje sistema celovitega upravljanja kakovosti in odličnosti poslovanja;
- vlaganja v razvoj in trženje ter ekonomiziranje poslovnega procesa;
- tesen stik s kupci in okoljem, v katerem deluje;
- dobra izobrazba in motiviranost zaposlenih;
- dolgoročna varnost naložb delničarjev.

Krkin poglavitni cilj je skrajševati razvojni proces, učinkovito obvladovati pridobivanje registracij novih izdelkov, z novimi študijami vzdrževati registracije obstoječih in nato čim hitreje najti pot do kupcev. Slednjim se na naključnih trgih že približujejo z močno mrežo predstavništva in podjetij v tujini, ki jim dodajajo tudi proizvodno-distribucijske centre.

Kljub prilagodljivosti in dovzetnosti za spremembe, ki ju v podjetju skušajo gojiti kot prednostni nalogi, naj bi bil Krkin poslovni slog vselej prepoznan po naslednjih stalnicah:

- tesnem stiku s kupci;
- močni zavezanosti razvoju novih izdelkov;
- učinkovitem sistemu vodenja;
- dobro izobraženih, kvalificiranih in motiviranih zaposlenih;
- osredotočenju na lastne prednosti;
- učinkoviti komunikaciji.

Cilji poslovanja za leto 2002 so:

- 14 odstotna rast prodaje;
- ohranitev obsega prodaje na domačem trgu;
- ohranitev vodilnega položaja na trgih srednje in vzhodne Evrope;
- utrjevanje položaja enega najpomembnejših generičnih podjetij na trgih Evropske unije;
- širitev in razvoj marketinške mreže v tujini;
- učinkovita promocija ključnih izdelkov;
- intenzivno nadaljevanje razvojne dejavnosti;
- dokončanje naložb iz preteklih let in nove investicije v načrtovani vrednosti 14,2 mia SIT;
- v Sloveniji načrtovana 2,3 odstotna rast zaposlenih, v tujini pa 20,8 odstotna;
- izpeljava procesa reorganizacije podjetja, ki bo postavila nove temelje za uspešno poslovanje.

VI. FINANČNA ANALIZA DELNIC OBEH PODJETIJ S POMOČJO KAZALNIKOV POSLOVANJA IN MEDSEBOJNA PRIMERJAVA

Komentarji bilančnih postavk se nanašajo na konsolidirane revidirane računovodske izkaze obeh podjetij, ki so zbrani v prilogi 1, 2, 3 in 4, komentarji kazalnikov pa na izračune v prilogi 7 in 8.

1. KAZALNIKI POSLOVANJA

Krka je imela ob koncu leta 2000 za 33.238 milijonov SIT (45%) večja sredstva kot Lek (glej graf gibanja celotnih sredstev obeh podjetij - priloga 13). Od tega je imela stalnih sredstev več za 31.785 milijonov SIT, gibljevih pa za 1.453 milijonov SIT. V letu 2001 se to razmerje ni bistveno spremenilo, saj ima Krka še vedno za 38% večja sredstva v primerjavi z Lek-om. Obe podjetji sta osnovna sredstva večali z investicijami, obsežnejšimi iz leta v leto, vendar nekega občutnega povečanja v tem petletnem razdobju ni zaslediti. V Lek-u so se tudi gibljava sredstva v tem razdobju večala iz leta v leto in so tako leta 2000 dosegla 39.870 milijonov SIT (2001 leta, 46.936 milijonov SIT), kar je za 28% več kot v primerjavi s predhodnim letom (2001 leta le še 18% večja v primerjavi z letom 2000). V letu 1998 so se gibljava sredstev Krki d.d. celo zmanjšala za 1%, vendar so v letu 2000 narasla na 41.323 milijonov SIT (43.080 milijonov SIT), kar je za 19% več v primerjavi s predhodnim letom (samo še 4% več v primerjavi z letom 2000).

Kot je razvidno iz priloge 7 se v podjetju Lek d.d. **delež osnovnih sredstev v sredstvih** bistveno zmanjša v letu 2000 kot posledica relativnega povečanja gibljevih sredstev (povečanj zalog za 36% in terjatev za 20%), medtem ko v Krki kazalec raste počasi in sorazmerno po letih (glej prilogo 8). Zaradi istih vzrokov, zaradi katerih se je v letu 2000 v Lek-u znižal delež osnovnih sredstev v sredstvih, se v istem letu zviša **delež obratnih sredstev v sredstvih**. V Krki se je ta delež rahlo zniževal skozi 5 letno obdobje. Obratna sredstva so se sicer večala, vendar počasneje kot stalna sredstva. **Delež finančnih naložb v sredstvih** oziroma tisti delež sredstev, ki ne sodeluje pri nastajanju prihodkov od financiranja, je znašal v letu 2000 za podjetje Lek 23,5% (v letu 2001 pa 19,9%) za podjetje Krka pa 5,7% (v letu 2001 le še 3,7%). Primerjava vrednosti tega kazalca v obeh podjetjih pokaže na izrazito prednost podjetja Lek.

2. KAZALNIKI FINANCIRANJA

Delež kapitala v financiranju znaša v podjetju Lek leta 2001 visokih 75,1%, v Krki pa 67,1%. Z vidika upnika je torej Lek tista gospodarska družba, ki je manj finančno tvegana. Gledano z vidika lastnikov, ki jih zanima finančno tveganje v povezavi z donosnostjo, pa je ravno obratno, saj lastniki nosijo manj tveganja v Krki. **Delež dolgov v financiranju** znaša v Lek-u v istem obdobju 16,7%, v Krki pa 19,9%. **Kapitalska pokritost stalnih sredstev** se je v Lek-u skozi 5 letno obdobje večala in znaša 1,62 medtem ko v Krki ostaja to razmerje nespremenjeno do leta 2000 in znaša 1,1, nato pa v letu 2001 pade na 1,0. V Lek-u financirajo s kapitalom vsa stalna sredstva in še precejšen del gibljivih sredstev, kar je z vidika upnikov v redu, saj je tako zanje družba manj finančno tvegana. Tako visoka vrednost kazalnika lahko pomeni tudi neracionalno financiranje sredstev, ki bi se lahko racionalneje financirala na primer z dolžniškimi dolgoročnimi viri financiranja. Primerjava **finančnega vzvoda oz. celotnih obveznosti do kapitala** nam pokaže da je podjetje Krka d.d. tisto, ki je bolj zadolženo in prinaša večje finančno tveganje tako upnikom kot lastnikom. Ker pa se je podjetju povečal tudi dobiček, lahko vrednost kazalca pojasnimo tudi kot večji donos na vloženi kapital.

3. KAZALNIKI PLAČILNE SPOSOBNOSTI

Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog je v obeh podjetjih večja od ena, kar pomeni, da so dolgoročna sredstva vključno z zalogami dolgoročno financirana in da podjetji nimata težav s plačilno sposobnostjo. V Lek-u znaša kazalnik v zadnjem letu kar 1,4, v Krki pa 1,1. **Kratkoročna pokritost kratkoročnih obveznosti** znaša v Lek-u v istem obdobju kar 3,2, v Krki pa 2,3, iz česar lahko ugotovimo, da imata podjetji kratkoročna sredstva v celoti financirana s kratkoročnimi obveznostmi do virov sredstev in da sta obe podjetji plačilno sposobni. **Pospešeni koeficient** v obeh podjetjih presega vrednost ena (v Lek-u leta 2001 doseže vrednost 2,4), kar pomeni, da podjetji financirata dolgoročno poleg zalog še del kratkoročnih sredstev. Kot zadnji kazalnik plačilne sposobnosti je podano še **razmerje med kratkoročnimi terjatvami in kratkoročnimi obveznostmi iz poslovanja**, ki v Lek-u znaša 1,91, v Krki pa 2,7.

4. KAZALNIKI OBRAČANJA IN DNEVI VEZAVE

Obračanje obratnih sredstev je bilo v proučevanem obdobju vselej hitrejše v Lek-u (1,96 obratov leta 2000 in 2,07 obratov naslednjega leta, v Krki pa 1,5 obratov v letu 2000 in 1,7 obratov v letu 2001). Pri **obračanju zalog** (5,71 obratov Lek, Krka 3,8 obratov v letu 2001) in **obračanju terjatev iz poslovanja** (4,57 obratov Lek, Krka 4,1 obratov) je prednost Lek-a pred Krko še vidnejša.

5. KAZALNIKI GOSPODARNOSTI, DONOSNOSTI IN DOHODKOVNOSTI

Po kazalnikih **celotne gospodarnosti in gospodarnosti poslovanja** sta obe podjetji v enakem položaju (glej grafa gibanja čistega dobička in prihodkov iz poslovanja v prilogi 9 in 10). Obe podjetji izkazujeta približno enak presežek vseh prihodkov in prihodkov iz poslovanja nad odhodki oziroma odhodki iz poslovanja. Rahlo odstopanje opazimo pri **čisti dobičkonosnosti skupnih prihodkov**, kjer je Krka nekoliko uspešnejša, saj ustvari 10,1 SIT čistega dobička na 100 SIT skupnih prihodkov (Lek 9,7). Odstopanje opazimo pri **čisti donosnosti sredstev (ROA)**, kjer Lek ustvari 10,2 SIT čistega dobička na 100 SIT obstoječih sredstev (Krka 7,19 SIT). Podobno sliko kaže tudi **čista donosnost kapitala (ROE)**. V nekolikošni prednosti je bil v letu 2001 Lek (13,6 SIT, Krka 11,3 SIT), pred letom 1999 pa je bila uspešnejša Krka (7,93 SIT, Lek 7,1 SIT).

