

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**FINANČNA ANALIZA FARMACEVTSKE
PANOGE**

Ljubljana, oktober 2004

NIKOLA MALJKOVIĆ

IZJAVA

Študent Nikola Maljković izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 18.10.2004

Podpis:

KAZALO

1 UVOD	1
2 TEMELJNA ANALIZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	2
2.1 OPREDELITEV TEMELJNE ANALIZE	2
2.2 FAZE TEMELJNE ANALIZE	3
2.2.1 Analiza podjetja	3
2.2.1.1 Finančna analiza	4
2.2.2 Analiza tveganja	5
2.2.2.1 CAPM model	6
2.3 MODELI VREDNOTENJA DELNIC	6
2.3.1 Dividendno-diskontni model – DDM	7
2.3.1.1 Splošna enačba	7
2.3.1.2 Model z enakimi dividendami	7
2.3.1.3 Model enakomerne rasti dividend – Gordonov model	7
2.3.1.4 Sestavljena enačba – Model neenakomerne rasti dividend	8
2.3.2 Model diskontiranja denarnega toka	8
2.3.2.1 Izračun notranje vrednosti podjetja	10
2.3.3 Relativni modeli vrednotenja	10
2.3.3.1 Multiplikator čistega dobička oz. kazalec P/E	11
2.3.3.1.1 Dobiček na delnico – EPS (ang. <i>Earnings per share</i>)	12
2.3.3.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti oz. kazalec P/B	13
2.3.3.3 Multiplikator prodaje oz. kazalec P/S	14
2.3.3.4 Razmerje med celotno vrednostjo podjetja in denarnega toka iz poslovanja pred davki - kazalec EV/EBITDA	15
2.3.3.5 Problem različnih računovodskih standardov	17
2.3.3.6 Problem izbire skupine primerljivih podjetij	18
2.3.4 Sklep	18
3 ANALIZA OKOLJA	19
3.1 ANALIZA FARMACEVTSKE PANOGE	19
3.1.1 Predstavitev Porterjevega modela	20
3.1.1.1 Nevarnost vstopa novih konkurentov	20
3.1.1.1.1 Raziskave in razvoj	21
3.1.1.1.2 Patentna zakonodaja in regulacija	22
3.1.1.1.3 Trženje zdravil	23
3.1.1.2 Nevarnost substitucije	24
3.1.1.3 Pogajalska moč dobaviteljev	25
3.1.1.4 Pogajalska moč kupcev	26
3.1.1.5 Konkurenca znotraj panoge	27
4 FINANČNA ANALIZA PANOGE	27
4.1. PRIMERJAVA MED PANOGAMI	27
4.2 SVETOVNA FARMACEVTSKA INDUSTRIJA	29
4.2.1 Združitve in prevzemi	30
4.2.2 Poraba zdravil	32
4.2.3 Staranje prebivalstva	33
4.3 MAKROEKONOMSKO OKOLJE IN FINANČNI TRG	34
4.4 ANALIZA POSLOVANJA FARMACEVTSKE PANOGE	37
4.4.1 Analiza s pomočjo relativnih modelov vrednotenja	39

4.4.1.1 Skupina inovatorjev	39
4.4.1.2 Skupina generikov	42
5. SKLEP.....	44
LITERATURA	47
VIRI.....	48
PRILOGA	I
PRILOGA 1: PORTERJEV MODEL.....	I
PRILOGA 2: POSLOVNI REZULTATI INOVATIVNE IN GENERIČNE SKUPINE PODJETIJ.....	II
PRILOGA 3: SESTAVA INOVATIVNE IN GENERIČNE SKUPINE PODJETIJ.....	III
PRILOGA 4: RELATIVNI KAZALCI ZA INOVATIVNO IN GENERIČNO SKUPINO PODJETIJ.....	IV
PRILOGA 5: RELATIVNI KAZALCI ZA POSAMEZNA INOVATIVNA IN GENERIČNA PODJETJA.....	V
PRILOGA 6: SLOVAR TUJIH IZRAZOV	XV

1 Uvod

V državah z razvitim tržnim sistemom že vrsto let uporabljajo različne analize za ugotavljanje vrednosti posameznih podjetij. V diplomskem delu je predstavljena temeljna analiza delnic, ki je osnovno orodje ocenjevanja vrednosti delnic ter pomembno prispeva k pravim odločitvam o dolgoročnih naložbah aktivnih udeležencev trga kapitala. Glavni namen takšnega vrednotenja je ocena notranje vrednosti delnice, končni cilj pa je izdelava priporočila glede naložbenih odločitev v zvezi s proučevano delnico, ki so lahko pomembne za individualne vlagatelje, institucionalne vlagatelje ali za upravljavce premoženj. Pomembno je poudariti, da je dobljena ocena vrednosti delnice lahko zelo subjektiven podatek, saj mora posamezni analitik po svoji lastni presoji oceniti vhodne podatke za posamezni model.

Spremembe, ki jih je farmacevtska industrija začela doživljati v 80. letih, se v novem tisočletju nadaljujejo in povečujejo. Farmacevtska podjetja so se znašla v popolnoma spremenjenem okolju, v katerem bodo sposobnost prilagajanja, vitalnost in uspešnost odločale o njihovem preživetju in prihodnjem razvoju. Za farmacevtsko panogo je značilno, da je izredno dinamična, kompleksna ter s svojo močjo pomembno vpliva na razvitost gospodarstva posamezne države. Čeprav se panoga spopada z raznimi težavami, je še vedno ena najbolj dobičkonosnih, kar vpliva tudi na stopnjo privlačnosti in s tem konkurenčnosti podjetij v njej, to pa povzroča, da se konkurenčni položaji posameznih podjetij in tržni deleži podjetij v panogi neprestano spreminjajo.

Za namen diplomskega dela je pomembno poudariti, da v farmacevtski panogi poslujeta dve vrsti podjetij. Tako se farmacevtska industrija v splošnem deli na inovativno – originatorsko (ang. *Branded Name Manufactures* ali *Research Based Industry*) in generično (ang. *Followers*). Osnovna razlika med obema skupinama je v tem, da inovativna farmacevtska podjetja proizvajajo originalna zdravila po samostojno razvitih, patentno zaščiteneh metodah ali molekulah, generična farmacevtska podjetja pa proizvajajo generična zdravila, ki so kopije originalnih zdravil in se lahko proizvajajo in tržijo šele po poteku patentne zaščite originala.

Namen diplomskega dela je predstaviti glavne značilnosti in hkrati glavne razlike med obema skupinama podjetij, najvplivnejša podjetja v panogi ter s pomočjo izbranih relativnih modelov vrednotenja prikazati, kako je obe skupini podjetij v obdobju zadnjih petih let vrednotil trg in ali sta glede na preteklo poslovanje trenutno precenjeni ali podcenjeni. Pri tem je pomembno, da gre pri vrednotenju z relativnimi modeli za agregacijo individualnih podatkov, saj gre za vrednotenje panoge.

Diplomsko delo je razdeljeno v tri temeljne sklope. V prvem sklopu so predstavljene teoretične osnove temeljne analize. Najprej so opredeljene posamezne faze temeljne analize, zatem je predstavljena analiza posameznega podjetja, kjer so na kratko prikazane glavne značilnosti analize ter skupine finančnih kazalnikov, ki se uporabljajo za analizo podjetja, na koncu pa je opredeljeno še tveganje in predstavljen CAPM model, ki se uporablja za izračun zahtevane stopnje donosa. V nadaljevanju so predstavljeni modeli vrednotenja delnic, in sicer

dividendno-diskontni modeli – splošna enačba, model z enakimi dividendami, model enakomerne rasti dividend in sestavljena enačba, model diskontiranja denarnega toka, na koncu pa so predstavljeni še relativni modeli vrednotenja delnic, ki so v praksi zaradi svoje enostavnosti zelo pogosto uporabljeni (model P/E, P/S, P/B, EV/EBITDA, EV/SALES).

V drugem sklopu je predstavljena analiza okolja, ki zajema analizo gospodarskih gibanj in panoge. Zatem je analizirana privlačnost svetovne farmacevtske panoge po Porterjevem modelu oziroma so predstavljene glavne značilnosti panoge. Gre za obravnavo dejavnikov nevarnosti vstopa novih konkurentov v panogo oziroma za obravnavo stopnje tekmovalnosti med konkurenti znotraj panoge, nevarnosti substitucije, pogajalske moči dobaviteljev in kupcev. V analizi so zajeti le razviti farmacevtski trgi, v glavnem zahodna Evropa in ZDA, ki predstavljajo 75 odstotkov svetovnega trga in so glavni voditelji razvoja in napredka v farmacevtski industriji.

V zadnjem sklopu je prikazana vloga in pomen panoge v svetovnem gospodarstvu in najpomembnejši svetovni prodajni trgi. V tem sklopu je tudi opravljena analiza združitvev in prevzemov, ki so zaradi premajhne organske rasti podjetij še posebej pomembni za uvrstitev podjetij v svetovni vrh. Predstavljene so tudi vrste zdravil, ki imajo ključno vlogo pri prodaji, ter vpliv staranja prebivalstva na prihodnje poslovanje farmacevtskih družb. Na koncu so s pomočjo relativnih modelov vrednotenja predstavljeni odzivi skupin inovativnih in generičnih podjetij na gospodarske in panožne spremembe ter izzive skozi zadnje petletno obdobje.

2 Temeljna analiza vrednostnih papirjev

2.1 Opredelitev temeljne analize

Temeljna analiza vrednostnih papirjev je ena izmed metod za odločanje, ki se uporablja pri naložbah v vrednostne papirje, najpogosteje pri analizi navadnih delnic. Je osnovno orodje za ocenjevanje vrednosti delnic ter pomembno pomagalo pri odločitvah aktivnih udeležencev trga kapitala o dolgoročnih naložbah. Grajena je na predpostavki, da ima vsaka delnica svojo notranjo vrednost, katere velikost je odvisna od informacij o finančni moči podjetja, podatkov o preteklih izplačilih dividend, stopnje rasti celotnega prihodka v preteklosti, tržni možnosti v prihodnosti, značilnosti panoge, v kateri posluje podjetje, značilnosti njegove konkurence in splošnih ekonomskih ter političnih razmer v državi in svetu (Mramor, 1993, str. 140).

Namen temeljne analize je na podlagi omenjenih temeljev oceniti notranjo vrednost delnice, ki jo nato primerjamo s ceno, doseženo na trgu. Primerjava teh vrednosti lahko pokaže možno precenjenost oziroma podcenjenost delnice. Če je notranja vrednost delnice nižja od njene trenutne tržne vrednosti, je delnica precenjena in je primerna za prodajo. Če pa je notranja vrednost delnice višja od tržne, je delnica podcenjena in je primerna za nakup. Metoda analize predpostavlja, da se tržna cena tendenčno približuje ugotovljeni notranji vrednosti delnice,

zato lahko trdimo, da gre za napovedovanje, kako se bo cena gibala v prihodnje (Šimon, 1996, str. 15).

Notranja vrednost delnice je ocena njene dejanske vrednosti in se v večini primerov razlikuje od njene tržne vrednosti. Do razlike prihaja zaradi dejavnikov, ki povzročajo nepopolno učinkovitost kapitala, kar je tudi osnovna predpostavka temeljne analize. Od učinkovitosti trga kapitala je odvisno, koliko časa bo preteklo, preden se bo tržna vrednost približala notranji. Bolj ko je trg učinkovit, hitreje se bo to zgodilo, lahko pa traja kar nekaj časa, kar nam pove, da gre pri temeljni analizi za dolgoročen pristop k investiranju.

2.2 Faze temeljne analize

Temeljna analiza je torej celovita analiza, ki skuša opredeliti, zajeti in povezati v neko celoto čim več dejavnikov, ki vplivajo na notranjo vrednost delnice.

Temeljno analizo lahko razdelimo na tri osnovne dele:

- analizo okolja,
- analizo podjetja,
- analizo tveganja.

Temeljna analiza obsega predstavitev dejavnikov, ki kratkoročno ter dolgoročno vplivajo na finančne rezultate poslovanja podjetij ter na pričakovanja vlagateljev, s tem pa na cene njihovih delnic. Te dejavnike določimo z ustrezno analizo okolja, ki zajema gospodarsko, politično ter panožno analizo ter analizo poslovanja podjetja. Analiza tveganja pa nam da oceno tveganja naložbe v analizirano delnico. Določene postavke tveganja, katerih opredelitev je rezultat analize okolja in analize podjetja, v analizi tveganja predstavljajo vhodne podatke CAPM modela in na ta način omogočajo izračun zahtevane donosnosti naložb, ki je rezultat analize tveganja. V nadaljevanju bosta predstavljeni analizi podjetja in tveganja, medtem ko bo analiza okolja predstavljena pri analizi farmacevtske panoge.

2.2.1 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 managementa in raziskovalno-razvojnega oddelka. Tako izvedena analiza nam dopušča oceniti (Šimon, 1996, str. 68):

- pričakovane denarne tokove in neto denarni tok,
- tveganje delnice,
- pričakovano dividendo,
- multiplikator dobička.

2.2.1.1 Finančna analiza

V tržnih gospodarstvih predstavlja finančna analiza enega izmed pomembnejših delov analize podjetja. Njen cilj je pridobiti čim več relevantnih informacij o sposobnostih podjetja ustvarjati denarni tok za vlagatelje v prihodnosti in o tveganju, ki je povezano s tem denarnim tokom. Finančna analiza podjetja temelji na analizi računovodskih izkazov ter nekaterih tržnih vrednosti. Namen oziroma cilj računovodskih izkazov je zagotavljanje informacij o finančnem položaju in uspešnosti poslovanja podjetja, ki so koristne širokemu krogu uporabnikov za sprejemanje njihovih ekonomskih odločitev. Rezultat tovrstne analize je ocena uspešnosti poslovanja podjetja v preteklosti. Na podlagi teh informacij se glede na sklepe analize okolja in drugih elementov analize podjetja oblikujejo ocene o prihodnjih denarnih tokovih iz tekočega poslovanja podjetja. Čim bolj je okolje stabilno, tem bolj kakovostna so lahko predvidevanja prihodnosti na podlagi preteklega poslovanja (Mramor, 1997, str. 389–402).

Finančno analizo podjetja lahko razdelimo v dve fazi. V prvi fazi zberemo potrebne podatke o podjetju ter jih ustrezno pripravimo, da jih lahko potem v drugi fazi z različnimi metodami spremenimo v informacije, ki nam omogočajo odločanje o naložbi. Najpogosteje uporabljene metode za analiziranje računovodskih izkazov so vodoravna analiza, navpična analiza in analiza s pomočjo finančnih kazalnikov.

Vodoravna analiza se uporablja za ugotavljanje vrednostnega zneska in odstotka sprememb postavk v računovodskih izkazih. S tako pridobljenimi podatki dobimo informacije o velikosti, smeri in relativni pomembnosti sprememb posameznih postavk v času. Te vrste informacij so potrebne za ugotovitev, ali je poslovanje podjetja v obdobju postalo boljše ali slabše. Na osnovi teh informacij se lahko ugotovi, na katerih ravneh poslovanja podjetja so potrebne spremembe. Pri navpični analizi pa se postavke v računovodskih izkazih prikazujejo kot relativni deleži glede na izbrano celoto. Prednost te analize je v preglednosti, saj so posamezne postavke računovodskih izkazov izražene v odstotkih in tako omogočijo hiter vpogled v strukturo posameznih računovodskih izkazov, hkrati pa navpična analiza omogoča primerjavo med dvema podjetjema v isti gospodarski panogi. Z relativnimi deleži se namreč izniči različnost velikosti teh podjetij (Gorše, 1998, str. 15).

Pri finančni analizi se zelo pogosto uporablja tudi analiza s pomočjo finančnih kazalnikov. Finančni kazalniki so oblikovani tako, da pomenijo razmerja med določenimi postavkami računovodskih izkazov oziroma določenimi tržnimi vrednostmi. Računamo jih z namenom, da bi dobili informacije o uspešnosti in stabilnosti poslovanja podjetja, finančni moči, donosnosti, verjetnosti propada in drugo. Izračun kazalnikov je navadno najpreprostejši del analize, bistveno pomembnejše je vsebinsko razlaganje izračunanih vrednosti in ugotavljanje ugodnosti ali slabosti izkazane vrednosti. Velikokrat pravo sliko o ustreznosti velikosti posameznega kazalnika pri konkretnem podjetju dobimo šele s primerjavo te vrednosti z vrednostjo kazalnika pri sorodnem podjetju, s povprečjem panoge, v kateri podjetje deluje, ali

z najboljšimi podjetji. Pomembno pa je tudi opazovanje in primerjava posameznega kazalnika za več preteklih obdobj.

Pri primerljivosti finančnih podatkov moramo biti pozorni tudi na mednarodno primerljivost teh podatkov in na probleme, ki izhajajo iz razlik v računovodskih principih posameznih držav, različnih davčnih politik držav, razlik v kulturnem, političnem okolju ter razlik v načinu financiranja.

Vseh kazalnikov je zelo veliko, zato moramo biti pri izbiri izredno selektivni in upoštevati, za katero skupino uporabnikov delamo finančno analizo, saj vsaka skupina uporabnikov (kreditodajalci, lastniki, vlagatelji) želi imeti določene kazalnike. Zaradi omejene dolžine diplomskega dela so le omenjene osnovne skupine kazalnikov.

Brigham (2004, str. 223–261) razdeli osnovne skupine kazalnikov glede na informacije, ki jih nudijo na kazalnike plačilne sposobnosti, kazalnike učinkovitosti, kazalnike donosnosti, kazalnike financiranja, kazalnike investiranja in kazalnike produktivnosti.

2.2.2 Analiza tveganja

Z vidika finančnih naložb gotovost pomeni, da je pričakovani prihodnji donos naložbe vedno enak dejanskemu, kar se pa v praksi skoraj nikoli ne zgodi. Zato s pojmom tveganje opisujemo negotove pričakovane donose, ki so lahko boljši ali slabši od pričakovanih. Seveda predpostavljamo, da nam je znano, kakšna je verjetnost boljših ali slabših rezultatov. Tveganje je torej odvisno od verjetnosti, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim. Čim večja je verjetnost, tem manjše je tveganje in obratno (Šimon, 1996, str. 31).