Tabela 5: Čisti dobiček na delnico v SIT

	1997	1998	1999	2000	2001
Lek	1.866,36	1.912,91	1.680,65	3.175,60	4.255,51
Krka	***	1.115,57	1.028,76	1.874,59	2.414,30

Vir: Lastni izračun.

Podjetji nista v obravnavanem obdobju izdali novih delnic, tako da je gibanje **dobička na delnico** odvisno izključno od gibanja čistega dobička. Ta je v obeh podjetjih dosegel rekord prav v letu 2001, ko je Lek dosegel 8.227 mio SIT čistega dobička (34% porast glede na predhodno leto), Krka pa 8.553 mio SIT (29% porast).

6. KOMENTAR BILANČNIH POSTAVK: PRENESEN DOBIČEK PREJŠNJIH LET IN NERAZPOREJEN DOBIČEK POSLOVNEGA LETA, REZERVE IN INVESTICIJE

Zakon o davku od dobička pravnih oseb iz leta 1997 po novem omogoča povečanje olajšave iz naslova vlaganj v investicije iz dosedanjih 20% na 40% celotnih vloženih sredstev v investicije, pogoj ob tem pa je, da davčni zavezanec pet let ne bo izplačeval udeležbe v dobičku, oziroma da bo dobiček ostal nerazporejen. Ker imata obe podjetji v zadnjih letih zelo velike investicije (glej graf naložb v opredmetena osnovna sredstva v prilogi 15) sta obe to možnost že izkoristili v letu 2000. Posledice so vidne v bilanci. Tako Lek-u, kot Krki je postavka nerazporejeni dobiček narasla prav v letu 2000. V povprečju je postavka nerazporejeni dobiček večja v Krki, vendar je le-ta v zadnjem letu večji le še za približno 4%. Zakon o gospodarskih družbah določa, da družba lahko usmeri v rezerve največ 50% dobička, o preostalem deležu pa odločajo lastniki na skupščini. Le-te so skozi preučevano obdobje v

Leku ostajale na enaki ravni, medtem ko je v Krki mogoče opaziti izrazito povišanje le-teh v letu 1999. Seštevek postavk prenesenega dobička, nerazdeljenega dobička iz tekočega leta in rezerv je že vseskozi višji v Krki, v letu 2001 za približno 2.161.000,00 SIT.

7. KAZALCI TRŽNE VREDNOSTI

Knjigovodske vrednosti obeh delnic se skladno z rastjo lastniškega kapitala povečujejo. Novih izdaj delnic od zaključka lastninjenja podjetij ni bilo in tudi v prihodnje upravi obeh podjetij ne načrtujeta dokapitalizacije.

Tabela 6: Tržna vrednost delnic (v SIT)

	1997	1998	1999	2000	2001
Lek	31.316,10	36.953,00	33.635,00	42.780,00	44.004,00
Krka	21.941,00	25.009,00	25.784,00	27.391,62	28.711,00

Vir: Letni poročili obeh podjetij.

Knjigovodske vrednosti delnic obeh podjetij sta rasli s približno enako hitrostjo (delnica Lek-a je v povprečju rasla za 9,9% hitreje kakor delnica Krke). V zadnjem letu se je knjigovodska vrednost delnic Lek-a glede na predhodno leto povečala za 53,74%, Krke pa za 16,07%.

Tabela 7: Knjigovodska vrednost delnic (v SIT)

	1997	1998	1999	2000	2001
Lek	18.538,41	21.056,54	23.914,53	28.061,59	43.144,03
Krka	13.409,98	15.092,60	16.993,00	19.943,00	23.148,00

Vir: Lastni izračun.

Kazalnik tržna vrednost/knjigovodska vrednost je pri obeh podjetjih večji od ena, kar pomeni, da trg pozitivno ocenjuje uspešnost ter perspektivnost obeh slovenskih farmacevtskih podjetij. To pomeni, da so investitorji danes pripravljeni plačati več za pričakovane višje donose v prihodnosti. Kot kaže, pa so vendarle pripravljeni plačati vedno manj, saj se je razmerje tržna/knjigovodska vrednost zaradi padanja tečajev na borzi od začetka kotacije drastično zmanjšalo. Iz spodaj navedenega izračuna lahko ugotovimo, da trg v zadnjem letu nekoliko pozitivneje vrednoti Krko, medtem ko v Lek-u tržna vrednost skoraj sovпада s knjigovodsko.

Tabela 8: Tržna vrednost proti knjigovodski vrednosti

	1997	1998	1999	2000	2001
Lek	1,69	1,75	1,41	1,52	1,02
Krka	1,64	1,66	1,52	1,37	1,24

Vir: Lastni izračun.

Pri tem je potrebno omeniti še to, da je v slovenskih farmacevtskih podjetjih kazalnik tržna vrednost proti knjigovodski vrednosti pod povprečjem panoge v svetu, kjer ta kazalnik dosega vrednosti 2 in več.

Multiplikator dobička

Kot je razvidno iz spodnje tabele, se je multiplikator dobička v pet oziroma štiri-letnem obdobju gibal približno enako za obe podjetji. Opazno zmanjšanje kazalca v letih 2000, 2001 je posledica hitrejšje rasti čistega dobička na delnico pred rastjo tržne cene.

Tabela 9: Multiplikator čistega dobička (Price-Earnings ratio)

	1997	1998	1999	2000	2001
Lek	16,78	19,32	20,01	13,47	10,34
Krka	***	22,42	25,06	14,61	11,89

Vir: Lastni izračun na podlagi konsolidiranih računovodskih izkazov.

*Opomba: V letu 1997 še ni bilo konsolidiranih izkazov.

8. GIBANJE DENARNIH TOKOV

Kot je razvidno iz spodnjih tabel, je enostavni denarni tok, ki pomeni seštevek čistega dobička in amortizacije v obeh podjetjih do vključno leta 1999 približno konstanten, nato pa v obeh podjetjih opazimo v letu 2000 višji porast, ki se nadaljuje v leto 2001 in je predvsem posledica porasta dobička.

Tabela 10: Gibanje denarnih tokov Lek-a (v mio SIT)

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Enostavni denarni tok, v mio SIT	9.995	9.830	8.111	11.185	13.464
2. Sprememba v obratnih sredstvih, v mio SIT	-4.994	-1.623	-842	-265	-4.717
3. Popravljeni denarni tok, v mio SIT	12.885	15.811	15.794	16.683	15.908
4. Naložbe v opredmetena osnovna sredstva, v mio SIT	-6.042	-5.603	-3.962	-3.391	-141

Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi Lek-a (1997-2001).

Povečanje obratnih sredstev je prikazano kot odtok. Popravljen denarni tok se v Lek-u giblje v isti smeri, kakor enostavni denarni tok, medtem ko v Krki ta rast ne sovпада z rastjo enostavnega denarnega toka.

Tabela 11: Gibanje denarnih tokov Krke (v mio SIT)

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Enostavni denarni tok, v mio SIT	9.598	9.361	9.496	12.648	15.568
2. Sprememba v obratnih sredstvih, v mio SIT	*	-3.724	-302	-2.594	-5.604
3. Popravljeni denarni tok, v mio SIT	*	14.518	19.646	25.559	23.740
4. Naložbe v opredmetena osnovna sredstva, v mio SIT	*	9.467	12.886	15.893	7.015

Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi Krke (1997-2001).

*Opomba: V letu 1997 še ni bilo konsolidiranih izkazov.

VII. KOEFICIENT BETA, ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA, NOTRANJA VREDNOST DELNIC, PRIMERJAVA S TRŽNO VREDNOSTJO DELNIC

1. VREDNOTENJE LEK-OVIH DELNIC

1.1. KOEFICIENT BETA

Kot mero sistematičnega tveganja bom uporabila beto, izračunano kot povprečje največjih farmacevtskih podjetij, ki znaša 0,44. Stopnja zadolženosti panoge je 0,46 in je prev tako izračunana kot povprečje 11-ih največjih farmacevtskih podjetij (Quicken Brokerage – Fundamentals, 2002). V ZDA davek od dobička znaša 35%, pri nas pa se v skladu z Zakonom o davku od dobička pravnih oseb obračunava po splošni stopnji 25%.

Beta sredstev (A) ob upoštevanju bete trajnega kapitala (E) za farmacevtsko panogo znaša:

$$\beta_A = \frac{\beta_E}{1 + \frac{(1-T) * D}{E}} = \frac{0,44}{1 + (1 - 0,35) * 0,46} = 0,33$$

S pomočjo bete sredstev bom nadalje izračunala beto trajnega kapitala, prilagojeno slovenskim razmeram (25% davek od dobička) in podjetju Lek d.d. (stopnja zadolženosti podjetja je 0,02):

$$\beta_E = \beta_A * \left[1 + \frac{(1 - T) * D}{E} \right] = 0,33 * \left[1 + \frac{(1 - 0,25) * 1.329.000.000}{65.557.000.000} \right] = 0,34$$

D – vsota dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz financ. podjetja Lek d.d. konec leta 2001

E – Lastniški kapital Lek-a konec leta 2001

T – davek od dobička (SLO – 25%)

Prilagojen koeficient beta za Lek d.d. znaša 0,34, kar je, po mojem mnenju, dokaj realno.²

1.2. IZRAČUN ZAHTEVANE STOPNJE DONOSA

Povprečna donosnost državnih obveznic RS 15 (serije D do T) po podatkih iz Biltena Banke Slovenije za marec 2001 znaša 5,79%. Premija za tveganje povprečnega podjetja v razvitih tržnih gospodarstvih znaša od 8% do 12% (Pratt, 1989, str. 200). V okviru omenjenega razpona, sem se odločila za tržno rizično premijo 8%.

$$r = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta_E = 5,79\% + 8\% * 0,34 = 8,51\%$$

r_f – donosnost nerizičnih naložb v Sloveniji

$[E(r_m) - r_f]$ – ocenjena tržna rizična premija

β_E – prilagojena beta lastniškega kapitala

1.3. IZRAČUN NOTRANJE VREDNOSTI DELNICE

Notranjo vrednost delnice sem dobila z uporabo programa Finplan[®], katerega osnovne funkcije so analiza poslovanja podjetij, planiranje oziroma simulacije poslovanja podjetij ter vrednotenje podjetij in investicijskih projektov. Finplan kot model vrednotenja uporablja metodo diskontiranja prihodnjih denarnih tokov, ki naj bi jih podjetje ustvarilo v prihodnosti.