Na splošno donos naložbe v delnico (r) predstavlja število denarnih enot, ki jih vlagatelj prejme v določenem obdobju (običajno enem letu) nad vsoto dospele naložbe, pri čemer s pojmom »dospela naložba« mislimo na tisti del začetne naložbe, ki v določenem obdobju dospe (Mramor, 1994, str. 73). Konkretno pri delnici je donos sestavljen iz prejete dividende ter spremembe tržne cene delnice. Če to vrednost primerjamo z začetnim vložkom, dobimo donosnost oziroma stopnjo donosa naložbe.

Zahtevana donosnost oz. stopnja donosa pomeni tisti minimalni donos, ki ga vlagatelj zahteva za svojo naložbo. Ta donosnost naj bi mu povrnila časovno vrednost denarja za čas naložbe, stopnjo pričakovane inflacije ter zagotovila določeno premijo za tveganost naložbe. Zahtevana donosnost je tudi odgovor na tretje osnovno vprašanje temeljne analize, kolikšna je verjetnost, da bodo denarni tokovi različni od pričakovanih, oziroma kolikšno je tveganje vrednostnega papirja (Sekavčnik, 1998, str. 32).

Obstaja več metod za oceno zahtevane stopnje donosa, vse pa imajo v praksi svoje zagovornike in kritike. Podobno je tudi z metodo CAPM (ang. *Capital Assets Pricing Model*)

za izračun zahtevane stopnje donosa, saj temelji na za mnoge spornih predpostavkah (Mramor, 1994, str. 99).

2.2.2.1 CAPM model

Model predpostavlja, da je zahtevana stopnja donosa posamezne naložbe enaka vsoti donosnosti netvegane naložbe (r_f) in tržne premije za tveganje ($r_m - r_f$), pomnožene z beta koeficientom posamezne naložbe. Beta koeficient se uporablja kot mera tveganja posamezne naložbe (mera sistematičnega tveganja) in pove, kako je gibanje donosnosti posamezne naložbe povezano z gibanjem donosnosti povprečno tvegane naložbe (Mramor, 1994, str. 97). Če je vrednost koeficienta manjša od 1, je naložba v analizirano delnico manj tvegana od naložbe v tržno premoženje – gre za podpovprečno tvegano naložbo. Če je vrednost koeficienta enaka 1, je tveganje naložbe v delnico enako tveganju naložbe v tržno premoženje, če pa je koeficient večji od 1, je naložba v delnico bolj tvegana od naložbe v tržno premoženje – gre za nadpovprečno tvegano naložbo.

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (1)$$

- r_i – zahtevana donosnost posameznih naložb
- r_f – donosnost netvegane naložbe
- r_m – pričakovana donosnost tržnega premoženja (povprečje pričakovanih donosnosti vseh možnih naložb na trgu vrednostnih papirjev)
- $(r_m - r_f)$ – tržna premija za tveganje

Čeprav je v teoriji netvegana naložba natančno opredeljena, pa v praksi ni naložbe, ki bi bila popolnoma netvegana. Zato se za oceno donosnosti naložb brez tveganja ponavadi uporablja donosnost državnih vrednostnih papirjev (za ameriško območje se uporablja desetletna državna obveznica – (ang. *10 year Treasury bond ali T-bond*)), ki naj bi bili najmanj tvegani vrednostni papirji na določenem trgu. Premija za tveganje tržnega premoženja pa se lahko oceni kot razlika med povprečno letno donosnostjo splošnega delniškega borznega indeksa (Dow Jones, Dax, FTSE ...) in povprečno letno donosnostjo dolgoročnih državnih obveznic (Damodaran, 1994, str. 24).

2.3 Modeli vrednotenja delnic

Osnova za razumevanje modelov vrednotenja delnic je v razumevanju koncepta vrednosti denarja v času. Sedanja vrednost delnice je namreč enaka vsoti vseh prihodnjih denarnih tokov, ki jih lastnik delnice lahko pričakuje, diskontiranih na sedanost. Na ta način dobimo notranjo vrednost delnice, ki jo primerjamo s tržno vrednostjo (Sekavčnik, 1998, str. 4). Med najpogostejšimi modeli se uporabljajo dividendno-diskontni model, model diskontiranja denarnega toka in model multiplikatorja dobička in prodaje na delnico ter ostali modeli, ki temeljijo na izpeljavi iz finančnih kazalnikov. V nadaljevanju predstavljena modela.

dividendno-diskontni model in model diskontiranja denarnega toka, bosta temeljila na načelu sedanje vrednosti.

2.3.1 Dividendno-diskontni model – DDM

2.3.1.1 Splošna enačba

Dividendno-diskontni model predpostavlja, da je sedanja vrednost navadne delnice enaka vsoti diskontiranih dividend. V spodnji enačbi vidimo, da je cena delnice odvisna samo od prihodnjih izplačanih dividend. V praksi je nemogoče z zadovoljivo stopnjo natančnosti napovedati dividende za neskončno dolgo obdobje, zato se za ocenjevanje delnic uporabljajo prilagojeni načini izračuna, ki temeljijo na različnih predpostavkah o dividendnem toku (Mramor, 1994, str. 66).

$$V_0 = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Div_\infty}{(1+r)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r)^t} \quad (2)$$

- V_0 – vrednost delnice na začetku obdobja
- Div_t – vrednost dividende, izplačane v prvem obdobju
- r – zahtevana stopnja donosa naložbe

2.3.1.2 Model z enakimi dividendami

Pri tem modelu se predpostavlja, da bodo vse prihodnje dividende enake. Metoda je primerna za določanje vrednosti prednostnih delnic, ki običajno prinašajo v vsakem obdobju enake dividende. Za ocenjevanje navadnih delnic pa je ta predpostavka nerealna (Mramor, 1994, str. 66).

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div}{(1+r)^t} \Rightarrow V_0 = Div \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} \Rightarrow V_0 = \frac{Div}{r} \quad (3)$$

2.3.1.3 Model enakomerne rasti dividend – Gordonov model

Če dividendno-diskontni model preoblikujemo tako, da mu dodamo konstantno rast prihodnjih izplačanih dividend (g), dobimo sledečo enačbo:

$$V_0 = Div_0 \times \frac{(1+g)}{(r-g)} \Rightarrow V_0 = \frac{Div_1}{r-g} \quad (4)$$

Glede na to, da predpostavljamo konstantno stopnjo rasti dividend, je model primeren za analizo podjetij s stabilno rastjo dividend.

2.3.1.4 Sestavljena enačba–Model neenakomerne rasti dividend

Ta model je izmed vseh omenjenih še najbližje stvarnosti, saj skuša natančno oceniti dividende za nekaj prihodnjih let (na primer štiri leta), za preostalo obdobje pa se navadno uporabi predpostavka o konstanti stopnji rasti dividend (Mramor, 1994, str. 67).

$$V_0 = \frac{Div_1}{1+r} + \frac{Div_2}{(1+r)^2} + \frac{Div_3}{(1+r)^3} + \frac{\frac{Div_4}{r-g}}{(1+r)^3} \quad (5)$$

2.3.2 Model diskontiranja denarnega toka

Logika modela diskontiranja denarnega toka (ang. *Discount Cash Flow – DCF metoda*) je podobna logiki dividendnih diskontnih modelov. Denarni tok v podjetje določa vrednost podjetja in ga imenujemo **prosti denarni tok**¹ (v nadaljevanju FCF – ang. *Free Cash Flow oz. Free Cash Flow to the Firm*). FCF predstavlja denarni tok, ki ga ustvari celotno podjetje po plačilu davkov in vseh naložb in predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja ter pripada vsem lastnikom kapitala, tako lastnikom lastniškega kapitala (delničarjem) kot lastnikom dolžniškega kapitala (Copeland, 1990, str. 109).

Tabela 1: Izračun prostega denarnega toka podjetja (FCF)

	Postavke v shemi
	Dobiček iz poslovanja – EBIT
-	Davek na dobiček iz poslovanja
+	Sprememba v odloženih davkih
=	Čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih – NOPLAT
+	Amortizacija (nedenarni odhodki)
=	Denarni tok iz poslovanja (Gross Cash Flow)
-	Povečanje obratnega kapitala
-	Investicije v osnovna sredstva
-	Povečanje čistih ostalih sredstev
=	Prosti denarni tok (Free Cash Flow)

Vir: Copeland et al., 1990, str. 110.

Pričakovani denarni tokovi morajo biti diskontirani z diskontnim faktorjem, ki mora biti pravilno opredeljen. To je odvisno od tega, kateri denarni tok diskontiramo na sedanji čas. Kadar diskontiramo prosti denarni tok (FCF), je potrebno izračunati ustrezno diskontno stopnjo kot tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC² – ang. *Weighted Average Cost of*

¹ Poleg FCF poznamo tudi neto denarni tok (ang. *Net Cash Flow oz. Free Cash Flow to Equity Holders*), kjer denarni tok pripada samo lastnikom lastniškega kapitala.

² WACC ali tehtano povprečje stroškov kapitala izračunamo po naslednji formuli: $WACC = w_d * r_d * (1 - t) + w_{ps} * r_{ps} + w_s * r_s$ kjer w_d predstavlja delež dolga v celotnem kapitalu, w_{ps} delež prednostnih delnic, w_s pa delež navadnih delnic, r_d je strošek dolga, r_{ps} je strošek prednostnih delnic, r_s pa strošek navadnih delnic, t je davčna stopnja.

Capital). Kadar diskontiramo neto denarni tok, pa uporabimo zahtevano stopnjo donosa, za izračun katere se najbolj pogosto uporablja CAPM model (Damodaran, 1994, str. 20, 37).

Vrednotenje podjetja na osnovi diskontiranja denarnih tokov predpostavlja trajni obstoj podjetja, kar pomeni, da sredstva podjetja nimajo določene življenjske dobe. Denarne tokove podjetja je zato potrebno napovedati zelo daleč v prihodnost. V praksi je potrebno vrednotenje poenostaviti tako, da se prihodnost podjetja razdeli na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na preostalo obdobje, to je obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost. Za eksplicitno obdobje je najbolj smiselno vzeti obdobje, za katerega imamo na razpolago razpoložljive podatke, ponavadi pa obsega 5 oz. 10 let vnaprej. Za to obdobje opravimo finančne projekcije prihodnjega poslovanja podjetja, ki se izvede v več korakih³. Obdobje, ki sledi eksplicitnem obdobju, je že tako daleč v prihodnosti, da bi bilo napovedovanje nesmiselno. Zato si za to obdobje pomagamo z izračunom končne vrednosti podjetja (ang. *TV – Terminal Value*). To je vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov po eksplicitnem obdobju. Z uporabo preprostih predpostavk (npr. konstanta rast) si olajšamo izračun končne vrednosti s pomočjo ene same formule ter se tako izognemo potrebi po natančnem definiranju denarnih tokov po eksplicitnem obdobju. Končna vrednost je za vrednotenje zelo pomembna, saj običajno predstavlja precejšnji del celotne vrednosti podjetja. Krajše ko je eksplicitno obdobje za napovedovanje denarnih tokov, relativno večji je vpliv končne vrednosti podjetja na sedanjo vrednost denarnih tokov (Copeland et al., 1990, str. 207–208). Vrednost podjetja je tako sestavljena iz sedanje vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi.

Za izračun slednje se uporabljata naslednji formuli:

$$\text{Končna vrednost} = \frac{FCF_{T+1}}{WACC-g} \quad (6)$$

oz. natančneje

$$\text{Končna vrednost} = \frac{NOPLAT_{T+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}, \quad (7)$$

kjer oznake pomenijo:

FCF_{T+1} – vrednost prostega denarnega toka v prvem letu po koncu eksplicitnega obdobja

$WACC$ – tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala

$NOPLAT$ – dobiček iz poslovanja, zmanjšan za prilagojene davke v prvem letu po eksplicitnem obdobju

$ROIC$ – dobičkonosnost vložnega kapitala

g – predvidena konstantna stopnja rasti podjetja v prihodnosti

³Več o finančnih projekcijah: Brigham, 2004, str. 264–294.

Med vsemi parametri, ki so potrebni za izračun končne vrednosti, je najpomembnejša pričakovana stopnja rasti podjetja g , saj je končna vrednost najbolj občutljiva prav na njene spremembe, zato mora biti čimbolj objektivno določena. Le nekatera podjetja lahko v daljši prihodnosti rastejo hitreje kot celotno gospodarstvo, zato je pri oceni stopnje rasti najbolje upoštevati pričakovano dolgoročno stopnjo rasti potrošnje izdelkov, ki jih podjetje oz. panoga proizvaja, ter zraven dodati še stopnjo inflacije. Ker pa lahko stopnja rasti zelo močno vpliva na končno vrednost, je priporočljivo narediti še analizo občutljivosti končne vrednosti na spremembe v stopnji rasti (Copeland, str. 224, 226).

2.3.2.1 Izračun notranje vrednosti podjetja

Izračun notranje vrednosti podjetja ter njena razlaga sodita v zadnjo fazo procesa vrednotenja. Izvedemo jo v 3 korakih, pri čemer še enkrat poudarimo, da je vrednost podjetja enaka vsoti vrednosti v eksplicitnem obdobju in vrednosti po eksplicitnem obdobju (Copeland, 1990, str. 231):

- 1) Izračunamo sedanjo vrednost denarnega toka v eksplicitnem obdobju in vrednost po eksplicitnem obdobju oz. končno vrednost podjetja, kar naredimo z diskontiranjem prihodnjih denarnih tokov, in seštejemo obe sedanji vrednosti.
- 2) Prištejemo vrednost stalnih sredstev, ki so bila izločena iz izračuna prostega denarnega toka (npr. naložbe v nepovezana podjetja). Vrednost teh sredstev mora biti izračunana na podlagi pričakovanih denarnih tokov in diskontirana s ustreznim diskontnim faktorjem. Alternativni način za oceno vrednosti sredstev pa je določitev vrednosti na podlagi vrednosti podobnih sredstev na trgu.
- 3) Odštejemo vrednost dolga. Po odštetju dolga torej dobimo oceno notranje vrednosti podjetja oz. vrednost lastniškega kapitala. Če bi celotno vrednost delili še s številom navadnih delnic podjetja, bi dobili oceno notranje vrednosti za posamezno delnico.

Končni cilj takšnega vrednotenja podjetja je v tem, da ocena vrednosti podjetja pomaga pri managerskih odločitvah (prevzem, odprodaja, nakup strateškega deleža v podjetju, ugotovitev odstopanja tržne cene delnice od njene notranje vrednosti). Pri analizi rezultatov moramo vedno upoštevati namen vrednotenja. Ker pa je pri poslovnih odločitvah vedno prisotno določeno tveganje in negotovost, je priporočljivo razmišljanje o vrednosti v smislu različnih scenarijev ali pa o določenem razponu vrednosti, ki tako odseva omenjeno negotovost (Copeland, 1990, str. 234).

2.3.3 Relativni modeli vrednotenja

Za kazalce tržne vrednosti je značilno, da se v števcu kazalca pojavlja tržna vrednost delnice analiziranega podjetja, v imenovalcu pa vrednost določene postavke iz računovodskih izkazov. Dejstvo, da za izračun potrebujemo tržno vrednost delnic, omejuje možnost izračuna le na tista podjetja, katerih delnice so vključene v organizirano trgovanje na borzi vrednostnih papirjev. Za kazalce tržne vrednosti je tako značilno, da se spreminjajo pogosteje kot ostali

kazalci v času. Ker se tržne vrednosti delnic spreminjajo dnevno, se posledično dnevno spreminja tudi vrednost tovrstnih kazalcev (Sekavčnik, 1998, str. 29).

V praksi se zaradi enostavnosti uporabe veliko uporabljajo relativni modeli vrednotenja delnic, kot so multiplikator čistega dobička, model tržne cene v razmerju do knjigovodske vrednosti delnice in model multiplikatorja prodaje. Tovrstne metode so relativno preproste za uporabo, a so lahko ravno zaradi svoje preprostosti marsikdaj napačno uporabljene in privedejo do popolnoma napačnih sklepov (Damodaran, 2001, str. 252).

Kazalce lahko razdelimo v štiri skupine (Damodaran, 2001, str. 253). Prva skupina so kazalci, ki jih računamo na podlagi dobičkov, v drugo skupino sodijo kazalci, ki temeljijo na knjigovodskih vrednostih, v tretjo skupino uvrščamo kazalce, izračunane na podlagi prihodkov, v četrto skupino pa kazalce, ki so posebej značilni za določena podjetja oziroma panogo (pri internetnih podjetjih je npr. eden takšnih kazalcev tudi tržna vrednost podjetja na število obiskov internetne strani). Vsi so funkcija istih spremenljivk: tveganja, rasti in potenciala za ustvarjanje denarnega toka. Intuitivno lahko rečemo, da bodo imele delnice podjetij z visokimi stopnjami rasti, z manj tveganja in večjim potencialom za ustvarjanje denarnega toka večje vrednosti kazalnikov kot pa podjetja z nizkimi stopnjami rasti, večjim tveganjem in manjšim potencialom za ustvarjanje denarnega toka (Damodaran, 2001 str. 262).

Damodaran (2001, str. 256) navaja štiri osnovne korake pri uporabi kazalnikov relativnih vrednosti:

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

Pri izračunih kazalcev je nujno potrebno zagotavljati doslednost števca in imenovalca. Če v števcu uporabljamo vrednosti na delnico, moramo tudi v imenovalcu uporabljati vrednosti na delnico. Pomembno je tudi, da v vseh izračunih uporabljamo istovrstne podatke, saj bodo drugače izračunani kazalci med seboj neprimerljivi.

2.3.3.1 Multiplikator čistega dobička oz. kazalec P/E⁴

Kazalec P/E je zaradi razpoložljivosti podatkov in enostavnosti eden najpogosteje uporabljenih modelov za vrednotenje delnic. Pove nam, kolikokrat je tržna cena delnice podjetja višja v primerjavi z doseženim dobičkom na delnico (Mramor, 1994, str. 70), kar pomeni, da je kazalnik razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico, vendar če hočemo

⁴ P/E je kratica za razmerje med tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico (ang. *Price per share / Earnings per share*).

biti natančnejši, je potrebno od čistega dobička odšteti dividende za prednostne delnice. Kazalec P/E nam pove, koliko denarnih enot so vlagatelji v danem trenutku pripravljeni plačati za eno enoto čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo na eno delnico v preteklem obračunskem obdobju. V imenovalcu je bolje kot pretekle dobičke vzeti pričakovane dobičke, saj tako izračunan kazalec daje boljši vpogled v prihodnost, saj je v njem upoštevana tudi pričakovana rast dobičkov, ki pomembno vpliva na ceno delnice (Yahoo Finance, 2004).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\frac{\text{Čisti dobiček} - (\text{dividende za prednostne delnice})}{\text{Število navadnih delnic}}} \quad (8)$$

Kazalec P/E je problematičen, kadar ga računamo za podjetje, ki je imelo v zadnjem letu čisti dobiček 0 ali pa je poslovalo z izgubo. V takem primeru je kazalec povsem neuporaben, podjetja z negativnimi dobički tako izpadejo iz skupine primerljivih podjetij, kar povzroča pristranskost.

Podjetja v isti panogi načeloma dosegajo zelo podobne vrednosti multiplikatorja, saj delujejo v istem okolju. Razlike med njimi pa pojasnujemo z različnimi pričakovanimi stopnjami rasti dobičkov (in ponavadi posledično tudi dividend) ter z različno tveganostjo podjetij (Berk et al., 2002, str. 40). Do razlik lahko pride tudi zaradi različnih izdatkov za R&R, saj stroški za raziskave in razvoj namreč zmanjšujejo dobiček podjetja. Zaradi tega podjetja, ki veliko vlagajo v R&R, dosegajo nižje čiste dobičke, kar pa pomeni tudi veliko večjo vrednost kazalca P/E. Na drugi strani nekatera podjetja ne rastejo z velikimi naložbami v R&R, ampak raje prevzemajo manjša podjetja ter na takšen način povečujejo dobiček, kar jim zmanjšuje vrednost kazalca P/E (Damodaran, 2001, str. 276). Čeprav je kazalec zelo priljubljen v praksi in dokaj enostaven, ima tudi precej pomanjkljivosti. V praksi se pojavita predvsem problema izbire ustrezne velikosti multiplikatorja ter verodostojnost čistega dobička kot računovodske kategorije za ocenjevanje prihodnjih donosov (Berk et al., 2002, str. 40).

2.3.3.1.1 Dobiček na delnico – EPS (ang. *Earnings per Share*)

Kot je bilo že omenjeno, kazalec P/E uporablja v imenovalcu čisti dobiček na delnico (v nadaljevanju EPS), ki je opredeljen kot razmerje med čistim dobičkom podjetja in številom navadnih delnic. EPS še vedno predstavlja eno najbolj pogostih sodil uspešnosti poslovanja, čeprav se poraja vprašanje verodostojnosti čistega dobička. Čisti dobiček je računovodska kategorija, ki lahko precej variira glede na uporabljene računovodske standarde. V praksi analitiki uporabljajo različne metode izračuna EPS, tako da so vrednosti odvisne od uporabljenih metod izračuna števca in imenovalca. Za čisti dobiček lahko uporabimo enostaven dobiček, čisti dobiček brez izrednih postavk ali dobiček iz poslovanja. Časovna komponenta pa lahko obsega zadnjih 12 mesecev (ang. *Trailing*), zadnje poslovno leto, oceno za trenutno poslovno leto ali oceno za naslednje poslovno leto. Takšni dobički se lahko delijo s številom izdanih navadnih delnic (ang. *Common Shares Outstanding*) ali pa s tehtanim povprečjem števila navadnih delnic v obdobju (ang. *Basic Weighted Averages Shares*). V

primeru, da ima podjetje velik obseg zamenljivih vrednostih papirjev in opcij, kar je pogosta praksa predvsem ameriških podjetij, pa se čisti dobiček deli s popravljenimi povprečnimi tehtanimi delnicami v obdobju (ang. *Diluted Weighted Average Shares*), če bi se vključene opcije unovčile (Damodaran, 2001, str. 256; Bonadurer, 2003, str. 16). Prav ta način najbolj uporabljajo tuji analitiki pri izračunu dobička na delnico. Najpomembnejše je, da smo pri izbiri dosledni, kar pomeni, da uporabimo enako metodo za vsa proučevana podjetja. Model EPS ima sicer enake pomanjkljivosti, kot so že našteje pri kazalcu P/E.

2.3.3.2 Multiplikator knjigovodske vrednosti oz. kazalec P/B⁵

Metoda izračuna je podobna kot pri multiplikatorju čistega dobička, le da pri tej metodi primerjamo tržno ceno delnice s knjigovodsko vrednostjo delnice. Slednja se računa tako, da celoten lastniški kapital podjetja delimo s številom navadnih delnic podjetja.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Knjigovodska cena delnice}} \quad (9)$$

$$\text{Knjigovodska cena delnice} = \frac{\text{Lastniški kapital}}{\text{Število navadnih delnic}} \quad (10)$$

Kadar ima kazalec vrednost večjo od 1, je to pokazatelj, da ima podjetje možnost doseči takšne stopnje donosa, ki presegajo zahtevano stopnjo donosa. Razlika v stopnjah donosa (ang. *Rate of Return Spread*) je večja od nič. Takšno podjetje je sposobno ustvarjati vrednost. Podjetje ima tržno vrednost večjo od svoje knjigovodske vrednosti. Razliko, ki pri tem nastaja, imenujemo dobro ime (ang. *Goodwill*). Vrednost dobrega imena nam tako predstavlja sedanjo vrednost prihodnjega poslovanja podjetja (Rader, 2002, str. 13).

Nekateri analitiki velikokrat menijo, da so delnice, katerih vrednost kazalca je manjša od 1 »varnejše«, saj imajo knjigovodsko vrednost delnice za »osnovo« tržne vrednosti delnice.

Tako poskušamo na podlagi ugodnega razmerja ugotoviti, katere delnice so podcenjene (delnice, ki se prodajajo pod knjigovodsko vrednostjo – te so obravnavane kot potencialno zanimive naložbe) oziroma katere so precenjene (delnice, ki se prodajajo nad knjigovodsko vrednostjo), čeprav je lahko to sklepanje tudi zmotno, saj naj bi na vrednost kazalca pomembno vplivala tudi pričakovanja glede poslovanja podjetja v prihodnosti (Rader, 2002, str. 14).

⁵ P/B je kratica za razmerje med tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice (ang. *Price per share / Book value of Equity per share*).

2.3.3.3 Multiplikator prodaje oz. kazalec P/S⁶

Multiplikator prodaje je samo eden izmed nadomestil za multiplikator čistega dobička. Iz enačbe (11) je razvidno, da se v števcu kazalca P/S uporablja tržna vrednost podjetja, v imenovalcu pa se uporabljajo prihodki, ali natančneje, čisti prihodki iz prodaje. Če bi oba podatka delili s številom delnic, bi tako v števcu imeli tržno ceno delnice, v imenovalcu pa prihodke iz prodaje na delnico, kar je seveda tudi pravilno. Kazalec tako pokaže, kolikokratnik prodaje na delnico je potrebno odšteti za delnico podjetja. Tako kot pri ostalih kazalcih relativnih vrednosti tudi v tem primeru praviloma velja (pri vsem drugem nespremenjenem), da so med primerljivimi podjetji tista z nižjimi vrednostmi kazalca v odnosu do drugih podcenjena, tista z višjimi vrednostmi kazalca pa precenjena.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Tržna kapitalizacija}}{\text{Prihodki}} \quad (11)$$

oziroma

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Tržna cena delnice}}{\text{Prihodki na delnico}} \quad (12)$$

Čeprav uporaba tega modela ni tako pogosta kot uporaba ostalih dveh relativnih modelov vrednotenja, je model vseeno zanimiv zaradi prednosti pred omenjenima modeloma (Šimon, 1996, str. 27):

- 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 od računovodskih rešitev v podjetju (nenazadnje tudi zaradi namernih zavajanj) odvisni v večji meri, kot je prihodek odvisen 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.

Največja pomanjkljivost osredotočanja na prihodke pa je ta, da nas lahko privede do tega, da podjetjem z visokimi stopnjami rasti prihodkov pripišemo večje vrednosti kazalca, čeprav zaradi tega lahko izgubljajo velike količine denarnih sredstev. Tako se lahko zgodi, da podjetja dosegajo rast prihodkov, medtem ko dobiček upada. Kazalec nam tudi ne da podrobne slike o gibanju stroškov podjetja in predpostavlja, da imajo vsa podjetja isto strukturo stroškov in so enako produktivna, saj kazalec ne da podrobne slike o razmerju med čistim dobičkom in prihodki podjetja (ang. *Profit Margin*) v primerjavi z drugimi podjetji. Zaradi tega lahko uporabljamo drugo različico multiplikatorja prihodkov, ki v števcu namesto

⁶ P/S je kratica za razmerje med tržno ceno delnice in prihodki na delnico (ang. *Price to Sales*).

tržne vrednosti podjetja jemlje celotno vrednost podjetja (ang. *Enterprise Value*), kaže pa razmerje med vrednostjo podjetja v primerjavi s prihodki (EV/SALES).

$$\frac{EV}{SALES} = \frac{\text{Tržna kapitalizacija} + \text{tržna vrednost dolga-likvidna finančna sredstva}}{\text{Prihodki}} \quad (13)$$

Takšen kazalec je bolj dosleden, saj tako lastniški kot dolžniški kapital podjetja prispevata k ustvarjanju prihodkov podjetja. Če bi primerjali podjetja na podlagi kazalca P/S, bi rast prihodkov podjetja znižala vrednost kazalca kljub povečanem zadolževanju, kar bi lahko pripeljalo do napačnega sklepa, da je podjetje glede na ostala podjetja podcenjeno. Z uporabo kazalca EV/SALES bi hitro videli, da je večina rasti prihodkov ustvarjena s povečanim zadolževanjem, kazalec pa zato ne bi spremenil svoje vrednosti. Ravno zaradi tega je mnogo primernejša uporaba omenjenega kazalca, še posebej za podjetja, ki imajo različne stopnje finančnega vzvoda. V poglavju 2.3.3.4 je izračun števca iz enačbe (13) podrobno prikazan.

2.3.3.4 Razmerje med celotno vrednostjo podjetja in denarnega toka iz poslovanja pred davki – kazalec EV/EBITDA

Vrednotenje na podlagi multiplikatorja čistega dobička je lahko povezano s številnimi težavami. V izogib tem težavam se je v praksi razvil drug kazalec, ki te težave bolj ali manj uspešno odpravlja, v zadnjem desetletju pa je pridobil zagovornike med mnogimi analitiki. Logika kazalca ostane pri tem popolnoma enaka kot pri kazalcu P/E, drugačna pa sta tako števec kot imenovalec. Kazalec izračunamo po naslednji formuli:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Tržna kapitalizacija} + \text{tržna vrednost dolga- (kratkoročne fin. naložbe + denar)}}{\text{Denarni tok iz poslovanja pred davki}} \quad (14)$$

Tržna kapitalizacija in tržna vrednost dolga se pri tem računata po formuli:

$$\text{Tržna kapitalizacija} = \text{število delnic} * \text{cena delnice} \quad (15)$$

$$\text{Tržna vrednost dolga} = \text{dolgoročne obv. iz financiranja} + \text{kratkoročne obv. iz financiranja} \quad (16)$$

Najprej je potrebno pojasniti, zakaj se v števcu odštevajo kratkoročne finančne naložbe in denar. Ti dve postavki na aktivni strani bilance stanja namreč prinašata obresti, ki v izkazu poslovnega izida predstavljajo prihodke od financiranja, ti pa v dobičku iz poslovanja niso upoštevani. Upoštevamo jih šele v dobičku iz rednega delovanja. S tem, ko ju v formuli odštejemo, zagotavljamo potrebno doslednost med števcem in imenovalcem. Če tega ne storimo, bi se to kazalo v precenjeni vrednosti kazalca (sredstva – kratkoročne finančne naložbe in denar bi bila prišteta k vrednosti, prihodki od teh sredstev pa ne bi bili zaobjeti v dobičku iz poslovanja).

Pri vrednotenju na podlagi relativnih kazalcev obstajajo trije temeljni razlogi za uporabo tovrstnega kazalca (Damodaran, 2001, str. 316):

- 1) Med podjetji najdemo bistveno manj podjetij, ki bi imela negativen dobiček iz poslovanja, kot pa podjetij, ki imajo negativen čisti dobiček. Zaradi tega pri analizi primerljivih podjetij iz analize izločimo manj podjetij, kot to storimo, če analiziramo samo podjetja s pozitivnim čistim dobičkom.
- 2) Podjetja uporabljajo različne metode amortiziranja svojih sredstev. Nekatera amortizirajo svoja sredstva po linearni metodi, druga po naraščajoči metodi, tretja zopet drugače. Amortizacija predstavlja strošek in kot takšna znižuje čisti dobiček podjetja, odvisno od uporabljene metode amortizacije. Če dobičku iz poslovanja prištejemo amortizacijo, izničimo vpliv amortizacije na dobiček iz poslovanja. Ker amortizacija tako nima vpliva na EBITDA, dobimo v imenovalcu podatek, ki je bistveno manj podvržen računovodskim manipulacijam, kot je lahko čisti dobiček, kar zopet govori v prid kazalcu EV/EBITDA.
- 3) Kazalec lahko uporabljamo tudi pri primerjavi podjetij, ki imajo različne finančne vzvode⁷. Števec namreč predstavlja vrednost podjetja, imenovalec pa dobiček iz poslovanja, ki ne vsebuje odhodkov v zvezi z dolgovi podjetja. Kot takšen je še posebej primeren za podjetja, ki potrebujejo za svoje poslovanje velike naložbe v infrastrukturo, katerih učinek je viden šele v prihodnosti.

Kazalec EV/EBITDA je zaradi svojih prednosti nepogrešljiv v vseh analitičnih poročilih in služi kot alternativa kazalcu P/E. Oba imata funkcijo signaliziranja, saj dajeta signal glede podcenjenosti oz. precenjenosti podjetja v odnosu do primerljivih podjetij v panogi. Pri analizi zdravstvenega sektorja, kamor spada tudi farmacevtska panoga, sta ravno P/E in EV/EBITDA najbolj pogosto uporabljana kazalca za ocenjevanje podjetij (Fernandez, 2001, str. 6)

Liu, Nissim in Thomas (2002, str. 135–163) so opravili analizo, kateri relativni kazalci dajejo najboljše rezultate ocenjevanja vrednosti podjetij. Ugotovili so: (1) da se najbolje izkažejo tisti kazalci, ki v imenovalcu uporabljajo napoved čistega dobička na delnico, pri čemer so rezultati boljši, čim daljše je obdobje napovedi; (2) sledijo kazalci, ki v imenovalcu uporabljajo zgodovinske podatke, in sicer dajejo dobički najboljše rezultate, sledi knjigovodska vrednost, najslabše rezultate pa dajejo prihodki od prodaje; (3) da se različne oblike denarnih tokov, uporabljene v imenovalcu, slabo izkažejo; (4) da se pri kazalcih, ki v števcu uporabljajo celotno vrednost podjetja (EV) namesto kapitalskih vrednosti, medtem ko imajo v imenovalcu prihodke (SALES) in denarni tok iz poslovanja pred davki (EBITDA), natančnost kazalcev dodatno zmanjša.

⁷ Finančni vzvod je razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom podjetja.

2.3.3.5 Problem različnih računovodskih standardov

Računovodske izkaze dveh podjetij lahko primerjamo med seboj le v primeru, da so ti sestavljeni po enakih računovodskih pravilih. Ker ameriška podjetja pri sestavi svojih izkazov uporabljajo US GAAP (ang. *Generally Accepted Accounting Principles* – splošno sprejeti računovodski standardi), medtem ko evropska podjetja večinoma uporabljajo IAS (ang. *International Accounting Standards* – mednarodni računovodski standardi) in lokalne GAAP (npr. v Veliki Britaniji se uporabljajo UK GAAP), neposredna medsebojna primerjava izkazov evropskih podjetij, ki ne uporabljajo US GAAP, z ameriškimi, ni mogoča. Zato je potrebno pri primerjavi podjetij, ki ne uporabljajo enakih računovodskih standardov, opraviti določene popravke, tako da bodo računovodske postavke enake pri vseh primerjanih podjetjih. Tukaj velja omeniti, da se zaradi globalizacije poslovanja in dostopa do drugih kapitalskih trgov vse več evropskih podjetij odloča svoje izkaze poslovanja prikazati v okviru pravil US GAAP (White, Sondhi, Fried, 2003, str. 13).

V nadaljevanju so omenjene glavne razlike v postavkah v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida med US GAAP in drugimi računovodskimi standardi.

Razlike v postavkah v bilanci stanja (White, Sondhi, Fried, 2003, str. 630):

- *Osnovna sredstva*: IAS v nasprotju z US GAAP dopuščajo prevrednotenje osnovnih sredstev (obvezno prevrednotenje navzdol, možno prevrednotenje navzgor), katerega prednost je realnejši prikaz osnovnih sredstev, saj se prikažejo po njihovi resnični vrednosti. Pomanjkljivost prevrednotenja pa je izguba primerljivosti postavk sredstev in kapitala, zato ker se pri US GAAP uporablja metoda zgodovinskih stroškov za vrednotenje osnovnih sredstev. Za potrebe primerljivosti je potrebno prevrednotenje odpraviti oziroma narediti oceno vrednosti osnovnih sredstev za tista podjetja, ki tega prevrednotenja ne uporabljajo.
- *Računovodstvo prevzemov*: razlike nastopijo tudi zaradi uporabe različnih metod računovodstva prevzemov (nakupna metoda in t. i. »pooling« metoda), zato je potrebno v takem primeru zagotoviti primerljivost združenih bilanc stanja po prevzemu. Razlike nastanejo tudi v primeru dobrega imena (ang. *Goodwill*), saj US GAAP dopušča odpis dobrega imena na datum prevzema, medtem ko IAS amortizira dobro ime skozi obdobje (vpliv na izkaz poslovnega izida). Ko podjetje dobro ime dokončno amortizira, medsebojne razlike izginejo.
- *Stroški za raziskave in razvoj*: razlike nastanejo zaradi različnih pravil razmejevanja stroškov R&R.
- *Razkritja*: razkritja v letnem poročilu so ponavadi manj obsežna in informativna pri evropskih podjetjih, posebno pri operativnem lizingu (poslovni najem) in drugih izvenbilančnih razkritjih.