Izračunana notranja vrednost delnice znaša 114.857 SIT.

² Glej graf gibanja tečaja delnice na strani 28.

2. VREDNOTENJE KRKINIH DELNIC NA PODLAGI DENARNEGA TOKA³

Kot model vrednotenja delnic Krke d.d. je bila uporabljena metoda prostega denarnega toka podjetja (FCFF = free cash flow to the firm) oziroma denarnega toka, ki pripada vsem udeležencem podjetja, to je prednostnim in navadnim delničarjem ter posojilodajalcem. Po tej metodi je vrednost podjetja enaka vsoti sedanje vrednosti pričakovanih denarnih tokov v določenem obdobju (na primer prvih pet ali deset let) in sedanje vrednosti denarnih tokov po določenem obdobju (gre za končno vrednost oziroma »terminal value«). Pri vrednotenju delnic Krke d.d. so bili za izračun referenčne netvegane stopnje (R_f) uporabljeni podatki o donosnosti dolgoročnih slovenskih državnih obveznic, tržna premija za tveganje – 4,9 odstotka – je bila povzeta po Damodaranu in velja za nastajajoče finančne trge, med katere uvrščajo tudi vzhodnoevropske države.

2.1. KOEFICIENT BETA

Koeficient beta za Krko d.d. znaša 0,65.

Koeficient je bil objavljen julija v borznem komentarju v dnevniku Finance. Mag. Tadej Tufek iz Abanke se je pri izračunu naslonil na bete primerljivih tujih podjetij (prilagojenih za razlike v višini finančnega vzvoda), ki jih za ameriška podjetja in posamezne sektorje iz indeksa S & P 500 že desetletja izračunava Ibbotson Associates (Cost of Capital Yearbook 2001).

2.2. ZAHTEVANA STOPNJA DONOSA

Upoštevajoč zgornje podatke, ocenjena zahtevana stopnja donosa za Krko znaša:

$$r = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta_E = 5,79\% + 8\% * 0,65 = 10,99$$

r_f – donosnost nerizičnih naložb v Sloveniji

$[E(r_m) - r_f]$ – ocenjena tržna rizična premija

β_E – prilagojena beta lastniškega kapitala

³ Tufek, 2002, str. 8.

2.3. NOTRANJA VREDNOST DELNIC

Izračun notranje vrednosti (objavljeno v istem članku) je ob danih predpostavkah privedel do vrednosti 63.888 SIT. Moj izračun s programom Finplan (glej prilogi 17 in 18) me je privedel do vrednosti 58.529, kar je po moji oceni dovolj natančen približek in hkrati potrdilo, da približna notranja vrednost delnice Krka znaša nekje okoli 60.000 SIT. Notranja vrednost delnic je rezultat izračuna notranje vrednosti z uporabo metode sedanje vrednosti prostega denarnega toka, ki je privedel do izračuna vrednosti celotnega podjetja. Z odštetjem vrednosti dolga pridemo do vrednosti lastniškega kapitala in dobljeno vrednost delimo s številom izdanih delnic.

VIII. PRIMERJAVA VREDNOSTI OBEH PODJETIJ

Izračun notranje vrednosti je pri obeh podjetjih pokazal na visoko podcenjenost delnic Krke in Lek-a. Analiza je pokazala, da se realna vrednost delnice podjetja Lek d.d. nahaja nekje okrog 114.000,00 SIT, vrednost Krkine delnice pa naj bi bila približno 60.000,00 SIT. Lek-ova delnica je v primerjavi s Krkino bolj podcenjena, saj je njena realna vrednost približno 2,6-krat večja od njene tržne vrednosti (notranja vrednost delnice Krke pa je približno 2-krat večja od tržne vrednosti).

Razlika v izračunani notranji vrednosti delnic ne preseneča, saj je tudi predhodna finančna analiza pokazala na določena odstopanja. Potrebno je tudi upoštevati, da gre v diplomskem delu za subjektivno oceno denarnih tokov, grobo prilagoditev koeficienta beta slovenskim razmeram in sporno oceno tržnega tveganja. V osnovi pa je sporna že uporaba samega modela CAPM, ki naj bi zaradi nerealnih predpostavk ne dajal dovolj pravilne ocene zahtevane stopnje donosa.

IX. SKLEP

Temeljna analiza delnic je ena od ključnih metod pri investicijskem odločanju aktivnih udeležencev trga kapitala. Njeni rezultati na razvitih finančnih trgih, ki se približujejo učinkovitosti, so zelo dobri. Pri nas je nekoliko drugače, saj je precej zaviralnih dejavnikov za slovenski trg ostalo nerešenih. Mednje gotovo sodijo neugodna davčna politika za vlagatelje v vrednostne papirje in negotovosti, vezane na spremembo njene zakonodaje, aktivnejše delovanje pokojninskih skladov, začetek privatizacije zavarovalnic in energetike in kljub popolni sprostitvi omejitev za portfeljske naložbe tujcev še vedno nizek delež tujih investitorjev.

Kot že prej omenjeno, pa se pri uporabi CAPM modela v praksi pojavljajo določeni problemi. Težave se pojavljajo pri napovedovanju prihodnje spremenljivosti in postavlja se vprašanje ali koeficient beta dovolj dobro predstavlja in zajema pojem tveganja vrednostnih papirjev. Kakovost analize je v veliki meri odvisna tudi od intuicije analitika. Napovedovanje denarnih tokov je za neizkušenega analitika lahko precej težavno.

Kljub celi vrsti že prej omenjenih spornih predpostavk in praktičnih problemov, pa menim, da rezultati teoretične analize dovolj zadovoljivo pojasnjujejo dejanske razmere.

V konkretnem primeru izračuna notranje vrednosti delnice obeh slovenskih farmacevtskih podjetij je dala analiza rezultat, ki je v skladu s pričakovanji. Predvsem pri Lek-u je to lahko ugotoviti, saj moj izračun notranje vrednosti delnice presega prevzemno ceno Lek-a za približno 9.000 SIT, kar je po mojem mnenju dovolj dober približek. Tudi izračun notranje vrednosti Krkine delnice se ujema s sklepi in napovedmi raznih borznih strokovnjakov. Analiza je pokazala tudi na razliko v notranji vrednosti cene delnic obeh podjetij, ki je logična posledica nekaterih razlik v poslovanju obeh podjetij.

LITERATURA

1. Cottle Sidney, Murray Roger, Block Frank: Graham and Dodd' s Security Analysis. Fifth edition. New York: McGraw-Hill, 1988. 685 str.
2. Damjanovič Primož: Temeljna primerjalna analiza vrednosti pivovarne Laško d.d. in pivovarne Union d.d.. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 48 str.
3. Graham Benjamin, Dodd David: Security Analysis. New York: McGraw Hill, 1988. 658 str.
4. Jordan Ronald & Fischer Donald: Security Analysis and Portfolio Management. New Jarsey: Prentice Hall, 1987. 708 str.
5. Kačič Matej, Gostiša Jure: Na borzi ni medveda, jeseni spet rast. Finance, Ljubljana, 2002, 127, str. 3.
6. Kleindienst Robert: Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva? Finance, Ljubljana, 2000, 46, str. 5-10.
7. Kleindienst Robert: Borza kot končna postaja uspešnega podjetnika. Podjetnik, Ljubljana, 1999, 10, str. 56-61.
8. Kleindienst Robert: Kaj morajo praktiki vedeti o kazalniku beta? Finance, Ljubljana, 1999a, 116, str.13-14.
9. Kleindienst Robert: Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Časnik Finance, 2001. 100 str.
10. Kleindienst Robert: Vpliv portfeljskih omejitev na razvoj slovenskega trga kapitala. Finance, Ljubljana, 2000, 46, str. 3-4.
11. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 125 str.
12. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
13. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
14. Pratt Shannon: Valuing a Business. Second Edition. Homewood Illinois: Business One Irwin, 1989. 737 str.
15. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
16. Ribnikar Ivan: Trg Kapitala. Ljubljana: CISEF, 1997. str. 296.
17. Šimon Aleksander: Metode analize vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 109 str.
18. Šimon Aleksander: Metode za analizo vrednostnih papirjev. Znanstveno delo. Ljubljana: Samozaložba, 1996. 125 str.
19. Tufek Andrej: Krkina delnica skoraj 64 tisoč tolarjev. Finance, Ljubljana, 2002, 126, str. 8.
20. Veselinovič Draško: Tuje finančne naložbe v Sloveniji; da ali ne? Finance, Ljubljana, 2000, 46, str. 2.

VIRI

1. Banka Slovenije – Arhiv finančnih podatkov
[URL: [http:// www.bsi/html](http://www.bsi/html)], 30.06.2001.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 2001, 3, 64 str.
3. Finančni podatki FIPO.
[URL: [http:// www.sdk.si:8000/fipo01 com./publikacije.html](http://www.sdk.si:8000/fipo01.com/publikacije.html)], 30.9.2001.
4. Finplan 2002 Navodila za uporabo.
5. Interna gradiva za Krka d.d..
6. Interna gradiva za Lek d.d..
7. Krkino letno poročilo 2001.
8. Krkino letno poročilo 2000.
9. Krkino letno poročilo 1999.
10. Krkino letno poročilo 1998.
11. Krkino letno poročilo 1997.
12. Krkino letno poročilo 1996.
13. Lekovo letno poročilo 2001.
14. Lekovo letno poročilo 2000.
15. Lekovo letno poročilo 1999.
16. Lekovo letno poročilo 1998.
17. Lekovo letno poročilo 1997.
18. Letno poročilo ljubljanska borze 2001.
19. Ljubljanska borza, letno statistično poročilo, 2002.
20. Ocena konjunkturalnih gibanj za Slovenijo. Gospodarska zbornica Slovenije, Služba za Konjunkturo in ekonomsko politiko SKEP, junij 2000.
[URL: [http:// www.gzs.si/si_avg/panorama/pf_01.html](http://www.gzs.si/si_avg/panorama/pf_01.html)], 25.12.2000.
21. Predstavitev podjetja Krka d.d., Krka d.d., 1998.
22. Publikacija Ibbotson Beta Book.
[URL: [http:// www.ibbotson com./Products/Catalog](http://www.ibbotson.com/Products/Catalog)], 13.10.2002.
23. Quicken Brokerage – Fundamentals.
[URL: [http:// www.quicken. com/investments/stats](http://www.quicken.com/investments/stats)], 15.10.2002.
24. Spletišče Vlade RS o Sloveniji – Gospodarstvo.
[URL: [http:// www.gov.si/slo/slo-text/o-sloveniji/gospodarstvo.html](http://www.gov.si/slo/slo-text/o-sloveniji/gospodarstvo.html)], 26.08.2001.
25. Združenje proizvajalcev zdravil Slovenije – GIZ (ZPZS)
[URL: <http://www.zpzs-gis.si/ZPZS/>], 05.02.2003.

KAZALO PRILOG

- Priloga 1: Bilance stanja Lek d.d.
- Priloga 2: Bilance stanja Krka d.d.
- Priloga 3: Izkazi uspeha Lek d.d.
- Priloga 4: Izkazi uspeha Krka d.d.
- Priloga 5: Deset največjih delničarjev podjetja Lek d.d. na dan 30.6.2002
- Priloga 6: Deset največjih delničarjev podjetja Krka d.d. na dan 4.9.2002
- Priloga 7: Kazalniki poslovanja podjetja Lek d.d.
- Priloga 8: Kazalniki poslovanja podjetja Krka d.d.
- Priloga 9: Graf gibanja čistega dobička obeh podjetij v mio SIT
- Priloga 10: Graf gibanja prihodkov iz poslovanja obeh podjetij v mio SIT
- Priloga 11: Graf strukture prihodkov iz prodaje podjetja Lek d.d. v mio SIT
- Priloga 12: Graf strukture prihodkov iz prodaje podjetja Krka d.d. v mio SIT
- Priloga 13: Graf gibanja celotnih sredstev obeh podjetij v mio SIT
- Priloga 14: Graf gibanja kapitala obeh podjetij v mio SIT
- Priloga 15: Graf gibanja naložb v opredmetena osnovna sredstva v mio SIT
- Priloga 16: Gibanje obveznosti do virov sredstev obeh podjetij v mio SIT
- Priloga 17: Finančno poročilo Krka d.d. za obdobje 1999 do 2007 pripravljeno s programom Finplan₂₀₀₂.
- Priloga 18: Finančno poročilo Lek d.d. za obdobje 1999 do 2007 pripravljeno s programom Finplan₂₀₀₂.

Priloga 1: Konsolidirane bilance stanja podjetja Lek d.d. v mio SIT

Postavke iz bilance stanja	1997	1998	1999	2000	2001	Indeks 01/00
I. SREDSTVA (A+B)	51.472	56.581	63.090	74.474	87.612	118
A. STALNA SREDSTVA (1-4)	<u>27.837</u>	<u>28.186</u>	<u>32.007</u>	<u>34.604</u>	<u>40.676</u>	118
1. Neopredmetena dolgoročna sredstva	244	171	245	4	1.642	41.059
2. Opredmetena osnovna sredstva	22.976	23.505	24.405	26.060	31.156	120
3. Dolgoročne finančne naložbe	4.228	4.507	5.175	5.979	4.316	72
4. Popravek kapitala	389	3	2.182	2.561	3.562	139
B. GIBLJIVA SREDSTVA	<u>23.635</u>	<u>28.395</u>	<u>31.083</u>	<u>39.870</u>	<u>46.936</u>	118
1. Zaloge	7.720	8.291	8.010	10.884	11.651	107
2. Dolgoročne terjatve iz poslovanja	24	19	36	48	18	37
3. Kratkoročne terjatve iz poslovanja	9.419	10.763	11.930	14.260	20.359	143
4. Kratkoročne finančne naložbe	5.624	8.574	10.077	11.499	13.101	114
5. Denarna sredstva	809	698	910	3.114	1.745	56
6. Aktivne časovne razmejitev	39	50	120	65	62	96
II. OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV (A do E)	51.472	56.581	63.090	74.474	87.612	118
SKUPAJ KAPITAL	<u>36.261</u>	<u>41.291</u>	<u>46.946</u>	<u>55.474</u>	<u>65.776</u>	119
A. KAPITAL (1-6)	36.245	41.276	46.929	55.454	65.557	118
1. Osnovni kapital	11.599	11.599	11.599	11.599	11.599	100
2. Vplačani presežek kapitala	191	191	192	192	399	208
3. Rezerve	9.615	9.615	8.926	8.921	8.748	98
4. Preneseni čisti dobiček prejšnjih let	1.334	3.933	8.042	9.989	14.529	145
5. Revalorizacijski popravek kapitala	9.898	12.241	14.922	18.616	22.112	119
6. Nerazdeljeni čisti dobiček poslovnega leta	3.608	3.697	3.248	6.137	8.169	133
B. MANJŠINSKI KAPITAL	16	15	17	20	219	1.097
C. DOLGOROČNE REZERVACIJE	<u>7.884</u>	<u>7.604</u>	<u>8.525</u>	<u>5.763</u>	<u>7.161</u>	124
Č. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	<u>976</u>	<u>421</u>	<u>138</u>	<u>1.187</u>	<u>131</u>	11
1. Dolgoročne obveznosti iz financiranja	975	418	133	119	124	104
2. Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	1	3	5	1.068	6	1
D. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	<u>6.351</u>	<u>7.265</u>	<u>7.481</u>	<u>12.050</u>	<u>14.544</u>	121
1. Kratkoročne obveznosti iz financiranja	459	1.070	1.172	857	1.205	141
2. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	4.934	5.858	5.909	9.380	10.643	113
3. Pasivne časovne razmejitev	958	337	400	1.813	2.696	149

Vir: Lekova letna poročila.

Priloga 2: Konsolidirane bilance stanja podjetja Krka d.d. v 000 SIT

Postavke iz bilance stanja	1997	1998	1999	2000	2001	Indeks 01/00
I. SREDSTVA (A+B)	72.567.015	80.006.000	90.533.552	107.711.817	120.534.673	112
A. STALNA SREDSTVA (1-4)	<u>41.623.699</u>	<u>49.401.468</u>	<u>55.912.587</u>	<u>66.389.204</u>	<u>77.454.987</u>	117
1. Neopredmetena dolgoročna sredstva	277.342	316.588	358.762	558.260	989.865	177
2. Opredmetena osnovna sredstva	38.760.422	42.818.050	49.852.842	59.738.390	70.326.517	118
3. Dolgoročne finančne naložbe	2.293.513	3.473.600	1.420.504	1.568.499	1.423.478	91
4. Popravek kapitala	292.422	2.793.230	4.280.479	4.524.055	4.715.127	104
B. GIBLJIVA SREDSTVA	<u>30.943.316</u>	<u>30.604.532</u>	<u>34.620.965</u>	<u>41.322.613</u>	<u>43.079.686</u>	104
1. Zaloge	11.693.769	12.669.535	11.860.233	17.265.899	16.756.708	97
2. Dolgoročne terjatve iz poslovanja	-	-	-	-	-	-
3. Kratkoročne terjatve iz poslovanja	14.558.405	15.546.168	18.224.209	17.990.058	21.301.731	118
4. Kratkoročne finančne naložbe	2.661.435	1.772.668	3.163.856	4.605.117	3.058.401	66
5. Denarna sredstva	2.007.411	577.330	1.340.361	1.309.114	1.848.657	141
6. Aktivne časovne razmejitev	22.296	38.831	32.306	152.425	114.189	75
II. OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV (A do E)	72.567.015	80.006.000	90.533.552	107.711.817	120.534.673	112
SKUPAJ KAPITAL	<u>46.944.813</u>	<u>52.699.908</u>	<u>60.175.708</u>	<u>70.306.745</u>	<u>80.913.535</u>	115
A. KAPITAL (1-6)	<u>46.939.969</u>	<u>52.694.964</u>	<u>58.561.478</u>	<u>68.514.910</u>	<u>78.981.334</u>	115
1. Osnovni kapital	14.170.448	14.170.448	14.170.448	14.170.448	14.170.448	100
2. Vplačani presežek kapitala	0	3.033	5.165	5.602	5.602	100
3. Rezerve	8.460.318	10.183.552	13.273.448	13.384.494	16.927.658	126
4. Preneseni čisti dobiček prejšnjih let	2.642.830	4.613.688	5.908.314	7.726.484	8.159.519	106
5. Revalorizacijski popravek kapitala	16.669.928	19.772.214	21.559.614	26.622.105	31.198.202	117
6. Nerazdeljeni čisti dobiček poslovnega leta	4.996.445	3.952.029	3.644.489	6.605.777	8.519.905	129
B. MANJŠINSKI KAPITAL	<i>4.844</i>	<i>4.944</i>	<i>1.614.230</i>	<i>1.791.835</i>	<i>1.932.201</i>	108
C. DOLGOROČNE REZERVACIJE	<u>10.170.654</u>	<u>8.880.090</u>	<u>10.451.797</u>	<u>13.775.115</u>	<u>15.594.338</u>	113
Č. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	<u>2.296.965</u>	<u>1.367.249</u>	<u>3.928.509</u>	<u>4.517.031</u>	<u>4.940.588</u>	109
1. Dolgoročne obveznosti iz financiranja	2.283.724	1.365.706	3.746.848	4.517.031	4.940.588	109
2. Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	13.241	1.543	181.661	0	0	0
D. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	<u>13.154.583</u>	<u>17.058.753</u>	<u>15.977.538</u>	<u>19.112.926</u>	<u>19.086.212</u>	100
1. Kratkoročne obveznosti iz financiranja	4.349.803	9.997.478	7.356.425	7.794.286	10.606.854	136
2. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	7.764.396	5.409.404	8.333.607	11.125.062	8.020.607	72
3. Pasivne časovne razmejitev	1.040.384	1.651.871	287.506	193.578	458.751	237