Razlike v postavkah izkaza poslovnega izida (White, Sondhi, Fried, 2003, str. 636):

- Različna pravila klasifikacij (razvrstitev) izrednih postavk v izkazu poslovnega izida.

- Različne kvantitativne metode vrednotenja zalog (LIFO metoda – Last In First Out – se redko uporablja zunaj ZDA).
- Razlike v pravilih razmejevanja stroškov R&R.
- Amortizacija: pospešene metode amortizacije so bolj pogoste zunaj ZDA, še posebno na območjih, ki imajo ugodne davčne pogoje (davek od dohodka pravnih oseb).
- Različna računovodska pravila za finančni in poslovni najem.
- Razlike v računovodenju vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi (prevrednotevanje).

2.3.3.6 Problem izbire skupine primerljivih podjetij

Najpomembnejše vprašanje, ki se postavlja, je, kakšno podjetje je primerljivo. Primerljivo podjetje naj bi bilo tisto, ki ima podobno stopnjo rasti, podobno tveganje in podobne denarne tokove. Po tej metodi bi tako lahko primerjali med sabo telekomunikacijsko podjetje s tehnološkim podjetjem, če bi dosegali podobne vrednosti omenjenih dejavnikov. Vendar v praksi večina analitikov za primerljiva podjetja vzame tista, ki poslujejo v enaki panogi, saj naj bi takšna podjetja delovala v enakem okolju in tako imela podobne stopnje rasti, tveganja in denarne tokove. Če je v panogi veliko podjetji, se izbor primerljivih podjetij zoži z uporabo dodatnih kriterijev, kot na primer velikost podjetja (Damodaran, 2001, str. 266).

Ne glede na to, na kakšen način izbiramo primerljiva podjetja, nikoli ne bomo našli popolnoma enakih podjetij. Vedno bodo med njimi obstajale razlike, takšne ali drugačne. Vendar se moramo zavedati, da je vrednotenje na podlagi relativnih kazalcev smiselno samo med sorodnimi podjetji. Če nam ne uspe najti primernih primerljivih podjetij, so takšni rezultati lahko povsem brezpredmetni oziroma neprimerljivi.

2.3.4 Sklep

Ker obstaja veliko modelov vrednotenja podjetij in ima vsak svoje prednosti in slabosti, je pogosta praksa pri ocenjevanju vrednosti podjetij uporaba več modelov vrednotenja hkrati. Na podlagi različnih metod izračunamo tehtano povprečje dobljenih ocen vrednosti, pri čemer pa ponderje v veliki večini prepuščamo subjektivni presoji. Načeloma velja, da je metoda, ki se v analizi občutljivosti izkaže za manj občutljivo na spremembe posameznih spremenljivk, zanesljivejša (Pintar, 2000, str. 60).

Navedeni modeli vrednotenja so značilni za vrednotenje posameznih podjetij. Ker je namen diplomske naloge prikazati vrednotenje farmacevtske panoge oziroma primerjati vrednotenje inovativnih in generičnih skupin podjetij, bodo v nadaljevanju zaradi primernosti pri praktičnih izračunih uporabljeni le relativni modeli vrednotenja, in sicer z agregacijo podatkov posameznih podjetij.

3 Analiza okolja

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 vlagateljev, o prihodnjih 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). Makroekonomska analiza ni omejena samo na narodno gospodarstvo, temveč tudi na vsa gospodarstva, kjer podjetje posluje, upoštevati pa je potrebno tudi svetovno gospodarstvo.

3.1 Analiza farmacevtske panoge

Donosnosti panog se med seboj zelo razlikujejo in zato opravljamo panožno analizo, saj le-ta odkriva možnosti za večje donose. Ta omogoča vlagatelju izbiro panoge, ki je zanj z vidika donosnosti in tveganja optimalna. Ali je smotno 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 naložbi, 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 (Reilly, Brown, 1997, str. 680; Reilly, 1986, str. 297).

Pri analizi panoge je potrebno poiskati ocene in podatke za nekaj glavnih značilnosti:

- pričakovano rast prodaje in dobičkov v panogi,
- odnos države do panoge,
- konkurenčnost v panogi in
- razvojni cikel panoge.

Farmacevtska panoga spada po tehnološki, inovativni in tržni naravnosti med vodilne gospodarske panoge. Hkrati predstavlja eno od najbolj dobičkonosnih svetovnih industrijskih sektorjev, saj nekatera največja podjetja dosegajo tudi več kot 20-odstotno donosnost kapitala, v samem vrhu pa je tudi glede donosnosti prihodkov. Farmacevtsko industrijo v splošnem delimo na inovativno (ang. *Branded Name Manufactures ali Research Based Industry ali Leaders*) in generično (ang. *Followers* – posnemovalci). Inovativna farmacevtska podjetja proizvajajo originalna zdravila po samostojno razvitih, patentno zaščiteneh metodah ali molekulah in pobirajo monopolne dobičke na trgu v času patentne zaščite. V primerjavi z generičnimi podjetji imajo inovativna podjetja precej višje stroške razvoja in trženja. Generični farmacevtski proizvajalci so podjetja, ki pretežno ali v celoti proizvajajo generična zdravila. Generična zdravila so cenejša, vendar kakovostne kopije originalnih zdravil, ki se lahko proizvajajo in tržijo pod imenom zdravilne učinkovine ali pod blagovno znamko šele po poteku patentne zaščite originalov. Bistvena pri njihovem trženju je dodana vrednost, ki jo da

enako učinkovitemu zdravilu drugačna farmacevtska formulacija, doziranje ali embalažne rešitve.

Devetdeseta leta farmacevtskim podjetjem, razen redkim, niso bila naklonjena. Farmacevtska podjetja so v osemdesetih letih veljala za pojem donosnosti v svetu. Čeprav je donosnost v farmacevtski panogi še vedno višja kot v ostalih panogah, se je rast prodaje in dobičkov v zadnjem desetletju začela zmanjševati. Ker stroški poslovanja razvojno aktivnih podjetij nezadržno naraščajo, življenjski cikel izdelkov pa je vse krajši, je jasno, da gre za spremembe, ki bistveno vplivajo na možnosti rentabilnega poslovanja. Ravno te spremembe silijo proizvajalce k izbiri novih strategij poslovanja in tudi medsebojnega strateškega povezovanja, ki je temelj za uspešnost in nadaljnji razvoj panoge. Inovativna podjetja so zaradi razmeroma dobre pokritosti večine indikacijskih področij zdravil, majhnega števila zdravil z bistvenimi prednostmi pred obstoječimi zdravili, ugašanja patentov najboljše prodajanih zdravil in velike ponudbe znanih zdravil z minimalnimi prednostmi prešla v obdobje zrelosti razvoja. Tako v zadnjih letih dosegajo dvoštevlično letno rast prodaje v panogi generična podjetja ter tista inovativna podjetja, ki so z raziskavami in razvojem uspela na trg lansirati nova, boljša zdravila (Tratnik, 2001, str. 69).

3.1.1 Predstavitev Porterjevega modela

Za podjetje je bistvenega pomena mesto, ki ga zavzema v panogi oziroma na trgu, struktura v panogi, število konkurentov in kakšne relativne tržne deleže ti konkurenti zasedajo glede na celoten trg in glede na opazovano podjetje. Tako na dobičkonosnost podjetja pomembno vpliva tudi povprečna rentabilnost panoge, v kateri posluje. Ker vse panoge nimajo enakih pogojev in možnosti za doseganje visokih stopenj donosnosti, visoka donosnost določa stopnjo privlačnosti panoge in s tem stopnjo konkurenčnosti podjetij v njej.

Na položaj podjetij v panogi, torej na poslovne možnosti in nevarnosti podjetja, vpliva struktura konkurence v panogi oziroma silnice, ki pogojujejo obstoječo strukturo in krojijo dogajanje v njej. Porter (1979, str. 141) v svojem konceptu navaja pet dejavnikov, ki določajo pravila konkuriranja v panogi in strukturo panoge (slika 1 v prilogi 1): (1) nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo, (2) nevarnost substitutov, (3) pogajalsko moč kupcev, (4) pogajalsko moč dobaviteljev, (5) konkurenco med obstoječimi podjetji v panogi.

3.1.1.1 Nevarnost vstopa novih konkurentov

Dejavniki nevarnosti vstopa novih konkurentov v panogo kažejo stopnjo težavnosti vstopa novih konkurentov v panogo in njihovo sposobnost, da se postavijo ob bok obstoječi konkurenci. Med vstopne ovire lahko štejemo močno uveljavljene blagovne znamke, visok začetni kapital, nezmožnost dostopa do prodajnih kanalov ter do dobaviteljev surovin in materialov. V nadaljevanju bo poudarek na ovire, ki so značilne za farmacevtsko panogo in sicer na raziskave in razvoj, zakonodajo (patentna zaščita), trženje, politiko vlad in njeno regulatorno dejavnost.

3.1.1.1.1 Raziskave in razvoj

Razvoj novega zdravila je izjemno drag, zapleten in dolgotrajen proces, v katerega so poleg raziskovalcev v podjetju običajno vključene tudi zunanje raziskovalne institucije. Stroge zahteve po učinkovitosti, varnosti in kakovosti zdravil neprestano dvigujejo kriterije raziskav, razvoja in registracije zdravil. Posledica je povečevanje stroškov in podaljševanje časa trajanja razvoja novega zdravila do njegove ponudbe lansiranja na trgu. Razvoj novih zdravilnih učinkovin je povezan tudi z velikim tveganjem, kajti vsaka ideja ne rodi novega zdravila, vsaka nova ideja ni komercialno uspešna in vsako novo zdravilo ne prinese terapevtske koristi.

Za raziskave in razvoj nove zdravilne učinkovine so farmacevtske družbe v osemdesetih letih potrebovale nekaj deset milijonov dolarjev, danes pa v povprečju že okoli 800 milijonov dolarjev (What's Next for Pharma?, 2004). Farmacevtska podjetja (inovativna in generična) namenjajo za R&R v povprečju 9,6 % skupnega prihodka od prodaje, samo inovativna pa v povprečju 15 %, kar znaša pri največjih tudi 3 milijarde dolarjev in več (Tratnik, 2001, str. 40). Izdatki za R&R so namreč mnogo nižji pri generičnih podjetjih kot pri inovativnih, kajti R&R dejavnost generičnih podjetij je usmerjena v kopiranje zdravil s poteklo patentno zaščito, za katere je dokazano, da so varna in učinkovita. Zaradi majhnega odstotka raziskav z ugodnim izidom za nadaljnjo razvijanje zdravil oz. zaradi velike rizičnosti, da stroški R&R ne bodo obrodili sadov na trgu, inovativna podjetja težko pridejo do finančnih sredstev na finančnem trgu in tako večino stroškov R&R (v povprečju okoli 90 %) krijejo sama. Za vzdrževanje drage razvojne infrastrukture je zato nujno, da farmacevtsko podjetje razvije uspešno prodajno zdravilo ali t. i. *blockbuster* vsaj enkrat v treh letih (Hudoklin, 1996, str. 8–9).

Raziskovanje in razvoj novega zdravila, ki traja najmanj deset let, lahko razdelimo v več faz, med katerimi na zdravilu opravljajo različne preizkuse, ki so potrebni za pridobitev dovoljenja za njegovo prodajo. Prvi korak pri raziskovanju je sinteza nove molekule, ki ima možnost oz. potencial zdraviti neko bolezen. Drugi korak je reševanje (ang. *screening*) molekul, kjer gre za selekcioniranje tistih molekul, ki imajo zadostno aktivnost, da z njimi nato opravijo poskuse na živalih. Te poskuse opravljajo v t. i. predklinični fazi, ki traja približno dve leti. V njej znanstveniki po odkritju novih substanc za potencialno uporabo le-te preizkušajo v laboratorijih in s farmakološko-toksikološkimi poskusi na živalih. Opravljene analize prikazujejo potencialno koristnost novega zdravila in njegove morebitne škodljive učinke. Ker za nobeno novo substanco ni mogoče vnaprej napovedati končnih rezultatov, ponavadi preizkusijo vse na novo odkrite, komaj en promil pa jih uspešno prestane vse preizkuse v tej fazi. Če zdravilo uspešno prestane prvo fazo, gre na preizkušanje v t. i. klinično fazo, ki traja okoli šest let. V tem času preizkušajo nova zdravila sprva na zdravih prostovoljcih (I. faza kliničnih testiranj). Če zdravilo pokaže zelene učinke, opravijo preizkuse na manjših skupinah bolnikov (II. faza kliničnih testiranj), na koncu pa še na velikih skupinah (tudi do 25 tisoč) bolnikov. Šele zadnje testiranje, III. faza kliničnega testiranja, omogoči proizvajalcu določitev primerne, varne in učinkovitega doziranja zdravila. V

kliničnih testiranjih zavrnejo v povprečju 80 odstotkov zdravil. Proizvajalci morajo velikokrat ponoviti klinično testiranje tudi v drugih državah, kjer nameravajo prodajati to zdravilo, če tako določajo zakonski predpisi o registraciji v teh državah. Ko zdravilo uspešno prestane vse preizkuse, podjetje zbere vse farmacevtsko-kemijske podatke o zdravilu in rezultate predkliničnih in kliničnih testiranj ter na njihovi podlagi zaprosi pri ustreznem državnem organu za prodajo tega zdravila. V tej zadnji fazi, ki lahko traja v posameznih državah do dve leti, določeni državni organi pregledajo celotno dokumentacijo in izdajo dovoljenje za prodajo zdravila. Po registraciji zdravila se testiranja še ne končajo, saj poskušajo proizvajalci z naslednjo fazo kliničnih testiranj na velikem številu bolnikov odkriti redke neželene stranske učinke.

Za rast mora imeti inovativno farmacevtsko podjetje vedno dovolj proizvodov v posameznih fazah razvoja, da se ne ustavi pritok novih zdravil na trg, kar bi ogrozilo ustvarjanje sredstev za nov razvojni krog in privedlo podjetje na rob obstoja.

3.1.1.1.2 Patentna zakonodaja in regulacija

Zdravila so izdelki posebnega družbenega pomena, zato je področje zdravil s strani državnih organov strogo regulirano z zakoni, pravilniki in predpisi. Farmaceutska panoga spada med pravno najbolj urejene panoge. Vpletanje politično-pravnega okolja v panogo, sistem zdravstvenega varstva in porabo zdravil zelo zadeva tudi proizvajalce zdravil. Z naraščanjem stroškov za zdravstvo se povečuje pritisk vlade na zmanjševanje cen, hkrati pa so zahteve, ki jim mora določeno zdravilo zadostiti z vidika kakovosti, varnosti in učinkovitosti zdravila, vse strožje.

Najvažnejši del zaščite intelektualne lastnine je vsekakor patent. Patent je listina, ki za določeno obdobje (praviloma 20 let od dneva vložitve patentne prijave) priznava lastniku patentiranega izuma izključno pravico uporabe, izdelave in prodaje tega izuma in onemogoča drugim pravnim ali fizičnim osebam koristiti patentiran izum, naveden v tej listini (Špiler, 2002, str. 19). Obdobje izključne pravice uporabe patenta je čas, ko naj bi izumitelj v pogojih monopolnega trženja povrnil stroške raziskav in razvoja ter ustvaril sredstva za nov razvojni krog. Danes inovativno podjetje od odkritja do lansiranja novega zdravila na trg porabi v povprečju od 12 do 13 let (Letno poročilo EFPIA 2001–2002, 2002, str. 14).

Pojav cenejših generičnih zdravil na svetovnih trgih pomeni za inovativno podjetje občuten padec prodaje originalnih zdravil. Ker so generična podjetja trn v peti originatorjev, se ti proti njim bojujejo tako, da zaostrujejo zahteve na področju patentne zaščite, predmet izčrpavanja pa so tudi številne tožbe.

Za farmacevtsko industrijo je značilna visoka stopnja reguliranja zaradi izpolnjevanja strogih kriterijev za registracijo in odobritev trženja zdravil. Osnovni namen registracijskega postopka naj bi bil zagotovilo, da je bilo vsako zdravilo, preden ga podjetja lansirajo na trg, temeljito preizkušeno in porabnik tako zaščiten pred njegovimi morebitnimi škodljivimi

posledicami. Področje zdravil v večini držav nadzirajo posebej za to ustanovljene državne institucije, najbolj znan je ameriški urad za hrano in zdravila FDA (ang. *Food and Drug Administration*), v EU pa deluje EMEA (ang. *European Medicine Evaluation Agency*). Ti organi skrbijo za nadzor nad proizvodnjo, prodajo in registracijo zdravil. Tudi pridobitev dovoljenja za promet oziroma registracija novega zdravila je v njihovih rokah. Dovoljenje vključuje dovoljenje za proizvodnjo molekule do zdravila v končni obliki ter ustrezno dokumentacijo, ki dokazuje kakovost, varnost in učinkovitost zdravila. Vsak dosje z registracijsko dokumentacijo je treba najmanj vsakih pet let obnoviti in poslati v ponovno odobritev.

Generični proizvajalci ne morejo registrirati in s tem začeti tržiti generika, dokler zgoraj omenjene institucije na podlagi predložene dokumentacije ne ugotovijo, da je generična kopija bioekvivalentna – enakovredna originalnemu zdravilu, katerega kopija je.

3.1.1.1.3 Trženje zdravil

Uspeh v farmacevtski industriji pa ni odvisen le od odkritja, razvoja in proizvodnje novih boljših zdravil, temveč tudi od sposobnosti, da se jih hitro in učinkovito uvede na svetovno tržišče. Boljše zdravilo še ne pomeni tudi širše uporabe. Terapevtska vrednost je seveda pomembna, ni pa bistvena, ključna dejavnika uspeha pa sta trženje in prodaja. Zdravilo s še tako veliko terapevtsko vrednostjo je obsojeno na neuspeh, če ga iznajde in trži majhna in nepomembna farmacevtska hiša, ki nima dovolj velike trženjske mreže in dovolj sredstev za agresivno trženje. Tako je cilj vseh inovatorjev pridobiti in uspešno tržiti perspektivno zdravilo.

Trženje zdravil je odvisno od tega, za katero vrsto zdravil gre. Pri zdravilih za samozdravljenje je promocija usmerjena neposredno h končnemu porabniku, promocija zdravil, ki se predpisujejo na recept, pa zaradi omejitev zgolj k strokovni javnosti. V večini držav je oglaševanje zdravil na recept v javnih medijih zakonsko prepovedano. Največji poudarek pri promociji teh zdravil je zato namenjen prodaji pri zdravnikih. Tovrstno promocijo opravlja posebej izobraženo in usposobljeno osebje, katerega naloge so informirati, prepričevati ter razvijati pripadnost blagovni znamki zdravil in podjetju. Koristi, ki jih prinaša razvijanje pripadnosti blagovni znamki, lahko inovativna podjetja uživajo še dolgo po poteku patentne zaščite.

Manjša generična podjetja si ne morejo privoščiti visokih stroškov promocije, saj inovativna podjetja v povprečju za trženje svojih zdravil porabijo okoli 30 do 40 odstotkov prodaje (MedAd News, 2003, str. 10). Sloves generičnih podjetij in priljubljenost njihovih blagovnih znamk sta običajno omejena na ožje območje – regijo, njihova zdravila pa se najpogosteje prodajajo pod generičnim imenom zdravilne učinkovine. V splošnem velja pravilo, da ima generično podjetje tem boljšo tržno pozicijo, čim širšo paleto proizvodov ponuja (Shah, 1994, str. 5). Generična podjetja se morajo osredotočiti bolj na vrednost kot pa na obseg prodaje, kajti razponi med cenami originalnih zdravil in njihovimi generičnimi kopijami se močno

razlikujejo od zdravila do zdravila (velik obseg prodaje v primeru močne cenovne vojne lahko povzroči podjetju tudi izgube).

3.1.1.2 Nevarnost substitucije

Substitucijo v inovativni farmacevtski industriji opredeljuje generična proizvodnja in s tem povezana nevarnost generične substitucije inovativnih zdravil. Dejansko generično substitucijo pogojujejo predvsem naklonjenost vlad, kupna moč in osveščenost potrošnikov (samozdravljenje) ter uporaba novih alternativnih oblik zdravljenja. V nadaljevanju sta predstavljeni generična substitucija ter OTC zdravila (zdravila za samozdravljenje).

Kot je bilo razvidno iz dosedanjega, največjo nevarnost inovativnim podjetjem predstavljajo generična farmacevtska podjetja, saj proizvajajo generična zdravila, ki so, kot je bilo že rečeno, enakovredna originalnim zdravilom, ki jim je patentna zaščita že potekla. Podjetja, ki proizvajajo generična zdravila, niso pripravljena ali sposobna prevzemati visokega bremena vlaganja v raziskave in razvoj popolnoma novih zdravilnih učinkovin, zato so usmerjena predvsem v razvoj zdravil oziroma farmacevtskih oblik z znanimi aktivnimi učinkovinami. Proces je krajši (2 leti do 5 let), produktivnejši (5 ali celo več zdravil na leto) in finančno manj zahteven (od 0,5 do 2 milijona dolarjev), vendar pa strokovno prav nič ne zaostaja za razvojem v inovativnih podjetjih (Tratnik, 2001, str. 59). Generična podjetja imajo v svojem proizvodnem programu veliko več zdravil kot inovatorji (v povprečju nekaj sto), so manjša in prisotna večinoma na lokalnih in regionalnih trgih.

Globalni trg generičnih zdravil obsega okrog 70 milijard dolarjev. V celotni farmacevtski industriji velja sektor generičnih zdravil za eno izmed področij z največjo potencialno rastjo. Prodor generičnih zdravil na trg je v popolnem nasprotju z interesi politično in lobijsko močnih, razvojno usmerjenih farmacevtskih podjetjih, zato so ta podjetja njegovi največji nasprotniki. Čeprav so inovativna podjetja zaščitena s patentno zakonodajo, prodora generičnih zdravil po preteku patenta ne morejo zaustaviti. K vse večjim tržnim deležem generičnih podjetij dodatno prispeva tudi politika državnih zdravstvenih institucij, ki zaradi reform zdravstvenih sistemov in teženj po zmanjševanju stroškov zdravil spodbujajo predpisovanje cenejših zdravil. Spodbujanje generične substitucije tako postaja eden najučinkovitejših mehanizmov zniževanja stroškov za zdravila. Da bi omogočile hitrejši prodor generičnim proizvajalcem, številne države skrajšujejo registracijske postopke, povečujejo število podeljenih registracij, pogosto pa tudi finančno spodbujajo generično substitucijo pri zdravnikih in farmacevtih (Tratnik, 2001, str. 59). Velik vpliv na prodor oziroma dolgoročno možnost za rast generičnih podjetij vsekakor ima potek veljavnosti patentov pomembnih svetovnih zdravil originatorjev v naslednjih 5 letih. Tako ocenjujejo, da bo do leta 2008 potekla veljavnost patentov 84 milijard dolarjev vrednih zdravil, ki dosegajo prodajo več kot 1 milijardo dolarjev (Schultz, 2004). Pomembno vlogo imajo tudi socialno-demografske spremembe, kjer je zaznati trend staranja prebivalstva, kar narekuje večje povpraševanje po dostopnejših zdravilih. V prihodnosti bo položaj generičnih zdravil na trgu odvisen predvsem od velikosti razlike v cenah med zaščitnimi zdravili in njihovimi

generičnimi ekvivalenti, zavedanja stroškov tistih, ki za zdravila plačujejo (države in porabnikov), pozitivnega mnenja o generičnih zdravilih prodajalcev na veliko in farmacevtov ter nepristranskih patentnih zakonov.

Inovativna podjetja se lahko pred generično konkurenco obranijo z razvojem novih zdravilnih učinkovin, z razvojem zdravil in oblik za samozdravljenje, agresivno promocijo, ustvarjanjem blagovne znamke zdravil, trženjem zdravila na čim večjem številu trgov, nizanem patentov in podaljševanjem patentne zaščite zdravila, s političnimi pritiski (lobiranjem) na razvijajočih se trgih, tožbami kršiteljev patentnih pravic, strateškimi povezavami z drugimi podjetji, kapitalskimi povezavami z drugimi podjetji (tudi generičnimi) ter z lastno proizvodnjo generičnih zdravil.

Zaradi cenovne privlačnosti se trg generičnih zdravil zelo hitro razvija in raste. Da bi se generična podjetja še bolj uveljavila in vključila v globalno tekmo, se povezujejo v različna nacionalna, regionalna in globalna združenja. Tako je bila leta 1997 poleg največjega in najvplivnejšega ameriškega in evropskega združenja za generično industrijo na svetovni ravni ustanovljena Mednarodna generična farmacevtska zveza (ang. *International Generic Pharmaceutical Alliance – IGPA*). Inovativna podjetja so se veliki rasti generičnih podjetij pričela prilagajati s spremenjenimi poslovnimi in globalnimi strategijami. S kapitalskimi povezavami so pričela ustvarjati lastna generična podjetja, zato postajata meja in razlikovanje med inovativnimi in generičnimi podjetji čedalje bolj zabrisana.

V zadnjem desetletju se mišljenje spreminja v korist generikov. Generični proizvajalci na različne načine informirajo javnost o varnosti generikov oziroma enakih lastnostih, kot jih imajo originalna zdravila (zdravila, ki niso varna, ne dobijo odobritve za trženje), in o nižji ceni v primerjavi z originalnim zdravilom, ki je rezultat nižjih stroškov v R&R, trženju in promociji.

Inovativna podjetja poleg originalnih zdravil na recept proizvajajo in tržijo tudi zdravila za samozdravljenje (ang. OTC – *over the counter*). Tako je ena najuspešnejših strategij inovativnih podjetij za podaljšanje življenjske dobe zdravil po preteku patenta prav ustvarjanje šibkejših in/ali drugače originalnih zdravil z manjšimi dozami aktivnih učinkovin, ki so dosegljiva v prosti prodaji brez recepta in pri katerih ni potreben reden zdravniški nadzor. V mnogih državah se lahko promovirajo preko javnih medijev, kar vodi v prepoznavanje močne blagovne znamke in dobro prodajo. A ker niso predpisana na recept in jih morajo ljudje plačati v celoti sami, se nekateri ljudje raje odločajo za generična zdravila na recept (z višjimi dozami aktivnih učinkovin), ki so v celoti ali delno pokrita s strani zavarovalnic.

3.1.1.3 Pogajalska moč dobaviteljev

Pogajalska moč dobaviteljev surovin, materiala in opreme je velika, ko so le-ti podjetju zmožni zvišati ceno proizvoda ali poslabšati njegovo kakovost. Dobavitelji lahko svojo moč povečujejo, če se povežejo ali organizirajo, kadar je na razpolago le malo nadomestkov in je

produkt za kupca pomemben. Njihova pogajalska moč se lahko prav tako poveča, kadar so stroški zamenjave dobavitelja visoki in kadar se lahko dobavitelji vnaprej združujejo. Podjetje se lahko obrani pred preveliko pogajalsko močjo dobaviteljev tako, da omogoči dobave iz večjega števila virov ali z vzpostavitvijo takšnih odnosov z dobavitelji, ki omogočajo obojestransko korist (Kotler, 1996, str. 283).

Farmacevtska industrija je na področju surovin močno povezana s kemično industrijo, saj so osnovne surovine kemikalije, ki se na splošno uporabljajo tudi v drugih industrijskih panogah. Strateški pomen imajo zdravilne učinkovine in farmacevtski polproizvodi, ki so specifični glede na zdravila v proizvodnem programu posameznega podjetja.

Dostop inovativnih podjetij do surovin je drugačen kot pri generičnih proizvajalcih zdravil, saj imajo velike farmacevtske multinacionalke v svojem programu bistveno manj proizvodov kot generični proizvajalci in zaradi tega tudi manj dobaviteljev. Ker so za njih surovine (zdravilne učinkovine) strateškega pomena za proizvodnjo lastnih originalnih zdravil, običajno niso vezana ali odvisna od drugih dobaviteljev surovin. Potrebne surovine proizvajajo sama in jih kupujejo od pogodbenih partnerjev ter si tako zagotovijo stalen, zanesljiv, kakovosten in poceni vir surovin in materiala.

Generična podjetja v večini nimajo lastne proizvodnje zdravilnih učinkovin. Tako so omejena na dobavo in proizvodnjo tistih zdravilnih učinkovin, ki jim je patentna zaščita že potekla, vendar so zaradi velike generične konkurence in nizkih cen zdravil pokritja lahko nizka. Generična podjetja so običajno vezana na večje število dobaviteljev in na raznovrstnejše nakupe v manjšem obsegu, zaradi česar je njihova pogajalska moč nasproti večjemu številu dobaviteljev manjša. Danes je veliko generičnih podjetij v lasti inovativnih podjetij ali pa so z njimi strateško povezana, tako da podjetja v takih primerih pridobijo osnovne surovine za proizvodnjo generičnega zdravila takoj po poteku patentne zaščite originalnega zdravila, te pa so tudi cenovno ugodnejše kot na prostem trgu.

3.1.1.4 Pogajalska moč kupcev

Pogajalska moč kupcev raste, če se kupci med seboj povezujejo in organizirajo. Kupci imajo večjo pogajalsko moč kadar je dobavljen izdelek pomemben dejavnik strukture stroškov, kadar proizvod ni diferenciran, kadar so stroški zamenjave dobaviteljev nizki ter kadar so kupci cenovno občutljivi zaradi nizkih dobičkov. Kupci so največkrat zvesti svoji blagovni znamki, tako da se odločijo za substitute le v primeru, če imajo od novega proizvoda večje koristi, kot znašajo stroški zamenjave. Zato je najboljša obramba proti visoki pogajalski moči kupcev razvoj ponudbe, ki je kupci ne bodo odklonili (Kotler, 1996, str. 283).

Pogajalska moč kupcev zdravil je odvisna od tega, v katero skupino zdravilo spada. Pri zdravilih, ki se prodajajo v prosti prodaji (zdravila za samozdravljenje) je končni uporabnik in plačnik bolnik, ki hkrati tudi odloča o nakupu. Pri zdravilih na recept je končni uporabnik bolnik, plačnik zdravila je bodisi zavarovalnica sama (pri čemer ima močno pogajalsko moč,

vendar je omejena z zakonodajo) bodisi zavarovalnica skupaj z bolnikom, medtem ko pa je predpisovalec zdravila zdravnik. Čeprav ga pri predpisovanju omejujejo številni dejavniki, odločilno vpliva na izbiro zdravila. Ravno zaradi tega je zdravnik tisti, kateremu proizvajalci zdravil posvečajo vse več promocijskih aktivnosti.

V distribucijski verigi zdravil so pomembni akterji še grosisti in detajlisti ter institucionalni kupci (bolnišnice in večji zdravstveni domovi), ki imajo veliko pogajalsko moč nad proizvajalci zdravil. Stalen pritisk za omejevanje stroškov in dvigovanje ravni storitev jih zaradi tega silita v pogajanja s proizvajalci za doseganje nižjih cen.

3.1.1.5 Konkurenca znotraj panoge

Stopnja tekmovalnosti med konkurenti znotraj panoge je odvisna predvsem od dejavnikov, ki določajo stopnjo rasti panoge ter stopnjo donosnosti za podjetja znotraj nje. Neka panoga je neprivlačna, če vsebuje številne ter močne konkurente. Panoga je privlačna, če so vstopne ovire manjše, kar lahko pripomore k večji koncentraciji ponudnikov in s tem večji konkurenci. Če so za panogo značilne visoke izstopne ovire, je za podjetja odločilnega pomena vstopiti v konkurenčno bitko z različnimi načini, ki segajo od razvijanja blagovne znamke, agresivnega oglaševanja do različnih cenovnih vojn. V takšen okolju lahko preživijo le najboljši. Da bi dosegla največjo konkurenčno moč, se podjetja poleg zgoraj omenjenih načinov poslužujejo tudi t.i. neorganske rasti s pomočjo združitvev in prevzemov, ki predstavljajo enega od pomembnejših segmentov farmacevtske industrije.

Podrobnejša analiza konkurence je opravljena v nadaljevanju, ko bo analizirano poslovanje in vrednotenje panoge oziroma podjetij skozi zgodovino ter prikazano trenutno stanje podjetij v panogi.

4 Finančna analiza panoge

V uvodu v finančno analizo panoge je predstavljena svetovna farmacevtska industrija, konkurenca znotraj nje, svetovna poraba zdravil ter dodaten dejavnik, kot je staranje prebivalstva, ki v precejšnji meri vpliva na trenutno in bodoče poslovanje podjetij.

4.1. Primerjava med panogami

Na začetku je na kratko predstavljen pomen farmacevtske industrije v okviru celotnega svetovnega gospodarstva ter njen položaj v primerjavi z drugimi gospodarskimi panogami.

V tabeli 2 so podani rezultati analize 500 največjih podjetij na svetu glede na ustvarjene prihodke v letu 2003, ki jo je objavila revija Fortune. Tako je med 500 največjimi podjetji 12 farmacevtskih podjetij, 7 ameriških in 5 evropskih. Farmacevtska panoga sestavljena iz teh 12 podjetij je bila s 301.446 milijoni dolarjev uvrščena na 13. mesto med vsemi proučevanimi panogami. Največji absolutni dobiček je med 500 proučevanimi podjetji ustvarila panoga

komercialnega bančništva (148.858 milijonov dolarjev), farmacevtska panoga pa je z 48.244 milijoni dolarjev zasedla 4. mesto. Čeprav se farmacevtska panoga ubada s vse strožjimi ukrepi vlad za racionalizacijo proračunskih izdatkov za zdravstvo ter vse bolj rastočo konkurenco generičnih proizvajalcev, še vedno ohranja relativno visoko dobičkonosnost prihodkov v primerjavi z ostalimi panogami, saj je leta 2003 še vedno dosegla najvišje stopnje dobičkonosnosti prihodkov in sicer 15,5 odstotkov (tabela 3). Tako med 20 podjetji z najvišjo dobičkonosnostjo prihodkov najdemo kar 4 farmacevtska podjetja.

Tabela 2: Pregled panog v svetovnem gospodarstvu – 500 največjih podjetij leta 2003 po reviji Fortune

Rang	Panoga	Št. podjetij	Prihodki (v mio USD)	Dobiček (v mio USD)	Rang
1	Predelava nafte	32	1.675.006	116.647	2
2	Motorna vozila in deli	32	1.538.270	34.936	5
3	Komercialno bančništvo	58	1.534.787	148.858	1
4	Telekomunikacije	24	772.021	62.242	3
5	Trgovina s hrano, lekarne, drogerije	23	720.634	13.565	13
6	Elektronika	18	686.040	14.446	11
7	Zavarovanje (živiljenjsko, zdravstveno) - stock	21	674.663	16.890	9
8	Zavarovanje blaga	18	615.396	30.954	7
9	Trgovine s spl. blagom	12	540.749	15.950	10
10	Elektrika, plin	23	499.698	20.880	8
11	Računalniki, pisarniška oprema	9	328.836	13.666	12
12	Zavarovanje (živiljenjsko, zdravstveno) - vzajemno	11	325.318	7.960	22
13	Farmacija	12	301.446	48.244	4
14	Specializirane trgovine	13	290.224	11.961	16
15	Vesoljska in obrambna industrija	11	276.650	7.936	23
16	Razpršena premoženja	6	275.907	34.698	6
17	Pošta, dostava pošilk	9	251.770	10.132	18
18	Energija	11	240.214	(1.631)	49
19	Zdravstveni grosisti	6	227.819	3.092	32
20	Zdravstvo	12	223.150	6.374	26
21	Trgovanje	10	199.101	8.107	21
22	Živilska industrija	6	197.425	13.459	14
23	Kemična industrija	8	189.546	3.454	30
24	Kovinska industrija	9	179.277	6.382	25
25	Zabavna industrija	6	162.872	5.260	28

Vir: Fortune – 2004 Global 500, str. F-21.