Vir: Krkina letna poročila.

Priloga 3: Konsolidirani izkazi uspeha podjetja Lek d.d. v mio SIT

Postavke iz izkaza usneha	1997	1998	1999	2000	2001	Indeks 01/00
Čisti prihodki iz prodaje in usredstvenih lastnih	46.738	49.015	49.332	59.247	78.528	133
Proizvajalni stroški in nabavna vrednost prodanih	-22.329	-22.948	-21.181	-23.643	-38.026	161
KOSMATI DOBIČEK IZ PRODAJE	24.409	26.067	28.151	35.604	40.502	114
Stroški prodaje	-7.557	-9.684	-10.294	-11.614	-16.150	139
Stroški uprave	-9.274	-9.762	-9.583	-11.070	-7.207	65
Stroški razvoja	-5.157	-5.353	-5.521	-7.018	-8.187	117
Drugi prihodki iz poslovanja	128	2.379	1.376	571	664	116
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	2.549	3.647	4.129	6.473	9.622	149
Prihodki od deležev iz dobička podjetij v skupini	-	-	-	-	-	-
Prihodki od deležev iz dobička drugih povezanih	367	345	545	273	406	149
Prihodki od deležev iz dobička drugih	30	41	32	24	90	375
Prihodki od obresti in drugi prihodki od financiranja	3.276	2.568	3.451	4.325	4.197	97
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	-57	-42	-77	-58	-42	72
Odhodki za obresti in drugi odhodki financiranja	-2.047	-3.058	-3.942	-3.392	-4.550	134
DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVANJA	4.118	3.501	4.138	7.645	9.724	127
Izredni prihodki	690	1.630	602	554	1.256	227
Izredni odhodki	-585	-213	-672	-409	-472	115
CELOTNI DOBIČEK	4.223	4.918	4.068	7.790	10.508	135
Davki iz dobička	-615	-1.216	-819	-1.651	-2.277	138
Drugi davki	-	-4	-	-	-4	-
ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA	3.608	3.698	3.249	6.139	8.227	134
Udeležba manjšinskih lastnikov	1	1	1	2	58	2.899
ČISTI DOBIČEK VEČINSKIH LASTNIKOV	3.607	3.697	3.248	6.137	8.169	133

Vir: Lekova letna poročila.

Priloga 4: Konsolidirani izkazi uspeha podjetja Krka d.d. v 000 SIT

Postavke iz izkaza uspeha	1997	1998	1999	2000	2001	Indeks 01/00
Čisti prihodki iz prodaje	53.807.241	54.116.036	56.312.252	67.041.421	79.936.951	119
Sprememba vrednosti zalog	-569.624	1.539.350	-1.953.938	3.353.494	-438.254	-
Vrednost usredstvenih lastnih učinkov	548.679	646.260	618.805	624.478	736.304	118
Drugi prihodki iz poslovanja	-	-	217.705	413.462	231.372	56
KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA	53.786.296	56.301.646	55.194.824	71.432.855	80.466.373	113
Stroški blaga, materiala in storitev	-25.296.693	-25.829.291	-23.785.084	-32.602.026	-36.089.681	111
Stroški dela	-14.665.821	-15.639.799	-16.463.282	-19.429.046	-23.757.046	122
Amortizacija	-4.601.305	-5.409.426	-5.851.653	-6.007.084	-7.015.438	117
Drugi odhodki poslovanja	-4.716.758	-1.554.440	-2.714.551	-3.955.434	-2.921.775	74
DOBIČEK IZ POSLOVANJA	4.505.719	7.868.690	6.380.254	9.439.265	10.682.433	113
Prihodki od financiranja	2.751.216	1.111.175	3.047.973	4.515.231	4.046.669	90
Odhodki od financiranja	-1.823.872	-4.353.000	-4.777.132	-5.141.936	-4.294.988	84
DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVANJA	5.433.063	4.626.865	4.651.095	8.812.560	10.434.114	118
Izredni prihodki	1.145.019	684.274	557.248	363.441	509.875	140
Izredni odhodki	-606.485	-684.066	-469.283	-585.751	-615.317	105
CELOTNI DOBIČEK	5.971.597	4.627.073	4.739.060	8.590.250	10.328.672	120
Davek iz dobička	-975.151	-675.044	-1.094.571	-1.949.289	-1.775.760	91
ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA	4.996.446	3.952.029	3.644.489	6.640.961	8.552.912	129
Udeležba manjšinskih lastnikov	-	-	-	35.184	33.007	94
ČISTI DOBIČEK VEČINSKIH LASTNIKOV	4.996.446	3.952.029	3.644.489	6.605.777	8.519.905	129

Vir: Krkina letna poročila.

Priloga 5: Deset največjih delničarjev podjetja Lek d.d. na dan 30.6.2002

Delničar	Število delnic	Delež v %
KAPITALSKA DRUŽBA, D.D.	260.770	13,49
SLOVENSKA ODŠKODNINSKA DRUŽBA, D.D.	191.313	9,90
BANK AUSTRIA AG	84.400	4,37
WEST MERCHANT BANK LIMITED	70.396	3,64
TRIGLAV STEBER I PID, D.D.	68.674	3,55
NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD, D.D.	54.150	2,80
LAZARD CAPITAL MARKETS	48.249	2,50
RAIFFEISEN ZENTRALBANK OESTERREICH	32.052	1,66
GRIFFIN EASTERN EUROPEAN FUND	29.198	1,51
ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	27.532	1,42
SKUPAJ:	866.734	44,84

Vir: Interni podatki podjetja Lek d.d., 2002.

Priloga 6: Deset največjih delničarjev podjetja Krka d.d. na dan 4.9.2002

Delničar	Število delnic	Delež v %
SLOVENSKA ODŠKODNINSKA DRUŽBA, D.D.	508.915	14,37
KAPITALSKA DRUŽBA D.D.	352.889	9,96
NFD 1, INVESTICIJSKI SKLAD, D.D.	107.507	3,03
TRIGLAV STEBER I PID, D.D.	101.089	2,85
LAZAR CAPITAL MARKETS	79.224	2,24
ZAVAROVALNICA TRIGLAV D.D.	67.840	1,91
MAKSIMA 1 D.D. LJUBLJANA	42.328	1,19
ATENA PID, D.D.	40.036	1,13
ID KD D.D.	37.504	1,06
ZLATA MONETA I D.D.	34.610	0,98
SKUPAJ:	1.354.941	38,72

Vir: Interni podatki podjetja Krka d.d., 2002.

Priloga 7: Kazalniki poslovanja podjetja Lek d.d.

I. KAZALNIKI INVESTIRANJA, FINANCIRANJA IN PLAČILNE SPOSOBNOSTI

	1997	1998	1999	2000	2001
I.A. KAZALNIKI INVESTIRANJA					
1. Delež osnovnih sredstvih v sredstvih, v %	45,1	41,8	51,1	35,0	37,4
2. Delež obratnih sredstev v sredstvih, v %	34,9	34,9	33,1	38,0	38,5
3. Delež finančnih naložb v sredstvih, v %	19,1	23,1	24,2	23,5	19,9
I.B. KAZALNIKI FINANCIRANJA					
1. Delež kapitala v financiranju, v %	70,4	73,0	74,4	74,5	75,1
2. Delež dolgov v financiranju, v %	14,2	13,6	12,1	17,8	16,7
3. Kapitalska pokritost stalnih sredstev	1,30	1,46	1,47	1,60	1,62
4. Celotne obveznosti do kapitala (finančni vzvod), v %	20,2	18,6	16,2	23,9	22,3
I.C. KAZALNIKI PLAČILNE SPOSOBNOSTI					
1. Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog	1,27	1,35	1,39	1,37	1,40
2. Kratkoročna pokritost kratkoročnih obveznosti (krat.	3,71	3,90	4,13	3,30	3,22
3. Pospešena pokritost kratkoročnih obveznosti (pospešeni	2,50	2,76	3,06	2,40	2,42
4. Razmerje med kratkoročnimi terjatvami in kratkoroč.	1,91	1,84	2,02	1,52	1,91
obveznostmi iz poslovanja					

II. KAZALNIKI OBRAČANJA IN DNEVI VEZAVE

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Obračanje obratnih sredstev	2,48	2,21	2,05	1,96	2,07
2. Obračanje zalog	5,20	5,20	5,12	5,11	5,71
3. Obračanje terjatev iz poslovanja	6,46	5,08	4,46	4,55	4,57
4. Dnevi vezave zalog	88,7	85,9	89,6	81,1	71,9
5. Dnevi vezave terjatev iz poslovanja	*	*	*	*	*
6. Dnevi vezave kratkoročnih obveznosti iz poslovanja	*	*	*	*	*

III. KAZALNIKI GOSPODARNOSTI, DONOSNOSTI IN DOHODKOVNOSTI

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Celotna gospodarnost	1,09	1,10	1,08	1,14	1,14
2. Gospodarnost poslovanja	1,06	1,08	1,09	1,12	1,14
3. Čista dobičkovnost skupnih prihodkov, v %	7,0	6,6	5,9	9,4	9,7
4. Proizvodnost sredstev	1,05	1,04	0,92	0,94	1,05
5. Čista donosnost sredstev, v %	7,4	6,8	5,4	8,9	10,2
6. Čista donosnost kapitala, v %	10,6	9,5	7,4	12,0	13,6
7. Dobičkovnost prihodkov iz poslovanja, v %	5,4	7,1	8,1	10,8	12,2
8. Celotna dobičkovnost prihodkov iz poslovanja, v %	9,0	9,6	8,0	13,0	13,3
9. Čista dobičkovnost prihodkov iz poslovanja, v %	7,7	7,2	6,4	10,3	10,4
10. Delež davkov v celotnem dobičku, v %	14,6	24,7	20,1	21,2	21,7
11. Skupni prihodki na zaposlenega, v 000 SIT	18.375	19.833	19.339	22.419	26.025
12. Čisti dobiček na zaposlenega, v 000 SIT	1.294	1.310	1.135	2.118	2.515
13. Povprečna mesečna plača na zaposlenega, v SIT	*	*	*	*	*

IV. DENARNI TOK

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Enostavni denarni tok, v mio SIT	9.995	9.830	8.111	11.185	13.464
2. Sprememba v obratnih sredstvih, v mio SIT	-4.994	-1.623	-842	-265	-4.717
3. Popravljeni denarni tok, v mio SIT	12.885	15.811	15.794	16.683	15.908
4. Naložbe v opredmetena osnovna sredstva, v mio SIT	-6.042	-5.603	-3.962	-3.391	-141

Vir: Konsolidirani računovodski izkazi podjetja Lek d.d..

Priloga 8: Kazalniki poslovanja podjetja Krka d.d.

I. KAZALNIKI INVESTIRANJA, FINANCIRANJA IN PLAČILNE SPOSOBNOSTI

	1997	1998	1999	2000	2001
I.A. KAZALNIKI INVESTIRANJA					
1. Delež osnovnih sredstvih v sredstvih, v %	53,8	53,9	55,5	56,0	59,2
2. Delež obratnih sredstev v sredstvih, v %	38,9	36,0	34,7	33,9	33,1
3. Delež finančnih naložb v sredstvih, v %	6,8	6,6	5,1	5,7	3,7
I.B. KAZALNIKI FINANCIRANJA					
1. Delež kapitala v financiranju, v %	64,7	65,9	66,5	65,3	67,1
2. Delež dolgov v financiranju	21,3	23,0	22,0	21,9	19,9
3. Kapitalska ustreznost stalnih sredstev	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
4. Celotne obveznosti do kapitala (finančni vzvod), v %	32,9	35,0	33,1	33,6	29,7
I.C. KAZALNIKI PLAČILNE SPOSOBNOSTI					
1. Dolgoročna pokritost dolgoročnih sredstev in zalog	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1
2. Kratkoročna pokritost kratkoročnih obveznosti	2,4	1,8	2,2	2,2	2,3
3. Pospešena pokritost kratkoročnih obveznosti	1,5	1,0	1,4	1,3	1,4
4. Razmerje med kratkoročnimi terjatvami in kratkoroč. obveznostmi iz poslovanja	1,9	2,9	2,2	1,6	2,7

II. KAZALNIKI OBRAČANJA IN DNEVI VEZAVE

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Obračanje obratnih sredstev	1,6	1,5	1,5	1,5	1,7
2. Obračanje zalog	3,8	3,5	3,5	3,8	3,8
3. Obračanje terjatev iz poslovanja	3,7	3,6	3,4	3,8	4,1
4. Dnevi vezave zalog	123,7	105,8	137,7	125,9	131,6
5. Dnevi vezave terjatev iz poslovanja	*	*	*	*	*
6. Dnevi vezave kratkoročnih obveznosti iz poslovanja	70,9	58,0	62,3	68,3	58,4

III. KAZALNIKI GOSPODARNOSTI, DONOSNOSTI IN DOHODKOVNOSTI

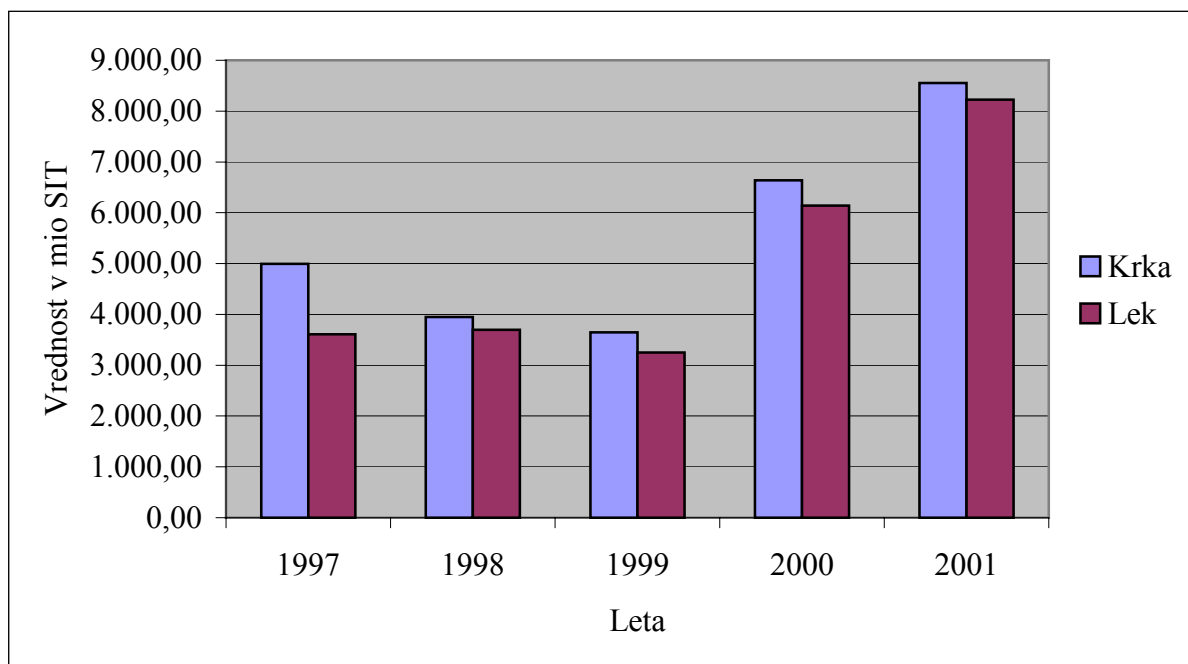
	1997	1998	1999	2000	2001
1. Celotna gospodarnost	1,12	1,09	1,08	1,12	1,25
2. Gospodarnost poslovanja	1,09	1,16	1,13	1,15	1,15
3. Čista dobičkovnost skupnih prihodkov, v %	8,66	6,80	6,22	8,75	10,09
4. Proizvodnost sredstev	0,79	0,76	0,69	0,77	0,74
5. Čista donosnost sredstev, v %	6,89	5,18	4,27	6,70	7,49
6. Čista donosnost kapitala, v %	10,64	7,93	6,46	10,18	11,31
7. Dobičkovnost prihodkov iz poslovanja, v %	8,38	13,98	11,56	13,21	13,28
8. Celotna dobičkovnost prihodkov iz poslovanja, v %	11,10	8,22	8,59	12,03	12,84
9. Čista dobičkovnost prihodkov iz poslovanja, v %	9,29	7,02	6,60	9,30	0,11
10. Delež davkov v celotnem dobičku, v %	16,33	14,59	23,10	22,69	17,19
11. Skupni prihodki na zaposlenega, v 000 SIT	18.192	17.404	18.575	22.107	24.766
12. Čisti dobiček na zaposlenega, v 000 SIT	1.575	1.230	1.126	2.030	2.500
13. Povprečna mesečna plača na zaposlenega, v SIT	*	*	*	*	*

IV. DENARNI TOK

	1997	1998	1999	2000	2001
1. Enotavni denarni tok, v mio SIT	9.598	9.361	9.496	12.648	15.568
2. Sprememba v obratnih sredstvih, v mio SIT	*	-3.724	-302	-2.594	-5.604
3. Popravljeni denarni tok, v mio SIT	*	14.518	19.646	25.559	23.740
4. Naložbe v opredmetena osnovna sredstva, v mio SIT	*	9.467	12.886	15.893	7.015