Tabela 3: Prvih pet panog v svetu glede na povprečno stopnjo dobička v prihodkih leta 2003 v analizi 500 največjih podjetij po reviji Fortune

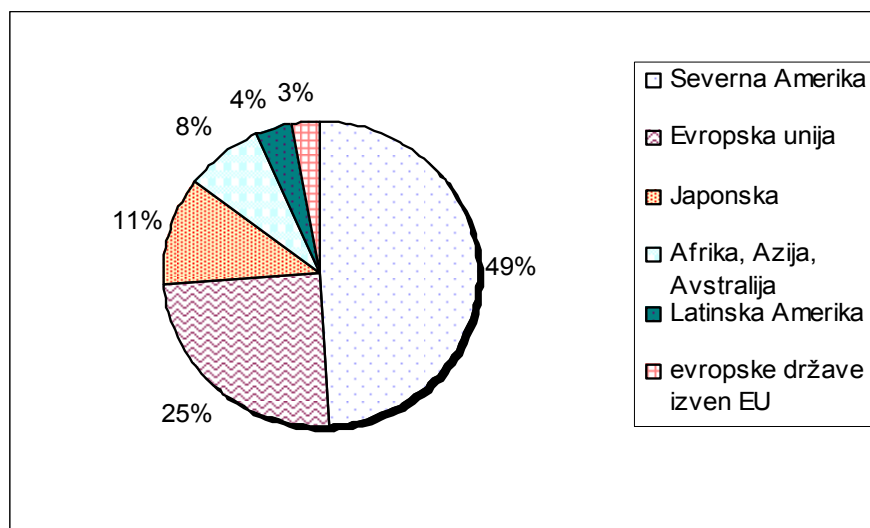
Rang	Industrija	Dobičkonosnost prihodkov (v %)
1	Farmacija	15,5
2	Razpršena premoženja	13,3
3	Borznoposredniške hiše	11,8
4	Trgovine s gospod. proizvodi in osebno nego	11,2
5	Komercialno bančništvo	9,4

Vir: Fortune – 2004 Global 500, str. F-24.

4.2 Svetovna farmacevtska industrija

Sam svetovni farmacevtski trg pa lahko razdelimo na pet prodajnih regij in sicer na Severno Ameriko, ki je leta 2003 Evropsko unijo, področje Afrike, Azije in Avstralije, Latinsko Ameriko in na evropske države izven EU.

Slika 1: Razdelitev svetovne prodaje zdravil po regijah v letu 2003



Vir: IMS Health Inc., 2004.

V letu 2003 je celotna svetovna prodaja zdravil na recept znašala 466,3 milijard ameriških dolarjev, kar je 9 % več kot leto prej. Severna Amerika, Evropska unija ter Japonska predstavljajo okrog 85 % svetovne prodaje v letu 2003. Največja prodajna regija zdravil je trg Severne Amerike, ki je v letu 2003 zabeležila za 229,5 milijarde dolarjev prodaje, kar predstavlja 11 % povečanje glede na prejšnje leto ter skoraj polovico celotne svetovne prodaje zdravil. Kot je razvidno iz tabele 4, svetovni farmacevtski trg v tem letu nadaljuje s solidno rastjo, kljub temu, da se sooča s težkimi ekonomskimi razmerami in nenehnim pritiskom s strani držav, medijev in vlagateljev. Ameriški trg še vedno predstavlja največjo gonilno silo, Evropska unija ter Azija pa dosegata dokaj solidne rasti. Razlogi za doseganje takšne svetovne rasti so predvsem močan asortiman razvijajočih se zdravil, staranje populacije ter povečanje povpraševanja po novih, inovativnih načinih zdravljenja (IMS Health Inc, 2004).

Tabela 5 nadalje kaže razmerja moči največjih desetih svetovnih farmacevtskih podjetij po prodaji leta 2003. Vidimo, da je 10 vodilnih podjetij doseglo prodajo v višini skoraj 200 milijard dolarjev, kar predstavlja skoraj polovico celotne svetovne prodaje. Vodilno mesto zavzema Pfizer, ki je s prevzemom Farmacije postal vodilno svetovno farmacevtsko podjetje, s prodajo vredno 45 milijard dolarjev. Svojega najbližjega nasledovalca, britansko družbo GlaxoSmithKline prekaša za skoraj 20 milijard dolarjev. Sledita jim ameriški Merck ter britansko-švedska AstraZeneca, peto mesto pa zaseda Johnson&Johnson. Med 10 vodilnih podjetij se še uvrščata Aventis, ki se je letos združil s francoskim Sanofi-Synthelabom in

ameriški Bristol Myers Squibb ter švicarski podjetji Novartis in Roche, 10. mesto pa pripada ameriškemu Wyethu.

Tabela 5: Največja svetovna inovativna podjetja glede na prodajo v letu 2003

Rang	Podjetje	Prodaja (v mrd \$)	Tržni delež (v %)
1.	Pfizer (ZDA)	45,95	11,0
2.	GlaxoSmithKline (VB)	27,0	7,2
3.	Merck&Co (ZDA)	21,6	5,6
4.	AstraZeneca (VB/Šved.)	17,3	4,5
5.	Johnson&Johnson (ZDA)	17,2	4,5
6.	Aventis (F)	16,6	4,3
7.	Bristol-Myers-Squibb (ZDA)	14,7	3,8
8.	Novartis (Švica)	13,6	3,5
9.	Roche (Švica)	12,4	3,2
10.	Wyeth (ZDA)	11,7	3,1
Skupaj		198,1	47,9

Vir: Urbanija, 2004, str. 20.

4.2.1 Združitve in prevzemi

Za farmacevtsko industrijo lahko rečemo, da združitve in prevzemi postajajo sestavni del njenega poslovnega sveta in poglobljena značilnost te panoge v zadnjih letih. V osemdesetih letih prejšnjega stoletja je obstajalo približno 80 velikih farmacevtskih podjetij, leta 2000 jih je bilo le še 35, do leta 2010 pa je predvideno, da naj bi obstajalo le še ducat velikih farmacevtskih podjetij (Kermani, 2002).

Ker je farmacevtska industrija doživela največje stopnje rasti prodaje in dobičkov v osemdesetih letih, iščejo danes podjetja nove spodbude za takšno rast v kapitalskih povezavah. Zaradi velikih stroškov raziskav in razvoja novih zdravilnih učinkovin bodo med inovativnimi podjetji uspela le tista, ki bodo zmožna velikih tovrstnih naložb. Dolgoročna rast med inovativnimi farmacevtskimi proizvajalci bo zato omogočena le tistim, ki bodo sposobni razvoja in globalnega trženja novih zdravil. Vse bolj postaja jasno, da bodo zmogli to le največji farmacevtski proizvajalci.

Da bi si farmacevtski proizvajalci odrezali čim večji kos svetovne pogače zdravil, je notranja rast podjetja premalo. V drugi polovici devetdesetih let je farmacevtska industrija vstopala v obdobje, ko so velike transakcije začele ustvarjati velike družbe, ki poskušajo ostati vodilne na svetovnem trgu. Zaradi številnih združitvev in prevzemov je vrh največjih farmacevtskih družb po prodaji zdravil brez novih kapitalskih povezav največjih postal praktično neosvojljiv. Svetovni vrh tako zasedajo povsem nova imena novonastalih farmacevtskih družb. Že danes je jasno, da bodo te družbe, če se ne bodo ponovno kapitalsko povezovale, vrh največjih po prodaji zdravil kaj kmalu zapustile.

V nadaljevanju (tabela 6) so prikazane večje kapitalske povezave farmacevtske industrije v zadnjih 10 letih. Razvidno je, da je do največjih združitvev prišlo v letih 1999 in 2000, ko sta

se zgodili dve največji kapitalski povezavi v zgodovini farmacevtske panoge ter nastali podjetji GlaxoSmithKline in Pfizer, ki je leta 2003 s prevzemom Pharmacie prevzel vodilno mesto na svetovni ravni. Med pomembnejše kapitalske povezave lahko štejemo še združitev dveh švicarskih podjetij Ciba in Sandoz leta 1996 v novonastalo podjetje Novartis. Leta 1999 je prišlo do združevanj evropskih farmacevtskih družb. Tako sta se združila dva francoska proizvajalca zdravil v skupno podjetje Sanofi-Synthelabo, prišlo je do ene izmed najhitrejših združenj med švedsko Astra in britansko Zeneco v tedaj tretjo največjo farmacevtsko družbo AstraZeneca, z združitvijo nemškega Hoechst in francoskega Rhone-Poulenc pa je nastal Aventis. Najnovejša večja kapitalska povezava, ki se je zgodila letošnjega aprila, je prevzem Aventisa s strani francoskega podjetja Sanofi-Synthelabo. Sanofi-Synthelabu, podjetju, ki je skoraj dvakrat manjše od Aventisa, je uspel posel, vreden približno 65 milijard dolarjev, v katerega se je vmešala tudi politika. Novonastalo podjetje naj bi postalo tretje svetovno podjetje po prodaji, za Pfizerjem in GlaxoSmithKline.

Tabela 6: Velike kapitalske povezave v zadnjih 10 letih

Leto	Prevezemno podjetje	Ciljno podjetje	Vrednost posla v mrd USD	Oblika	Ime podjetja
1995	Glaxo (VB)	Wellcome (VB)	15,2	prevzem	GlaxoWellcome
1996	Ciba (Švica)	Sandoz (Švica)	62,1	združitev	Novartis
1999	Astra (Švedska)	Zeneca (VB)	84,8	združitev	AstraZeneca
1999	Sanofi (Francija)	Synthelabo (Francija)	30,0	združitev	Sanofi-Synthelabo
1999	Hoechst (Nemčija)	Rhone-Poulenc (Francija)	50,0	združitev	Aventis
2000	Pfizer (ZDA)	Warner-Lambert (ZDA)	90,0	prevzem	Pfizer
2000	GlaxoWellcome (VB)	SmithKline Beecham (VB)	168,7	združitev	GlaxoSmithKline
2003	Pfizer (ZDA)	Pharmacia (ZDA)	56,0	prevzem	Pfizer
2004	Sanofi-Synthelabo (Francija)	Aventis (Francija/Nemčija)	65	prevzem	Sanofi-Aventis

Vir: Tratnik, 2001, str. 81; Drug firms Aventis, Sanofi conclude merger, 2004; Letno poročilo Pfizer 2003.

Zaradi radikalnega prestrukturiranja farmacevtske industrije z velikim številom strateških in kapitalskih povezav meja med inovativnimi in generičnimi podjetji čedalje bolj izginja. Inovativne farmacevtske družbe imajo v svoji lasti čedalje večje število generičnih podjetij, generična podjetja pa se z raziskavami in razvojem predvsem novih oblik zdravil čedalje bolj približujejo inovatorjem. Inovativna podjetja konkurirajo vse bolj cenovno, generična pa tudi necenovno. Za generična podjetja, ki so se odločila za samostojno generično pot, velja, da so postala vzdržljivejša, stroškovno učinkovitejša, fleksibilnejša, osredotočena na posamezne trge. Zaradi naraščajoče prodaje generičnih zdravil in velikega števila originalnih zdravil, ki jim bo v kratkem potekla patentna zaščita, vidijo generični proizvajalci hitro možnost rasti tudi v kapitalskih povezavah z drugimi generičnimi proizvajalci. Leta 1999 je bilo tudi med generičnimi proizvajalci zdravil za dobri 2 milijardi dolarjev združenj in prevzemov. Pri kapitalskih povezavah sodelujejo predvsem veliki in srednje veliki generični proizvajalci, kot so Teva, Elan, Shire, Alza itd. (Tratnik, 2001, str. 86).

4.2.2 Poraba zdravil

Prodaja zdravil po terapevtskih skupinah (tabela 7) kaže, da so v vrhu svetovne prodaje predvsem zdravila, ki jih predpisujejo v razvitih državah sveta. Prav zdravila za zniževanje holesterola in antidepresivi že vrsto let povečujejo svetovno prodajo zdravil. Videti je, da so farmacevtske družbe ob očitnem pomanjkanju novih terapevtskih skupin v zadnjih letih ubrale pot aktivnega lansiranja in trženja tistih preparatov, po katerih prav v razvitem svetu največ povprašujejo.

Tabela 7: Svetovna prodaja zdravil po terapevtskih skupinah v letu 2003

Terapevtska skupina zdravil	Prodaja 2003 (v mrd USD)	Rast 2003/2002 (v %)	Svetovni tržni delež (v%)
Hipolipemiki	26,1	14	6
Protiulkusna zdravila	24,3	9	5
Antidepresivi	19,5	10	4
Nesteroidni antirevmatiki	12,4	6	3
Antipsihotiki	12,2	20	3
Kalcijevi antagonisti	10,8	2	2
Eritripoetini	10,1	16	2
Antiepileptiki	9,4	22	2
Oralni antidiabetiki	9,0	10	2
Cefalosporini	8,3	3	2
Skupaj	142,1	11	30

Vir: IMS Health Inc., 2004.

Med izdelki, katerih prodaja zelo narašča, so tudi zdravila za samozdravljenje. Države so spoznale, da rast prodaje zdravil za samozdravljenje, ki si jih bolniki lahko sami kupijo v lekarni, znižujejo stroške zdravstvenega varstva, zato tovrstno prodajo zdravil spodbujajo.

Tabela 8: Najbolje prodajana zdravila v letu 2003

Rang	Zdravilo	Proizvajalec	Prodaja v 2003 (v mrd USD)	Rast 03/02 (v %)
1	Lipitor	Pfizer (ZDA)	10,3	14
2	Zocor	Merck (ZDA)	6,1	-4
3	Zyprexa	Eli Lilly (ZDA)	4,8	13
4	Norvasc	Pfizer (ZDA)	4,5	7
5	Erypo	Johnson&Johnson (ZDA)	4,0	13
6	Ogastrol/Prevacid	Takeda(JAP)/Abbott (ZDA)	4,0	0
7	Nexium	AstraZeneca (SWE/VB)	3,8	62
8	Plavix	Sanofi Synthelabo/Bristol Myers(FR/ZDA)	3,7	40
9	Seretide/Advair	GlaxoSmithKline (VB)	3,7	40
10	Zoloft	Pfizer (ZDA)	3,4	11
	Skupaj		48,3	14

Vir: IMS Health Inc., 2004.

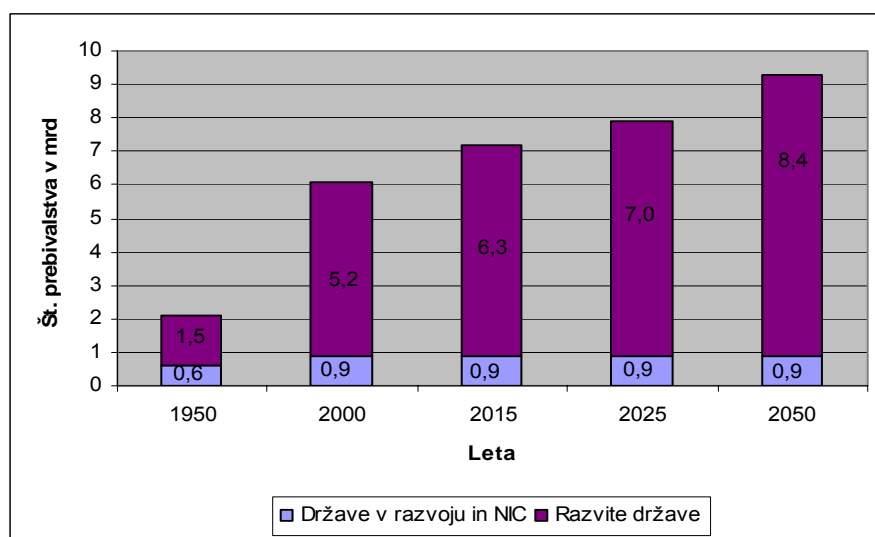
Kot je razvidno iz tabele 8, je znašala prodaja desetih najbolje prodajanih zdravil v letu 2003 48,3 milijarde dolarjev, kar je predstavljalo kar 14-odstotno povečanje glede na leto 2002. Najbolje prodajano zdravilo je bilo Lipitor, ki ga proizvaja podjetje Pfizer, ki ima v skupini desetih najbolje prodajanih zdravil v svetu tri zdravila v skupni vrednosti kar 18 milijard

dolarjev. Med desetimi najbolje prodajanimi zdravili je največjo rast zabeležilo zdravilo Nexium, ki ga proizvaja podjetje AstraZeneca s prodajo v vrednosti 3,8 milijarde dolarjev. Iz tabele 8 je mogoče tudi razbrati, da je med prvimi desetimi najbolje prodajanimi zdravili v svetu kar 8 v lasti ameriških farmacevtskih družb. To vsekakor kaže na večjo produktivnost razvoja in uspehe trženja novih zdravil ameriških proizvajalcev zdravil. Prav ameriške družbe bodo v prihodnosti izgubile največ patentov, kar bo nedvomno prispevalo k padcu njihove prodaje.

4.2.3 Staranje prebivalstva

Zdravstveno stanje prebivalstva (obolevnost, hospitalizacije, invalidnost in smrtnost) v veliki meri odraža povezanost oziroma soodvisnost medicine, farmacevtske industrije in gospodarske razvitosti držav. Obolevnost prebivalstva v gospodarsko razvitih državah se zato močno razlikuje od obolevnosti v nerazvitem svetu. Da je res tako, priča različna poraba zdravil. V nerazvitih državah še vedno porabijo velike količine antibiotikov in drugih življenjsko pomembnih zdravil, medtem ko v razvitem svetu narašča poraba zdravil za kronično in preventivno zdravljenje. Razlike v obolevnosti nastajajo zaradi različnih geografskih leg, genetskih in rasnih razlik, staranja populacije, predvsem v razvitem svetu, različnih načinov življenja ter razvitosti zdravstvenega varstva (Tratnik, 2001, str. 46–47).