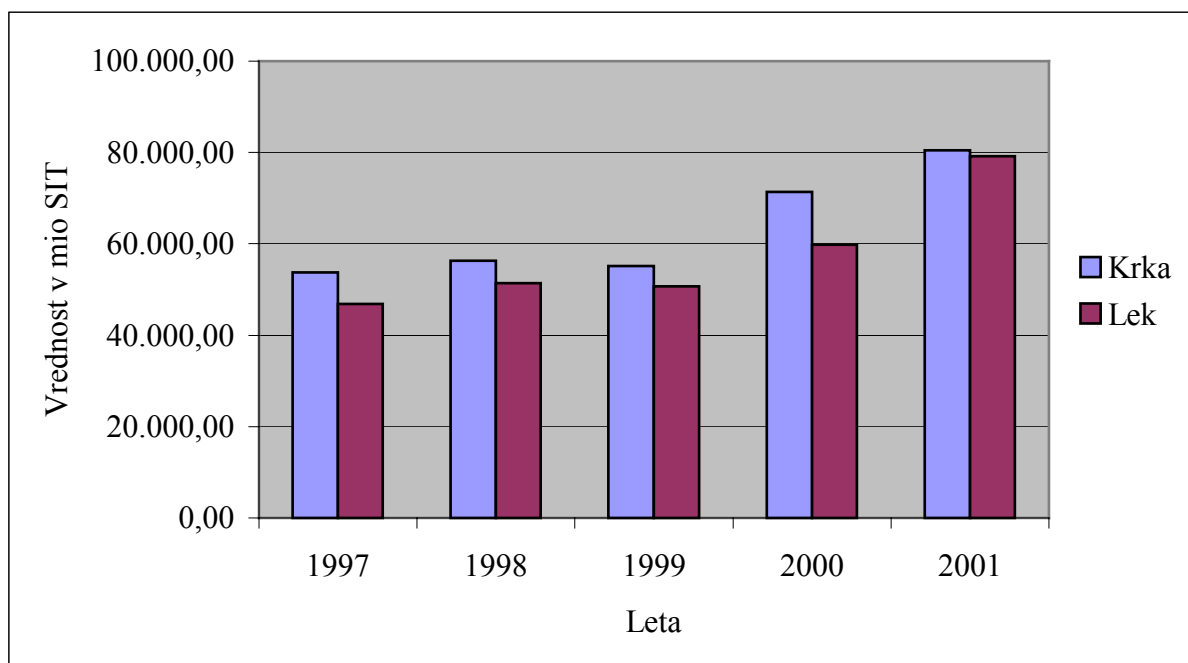
Vir: Konsolidirani računovodski izkazi podjetja Krka d.d..

Priloga 9: Graf gibanja čistega dobička obeh podjetij v mio SIT



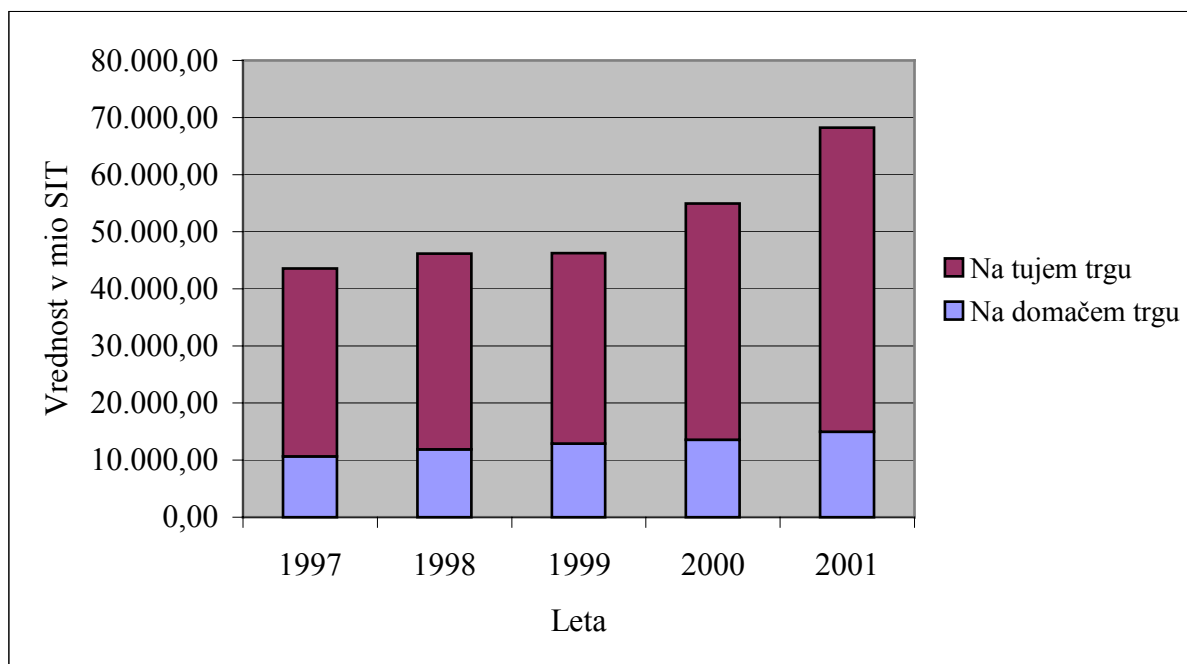
Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi obeh podjetij do leta 2001.

Priloga 10: Graf gibanja prihodkov iz poslovanja obeh podjetij v mio SIT



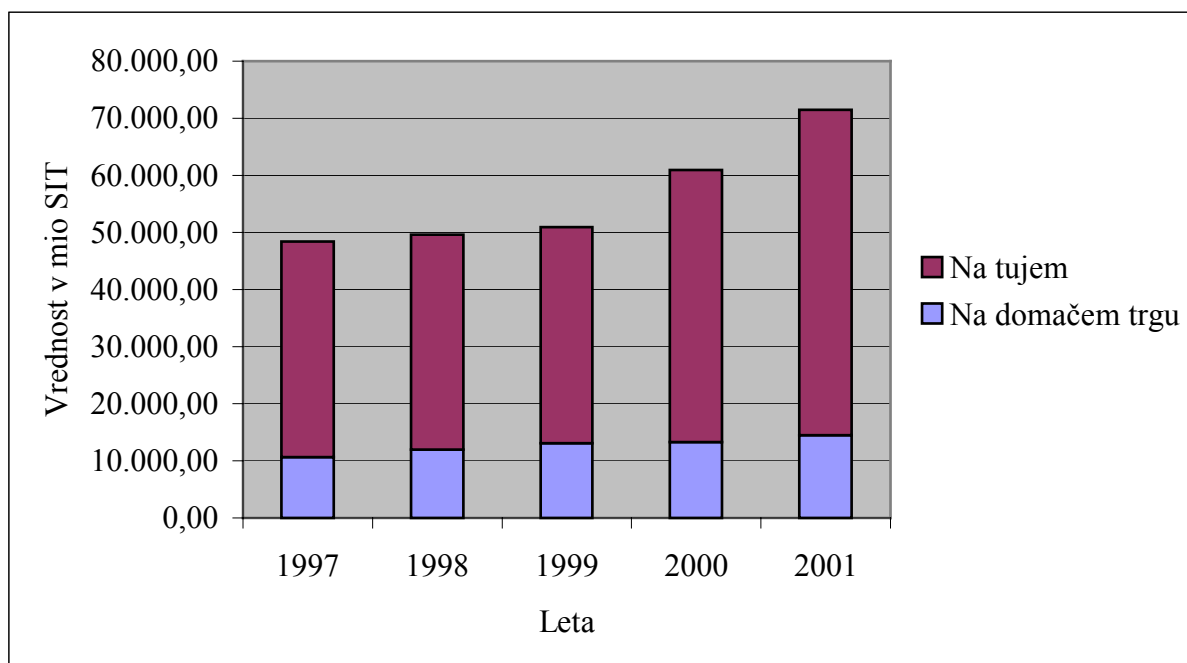
Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi obeh podjetij do leta 2001.

Priloga 11: Graf strukture prihodkov iz prodaje podjetja Lek d.d. v mio SIT



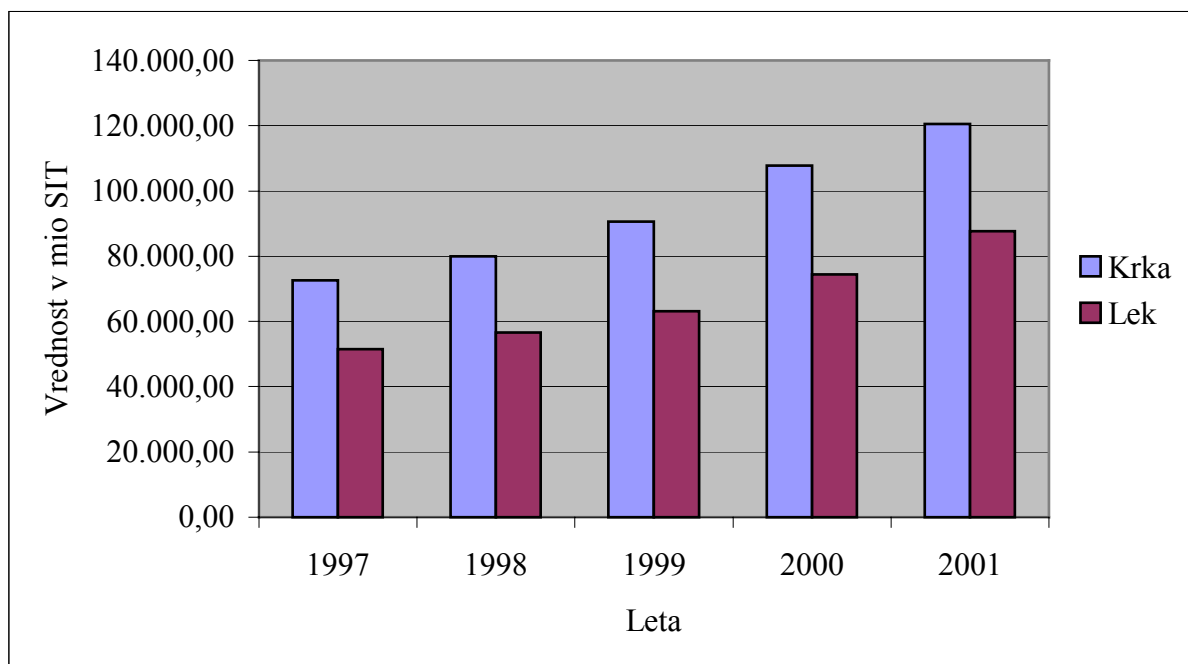
Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi podjetja Lek d.d. do leta 2001.