Slika 2: Trend povečanja števila prebivalstva



Vir: Deutsche Bank Research, 2003, str. 3.

V svetu živi že 6 milijard ljudi, njihova pričakovana življenjska doba pa še raste. Pričakuje se, da bo leta 2050 število prebivalcev naraslo na 9 milijard. Največja porast naj bi nastala v novih industrializiranih državah (ang. *Newly Industrializing Countries – NIC*) ter državah v razvoju na področju Afrike in Azije, medtem ko naj bi se v razvitih zahodnoevropskih državah populacija celo zmanjšala. Pomembnejša od samega porasta števila prebivalstva je njegova spreminjajoča se starostna struktura. Do leta 2050 naj bi se delež prebivalstva, starejšega od 60 let povečal z današnjih 8 odstotkov na 20 odstotkov v NIC ter državah v

razvoju in z 20 odstotkov na 30 odstotkov v razvitih državah. Za farmacevtska podjetja to pomeni, da bo v prihodnje povečano povpraševanje po zdravilih, ki zdravijo bolezni, povezane s starostjo, kot so kardiovaskularne bolezni, prebavne težave in revmatizem. Hkrati bodo tehnične novosti pri zdravljenju omogočile zdravljenje vse več bolezni, kar bo pripeljalo do podaljšanja pričakovane življenjske dobe ter povečanja porabe zdravil (Deutsche Bank Research, 2003, str. 3).

4.3 Makroekonomsko okolje in finančni trg

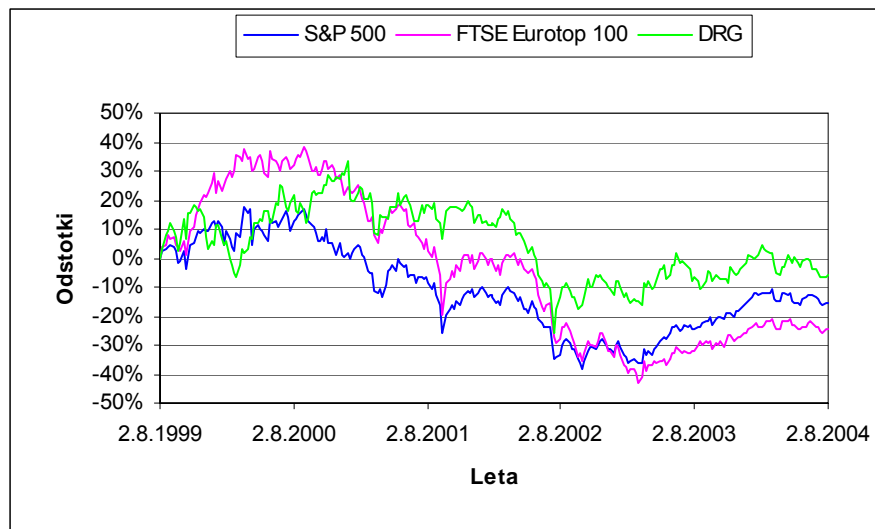
Do sedaj so bili prikazani glavni dejavniki, ki so značilni za farmacevtsko panogo in ki vplivajo na poslovanje farmacevtskih družb, tako inovativnih kot generičnih. V nadaljevanju bo prikazano, kako so se na razmere v panogi skozi obdobje zadnjih petih let odzvala podjetja s svojim poslovanjem ter kako jih je pri tem vrednotil trg. Analiza pa se začne s predstavitvijo makroekonomskega okolja in odzivanja vlagateljev v farmacevtsko panogo.

Za delniške trge zahodne Evrope in ZDA je značilno, da so po izjemni rasti konec devetdesetih let prejšnjega stoletja – to je bilo zlato obdobje predvsem za tehnološke delnice – v letu 2000 dosegli zgodovinsko visoke ravni. Indeks S&P 500, ki meri gibanje 500 največjih ameriških podjetij, je vrh dosegel septembra 2000, medtem ko sta Nasdaq, indeks tehnoloških delnic, in Dow Jones, indeks delnic ameriških blue chipov, začela padati že marca istega leta. Tako je bilo v letu 2000, v primerjavi z drugimi leti za tem, veliko precenjenih delnic, saj se je dogajal proces zmanjševanja bančnih obrestnih mer, ljudje pa so bili pripravljeni s prihranki sprejeti večje tveganje in jih vlagati na kapitalske trge. Tako je na tuje kapitalske trge prišla izjemno velika količina denarja, ponudba delnic pa je bila omejena. Vse skupaj je pognalo cene tujih delnic v višave, posledično pa so bile – kot bo to razvidno v nadaljevanju – vrednosti relativnih kazalnikov izjemno visoke. Leti 2001 in 2002 sta bili potem za tuje vrednostne papirje prelomni, saj se je leta 2001 zgodil napad na trgovinski center v New Yorku, pokazala so se prva znamenja recesije, hkrati pa so izbruhnili računovodski škandali v Ameriki, kar je povzročilo dobeseden beg vlagateljev s tujih kapitalskih trgov. Posledica tega je bilo drsenje cen tujih delnic navzdol in tudi manjšanje vrednosti relativnih kazalnikov.

Farmacevtska podjetja je doletela enaka usoda kot druga podjetja. V letu 2000 so nekatera podjetja dosegala vrtoglave rasti cen, kar pa se je pozneje izkazalo za precenjeno. Tako je za mnoge vlagatelje v farmacevtska podjetja glavni dogodek zadnjih desetih let vsekakor predstavljal prvi dan v letu 2001, ko je farmacevtski indeks ameriške borze začel počasno, ampak stalno pot navzdol, potem ko je le nekaj dni predtem dosegel najvišjo zgodovinsko raven. Pred 1. januarjem 2001 je omenjeni indeks v petih letih dosegel rast v višini 367 odstotkov. Po tem datumu so farmacevtska podjetja izgubila približno slabo četrtno svoje vrednosti (Simons, 2003, str. 68). Pa vendar, če v obdobju, v katerem so delniški trgi večinoma padali (leti 2001 in 2002) med sabo primerjamo farmacevtski indeks ameriške borze (DRG), v katerem so zajeta vodilna ameriška in evropska farmacevtska podjetja, indeks S&P 500 (GSPC) in indeks FTSE Eurotop 100 (FTEU1), ki zajema 100 največjih evropskih podjetij, vidimo, da so farmacevtska podjetja dosegala boljše donose kot pa celotni trg (slika

3). To je značilno za defenzivno vlogo farmacevtske panoge, saj je dokazano, da v času recesije dosega boljše rezultate oziroma da ekonomski cikli nimajo takšnega vpliva kot na druge panoge. Zato predstavlja ta panoga za vlagatelje eno izmed zatočišč v času recesij.

Slika 3: Gibanje indeksov S&P 500, FTSE Eurotop 100 in farmacevtskega indeksa ameriške borze od 2.8.1999 do 2.8.2004



Vir: Yahoo Finance, 2004.

Skoraj triletno obdobje padanja tečajev delnic se je končalo marca leta 2003. Na začetku leta 2003 so bili vlagatelji zaskrbljeni zaradi možnega napada ZDA na Irak, vendar se je, ko so ameriške sile napad tudi dejansko izvedle, pogled vlagateljev na finančne trge zjasnil. Edini razlog za optimizem pa ni bilo le ameriško zmago v Iraku. Prizadevanja ameriškega vodstva za oživitev ekonomije so končno obrodila sadove. Glavni dejavnik so bile gotovo nizke obrestne mere v ZDA, ki so jih Ameriške zvezne rezerve – FED spustile na najnižjo raven v zadnjih 40 letih. Hkrati je Busheva administracija z davčno zakonodajo pripomogla k temu, da sta se podjetniška in potrošniška poraba povečali. Čeprav so evropski indeksi sledili porasti ameriških indeksov, Evropa ni našla prave formule za doseganje takšne ekonomske ekspanzije kot ZDA, saj je rast bruto domačega proizvoda (BDP) v letu 2003 znašala le 0,8 odstotkov v primerjavi z 3,1 odstotkov v ZDA in 3,6 odstotkov v svetu (SG Economic Research, 2004, str. 2). Pri rasti ameriškega BDP pa je zaskrbljujoče, da ekonomska ekspanzija ni zmanjšala števila brezposelnih.

Tabela 9: Realna letna rast bruto domačega proizvoda – BDP (v %) po geografskih področjih za obdobje 2002–2005

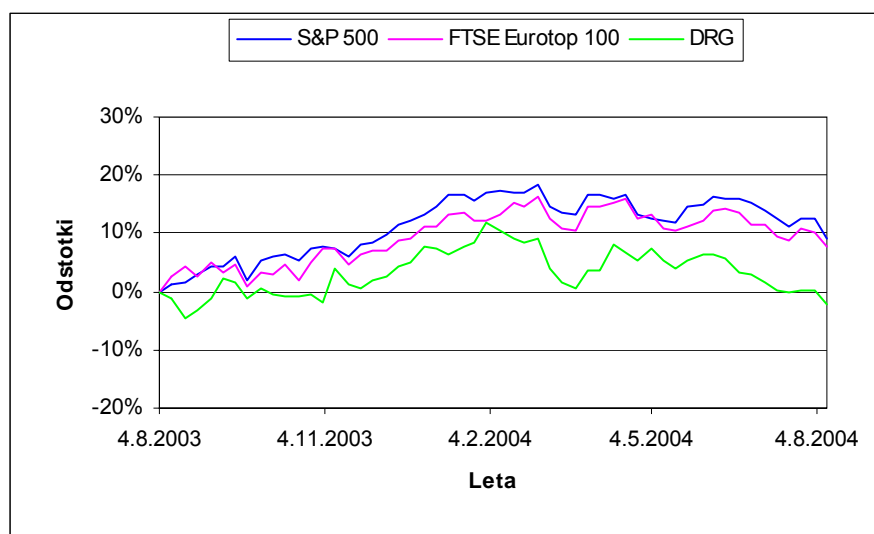
Področje	2002	2003	2004 (napoved)	2005 (napoved)
ZDA	2,2	3,1	4,8	4,0
EU 15	1,0	0,8	2,0	2,1
Vzhodna Evropa (vkl. EU-10)	4,6	5,5	5,0	4,9
Azija	6,1	7,3	7,5	5,8
Svet	2,6	3,6	4,7	4,2

Vir: Societe Generale Economic Research, 2004, str. 2.

V tabeli 9 so prikazane napovedi za rast globalnega gospodarstva. Kot je razvidno iz tabele, bo v prihodnjih dveh letih med razvitimi državami najbolj izrazita rast še naprej v Združenih državah Amerike. Evropska unija bo tudi v prihodnjih dveh letih po napovedih v gospodarski rasti nekoliko zaostajala za drugimi ekonomskimi območji, hkrati pa naj bi rast vzhodnoevropskih držav skupaj z 10 novimi članicami Unije počasi upadala.

V letu 2004 so na gibanje delniških indeksov vplivali številni dejavniki: od terorističnega napada na Madrid, visokih cen nafte do letošnjih predsedniških volitev v ZDA. Po mnenju mnogih analitikov pa so nanj najbolj vplivala pričakovanja glede dviga obrestnih mer v ZDA, saj so nizke obrestne mere spodbudile povečano gospodarsko rast, ki s seboj prinaša tudi določene inflacijske pritiske na ravni cen. Obrestne mere so tako kar nekaj časa burile duhove na borzah, saj delniški trgi niso najbolj naklonjeni njihovemu naraščanju. Višje obrestne mere namreč pomenijo višji strošek zadolževanja podjetij in posledično manjše dobičke. Ugibanja, kdaj se bodo obrestne mere začele dvigovati, so se končala konec junija, ko so FED povečale obrestne mere za 25 odstotnih točk na raven 1,25 odstotka in tako napovedale začetek obdobja zmerne povečevanja obrestnih mer.

Slika 4: Gibanje indeksov S&P 500, FTSE Eurotop 100 in farmacevtskega indeksa ameriške borze od 4.8.2003 do 9.8.2004



Vir: Yahoo Finance.

Na sliki 4 je prikazano, kako so se v minulih 12 mesecih na ekonomske in geopolitične razmere odzivali delniški trgi in cene delnic farmacevtskih podjetij. Kot lahko vidimo, so ob lanskoletnem vzponu na delniških trgih farmacevtska podjetja dosegala precej slabše donose kot pa celoten trg. Razloge za slabšo rast farmacevtske panoge v primerjavi z ameriškim indeksom S&P 500 in evropskim indeksom FTSE Eurotop 100 je potrebno poiskati v težavah s katerimi se sooča panoga, predvsem v poteku patentov najboljše prodajanih zdravil, nezmožnosti podjetij ustvariti nove prodajne uspešnice, vse večji konkurenci, ki jo predstavljajo generični proizvajalci ter vse glasnejših zahtevah potrošniških skupin po znižanju cen zdravil (Revell, 2004, str. 100). Opaziti je tudi, da ostajajo trgi v trgovalnem

razponu, iz katerega se v zadnjih treh mesecih niso mogli prebiti. Glavni razlogi za takšno stanje so solidne razmere v ameriškem gospodarstvu s prvimi znaki prebujenja evropskega gospodarstva, dobri polletni rezultati podjetij, medtem ko so še vedno aktualne teroristične grožnje in zgodovinsko visoke cene nafte. Za konec leta 2004 lahko pričakujemo, da bosta zmerna gospodarska rast in spodbudna denarna politika podprli tečaje in prinesla vlagateljem nekaj odstotkov donosa (Erker, 2004. str. 5).

4.4 Analiza poslovanja farmacevtske panoge

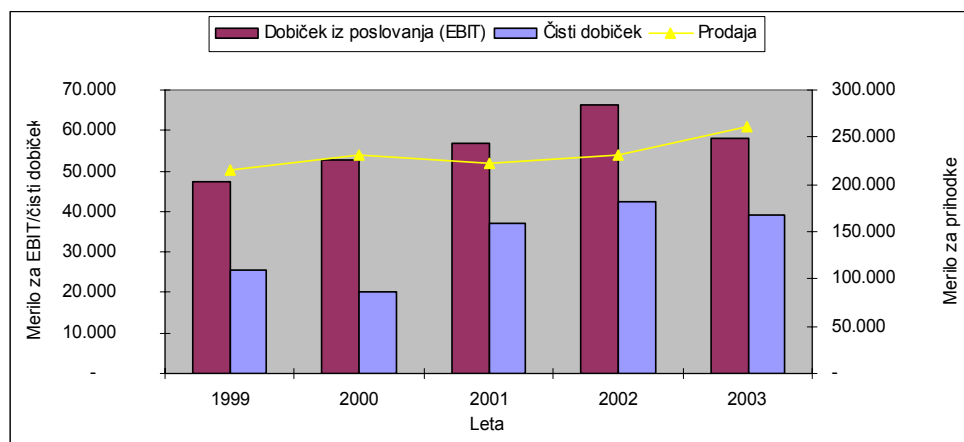
Analiza poslovanja panoge bo predstavljena s skupino inovativnih in skupino generičnih podjetij. Skupino inovatorjev bo predstavljalo deset največjih farmacevtskih podjetij, in sicer 7 ameriških ter 3 evropska. Tako bodo skupino sestavljala ameriška podjetja Pfizer, Johnson&Johnson, Merck&Co, Eli Lilly&Co, Abbott Laboratories, Wyeth in Bristol Myers Squibb ter evropska GlaxoSmithKline, Novartis in AstraZeneca. Skupino generikov pa bo predstavljalo osem podjetij, in sicer izraelski velikan med generiki Teva, pet ameriških – Mylan, Watson, Alpharma, Ivax, Par Pharmaceutical, nemška Stada ter slovenski predstavnik Krka.

Zaradi dostopnosti podatkov in lažje primerljivosti – vsi podatki so v ameriških dolarjih, čisti dobiček in knjigovodska vrednost kapitala pa morajo biti usklajeni z US GAAP (ameriški splošno sprejeti računovodski standardi) – so za evropska inovativna podjetja uporabljeni podatki njihovih ADR-jev (ang. *American Depositary Receipts*) oziroma potrdil o lastništvu. ADR-ji so potrdila o lastništvu vrednostnih papirjev, s katerim se trguje na ameriškem organiziranem trgu vrednostnih papirjev (New York Stock Exchange, American Stock Exchange, Nasdaq ...) in so izdana zunaj domačega trga ter se z njimi ne trguje na domačih borzah. Delnice, na podlagi katerih se izdaja potrdil izvede, se deponirajo pri depozitarni banki, ki je na lokalnem trgu vpisana kot imetnica delnic. Depozitarna banka konvertira te delnice v potrdila o lastništvu in jih vpiše pri enem od mednarodnih klirinških sistemov (Euroclear, Cedel, DTC). Glavni namen potrdil o lastništvu je v tem, da se z izdajo potrdil poveča krog morebitnih vlagateljev v delnice podjetja, še posebno med možnimi dolgoročnimi vlagatelji, ter, kar je najpomembnejše, da imajo potrdila o lastništvu enake pravice kot delnice (Čvorovič, 2002, str. 22). Na ceno potrdil o lastništvu pa poleg samega poslovanja podjetja in ekonomskega stanja v domači državi vpliva tudi menjalniški tečaj med lokalno valuto ter ameriškim dolarjem (Bodie, 1996, str. 17).