Priloga 12: Graf strukture prihodkov iz prodaje podjetja Krka d.d. v mio SIT



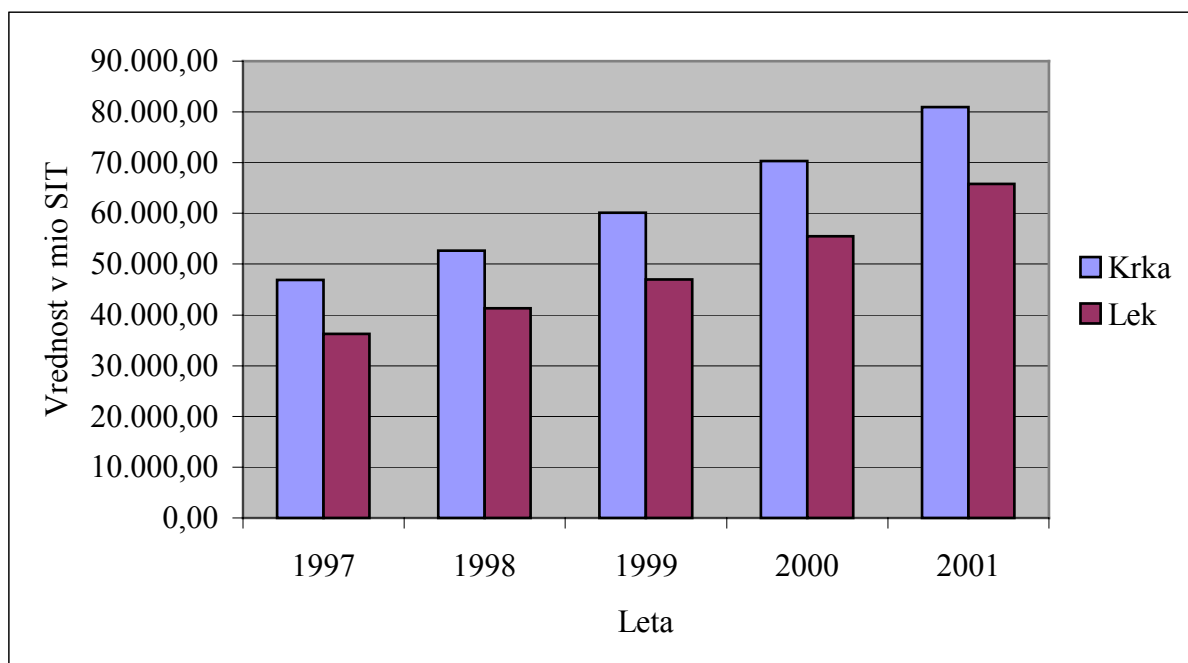
Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi podjetja Krka d.d. do leta 2001.

Priloga 13: Graf gibanja celotnih sredstev obeh podjetij v mio SIT



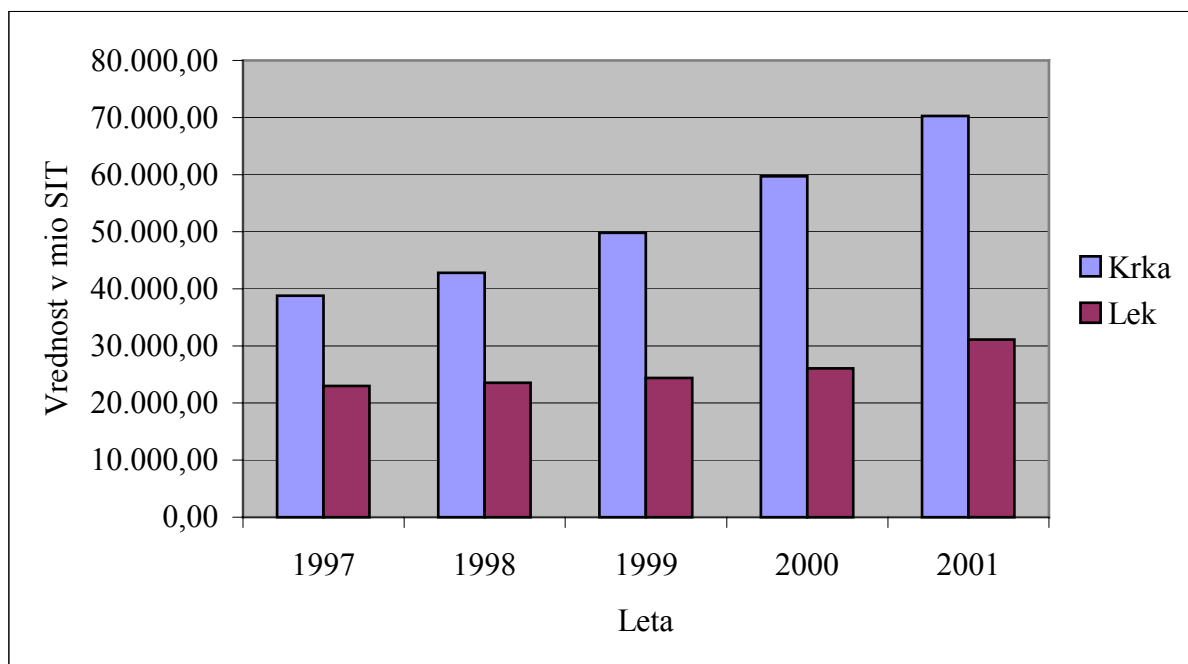
Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi obeh podjetij do leta 2001.

Priloga 14: Graf gibanja kapitala obeh podjetij v mio SIT



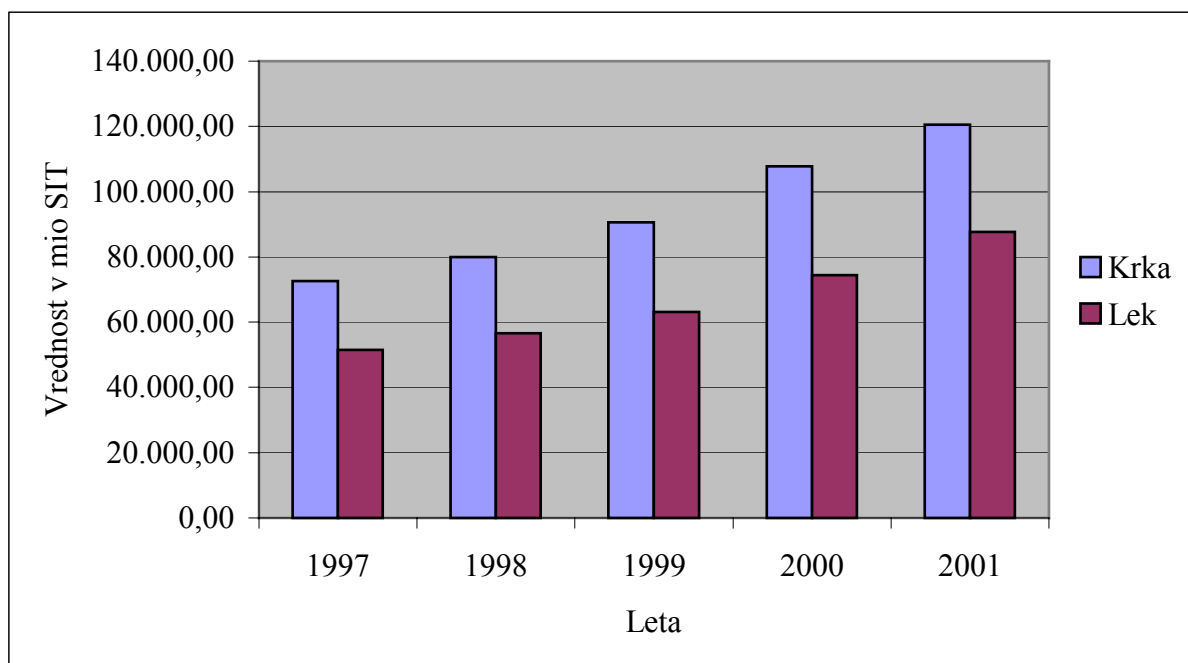
Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi obeh podjetij do leta 2001.

Priloga 15: Graf gibanja naložb v opredmetena osnovna sredstva v mio SIT



Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi obeh podjetij do leta 2001.

Priloga 16: Gibanje obveznosti do virov sredstev obeh podjetij v mio SIT



Vir: Konsolidirani revidirani računovodski izkazi obeh podjetij do leta 2001.

Priloga 17: Finančno poročilo Krka d.d. za obdobje 1999 do 2007 pripravljeno s programom Finplan₂₀₀₂.

PRILOGA JE RAZVIDNA LE V TISKANI VERZIJI.

Priloga 18: Finančno poročilo Lek d.d. za obdobje 1999 do 2007 pripravljeno s programom Finplan₂₀₀₂.

PRILOGA JE RAZVIDNA LE V TISKANI VERZIJI.