V spodnjih grafih so prikazana gibanja prodaje, dobička iz poslovanja in čistega dobička za obe skupini podjetij. Vidimo lahko, da se težave, s katerimi se ubadajo inovativna podjetja, poznajo tudi na njihovem poslovanju. Na drugi strani pa je mogoče opaziti, da so konkurenčna generična podjetja dosegala impresivne rezultate. Skupina izbranih inovativnih podjetij je tako dosegla 5,24-odstotno povprečno letno rast prodaje v zadnjih petih letih, medtem ko je skupina generičnih podjetij v istem obdobju dosegla kar 22,01-odstotno povprečno letno rast prodaje. Težave so se najbolj pokazale v letu 2001, ko se je povprečna prodaja skupine inovativnih podjetij zmanjšala za 4 odstotke glede na leto prej. Razlogi so

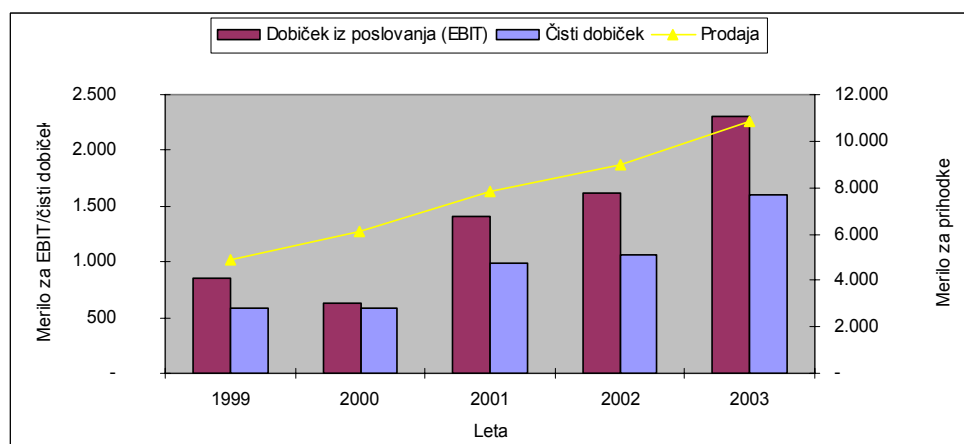
predvsem v tem, da so se v letu 2001 inovativna podjetja spopadala z do takrat največjimi težavami, tako da so v tem letu morala pogostokrat zmanjšati ocene prihodnjih dobičkov, hkrati pa je konkurenca s strani generičnih proizvajalcev še vedno strmo naraščala (MedAd News, 2002 str. 3).

Slika 5: Gibanje dobička iz poslovanja (EBIT), čistega dobička in prodaje za skupino inovativnih podjetij v obdobju 1999–2003 (v mio USD)



Vir: Reuters 2004; Lastni izračun.

Slika 6: Gibanje dobička iz poslovanja (EBIT), čistega dobička in prodaje za skupino generičnih podjetij v obdobju 1999–2003 (v mio USD)



Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada AG 2000–2003; Letna poročila Krka d.d. 2000–2003; Lastni izračun.

Če pogledamo gibanje dobička iz poslovanja in čistega dobička med skupinama, dobimo enako sliko kot prej. Tako se je dobiček iz poslovanja pri inovativnih podjetjih letno v povprečju povečal za 5,81 odstotka, pri čemer je v letu 2003 zaznati upad za skoraj 13 odstotkov glede na leto 2002. Čisti dobiček je dosegel višjo rast, saj je povprečna letna rast bila kar 17,02-odstotna, največjo rast je dosegel leta 2001, kar pa je posledica velikih zniževanj stroškov podjetij (MedAd News, 2002, str. 3). Skupina generičnih podjetij je tudi pri dobičku iz poslovanja in čistem dobičku zabeležila dosti boljše rezultate, saj se je dobiček iz poslovanja v povprečju na leto zvišal za 38,32 odstotka, čisti dobiček pa za 31,62 odstotka. Ob tem se postavlja vprašanje, do kdaj lahko generična podjetja dosegajo takšne rasti. Po

podatkih priznane svetovalne hiše IMS Health Inc. naj bi generični trg v obdobju od leta 2002 do leta 2008 rasel po 13,5-odstotni povprečni letni stopnji. Ob tem pa naj bi do leta 2008 patentno zaščito izgubila številna podjetja, v prodaji vredni kar 84 milijard dolarjev (Schulz, 2004). Možnosti za rast generičnih podjetij je tako še dovolj.

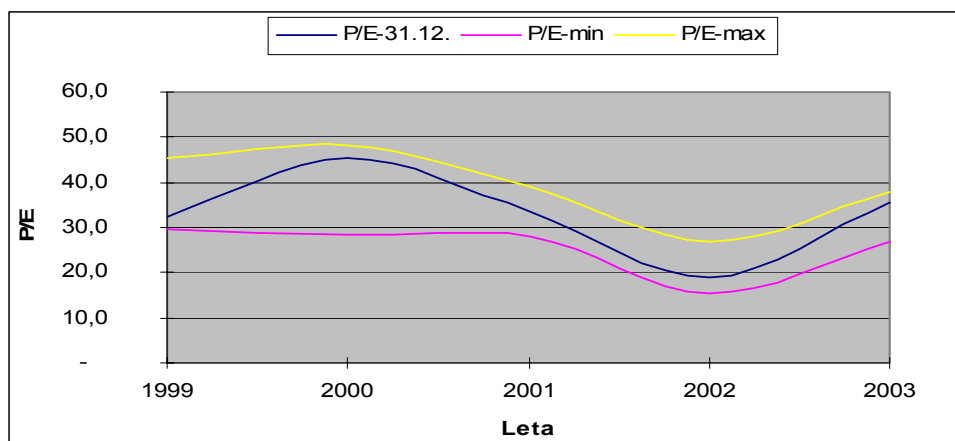
4.4.1 Analiza s pomočjo relativnih modelov vrednotenja

V spodnjih grafih je prikazano časovno gibanje ključnih relativnih kazalcev vrednosti v obdobju zadnjih petih let. Kazalci prikazujejo odvisnost cene od: dobička (P/E), knjigovodske vrednosti kapitala (P/B) in prodaje podjetja (P/S). Prikazana sta tudi oba kazalnika, ki namesto cene jemljeta celotno vrednost podjetja (EV/EBITDA in EV/SALES).

Relativni kazalci vrednosti bodo prav tako prikazani za obe skupini podjetij. Iz analize so v posameznem letu izključena podjetja, ki dosegajo negativne vrednosti kazalcev, in podjetja, ki v posameznem letu dosegajo vrednosti, ki močno odstopajo od normalnih. V vsakem grafu so tri krivulje. Delež posameznega podjetja v krivulji pa je tehtan z tržno kapitalizacijo na dan 31.12.2003. Vsaka krivulja je dejansko le povezava 5 točk (za vsako leto ena), torej ne predstavlja gibanja znotraj leta. Dejansko gibanje znotraj leta pa je predstavljeno s tremi krivuljami. Tako srednja krivulja predstavlja zaključno (na 31.12.) povprečno (tehtano) vrednost kazalca, zgornja krivulja predstavlja najvišjo povprečno vrednost kazalca v koledarskem letu in spodnja krivulja najnižjo povprečno vrednost kazalca. Zaradi nedostopnosti podatkov sta ti vrednosti odvisni izključno od povprečnega gibanja cen delnic podjetij, saj so v imenovalcu uporabljene knjigovodske vrednosti na koncu leta. Tako nam vertikalni razmak med krivuljami prikazuje gibanje kazalcev znotraj leta, horizontalni pa med leti.

4.4.1.1 Skupina inovatorjev

Slika 7: Gibanje kazalca P/E za skupino inovativnih podjetij od leta 1999 do leta 2003

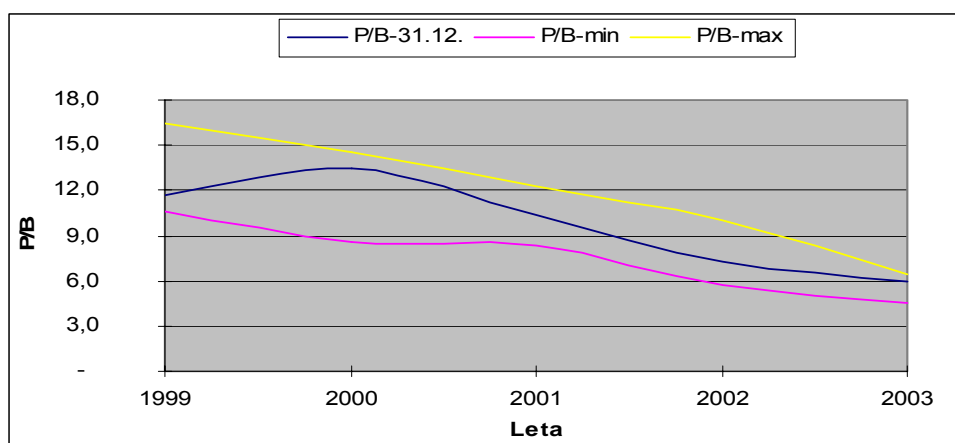


Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Iz slike 7 je razvidno, da se je kazalec P/E gibal v skladu z gibanjem delniških indeksov, saj je lepo viden porast vrednosti v letu 2000, kot posledica povečanja cen delnic. Vrednost kazalca

je na koncu leta 2000 znašala 45,24, hkrati pa je v tem letu kazalec dosegel najvišjo vrednost (48,16). Po letu 2000 se je kazalec odzval na gospodarske in geopolitične krize, tako da je na koncu leta 2001 znašal 33,43, konec leta 2002 pa je pristal na najnižji končni vrednosti v zadnjih petih letih in znašal le še 19,00. Tako je P/E v vsega dveh letih izgubil več kot 50 odstotkov. Vendar je panoga leta 2003, ko je udeležence finančnih trgov preplaval optimizem in ko se je začelo rahlo ekonomsko okrevanje, dosegla boljše rezultate in je kazalec leto končal pri 35,59, kar je blizu najvišje vrednosti v letu 2003 (37,79). Če pogledamo celotno petletno obdobje, lahko rečemo, da je panoga visoko vrednotena, saj, če ne upoštevamo leta 2000, zavzema vrednosti, ki so višje od ostalih let.

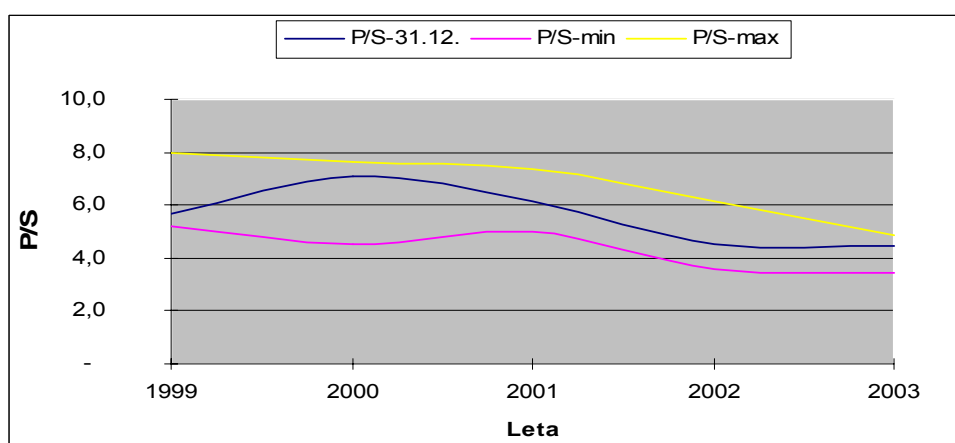
Slika 8: Gibanje kazalca P/B za skupino inovativnih podjetij od leta 1999 do leta 2003



Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

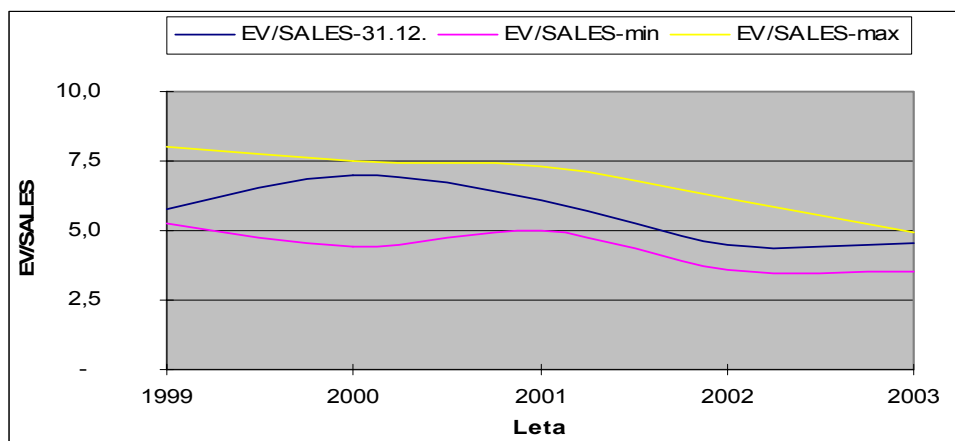
Iz slike 8 je možno opaziti trend zmanjševanja vrednosti kazalca P/B, saj se je vrednost zaključnega povprečnega kazalca zmanjšala s 13,52 leta 2000, ko je kazalec dosegel najvišjo vrednost, na 5,92 leta 2003, kar predstavlja 56-odstotno zmanjšanje.

Slika 9: Gibanje kazalca P/S za skupino inovativnih podjetij od leta 1999 do leta 2003



Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

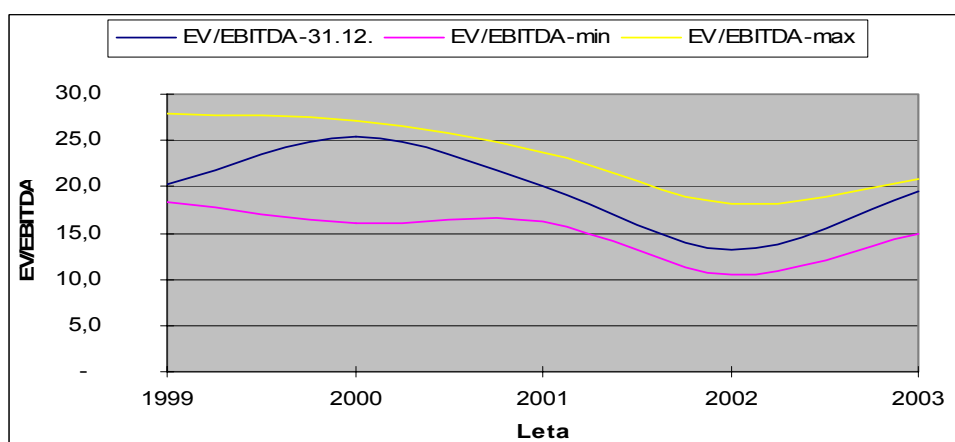
Slika 10: Gibanje kazalca EV/SALES za skupino inovativnih podjetij od leta 1999 do leta 2003



Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Ker imata kazalca P/S in EV/SALES oba v imenovalcu vrednost celotne prodaje, bosta obravnavana skupaj. Prav tako kot pri kazalcu P/B je pri obeh kazalcih možno opaziti trend zmanjševanja vrednosti (slika 9 in 10). Porast sta kazalca dosegla v letu 2000, ko sta dosegala najvišje povprečne zaključne vrednosti. Povprečne zaključne vrednosti kazalca P/S so upadale od leta 2000, ko je dosegel vrednost 7,10, do leta 2003, ko je vrednost znašala 4,47. Najvišjo povprečno vrednost je kazalec dosegel leta 1999 (8,00), najnižjo pa leta 2003 (3,43). Pri kazalcu EV/SALES je mogoče ugotoviti zelo podobne značilnosti gibanja vrednosti, saj je najvišje povprečne vrednosti prav tako dosegel leta 1999 (8,17) in najnižje leta 2003 (3,50). Pri zaključnih povprečnih vrednostih kazalca EV/SALES je tudi možno zaslediti upad od leta 2000, le da se je kazalec leta 2003 malenkostno zvišal glede na predhodno leto. Razlogi za upad vrednosti kazalcev so predvsem v problemih, s katerimi se srečujejo inovativna podjetja, in hkrati upadanju prodajnih marž. Če upoštevamo kazalca pri vrednotenju, je opazno, da je panoga dokaj podcenjena, saj dosegata dokaj nizke vrednosti glede na pretekla leta.

Slika 11: Gibanje kazalca EV/EBITDA za skupino inovativnih podjetij od leta 1999 do leta 2003

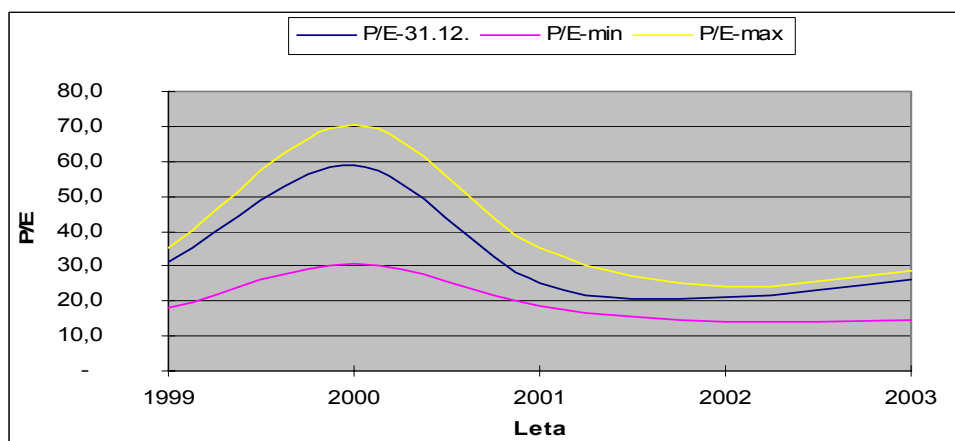


Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Pri kazalcu EV/EBITDA je možno opaziti zelo podobno gibanje kot pri kazalcu P/E. Tako je bila panoga najboljše ovrednotena leta 2000, ko je povprečna zaključna vrednost kazalca dosegla 25,34, najslabše pa v letu 2002, ko je vrednost bila 13,17. Panoga je na podlagi tega kazalca povprečno ovrednotena, saj na koncu leta 2003 dosega raven, ki je zelo blizu petletni povprečni vrednosti.

4.4.1.2 Skupina generikov

Slika 12: Gibanje kazalca P/E za skupino generičnih podjetij od leta 1999 do leta 2003

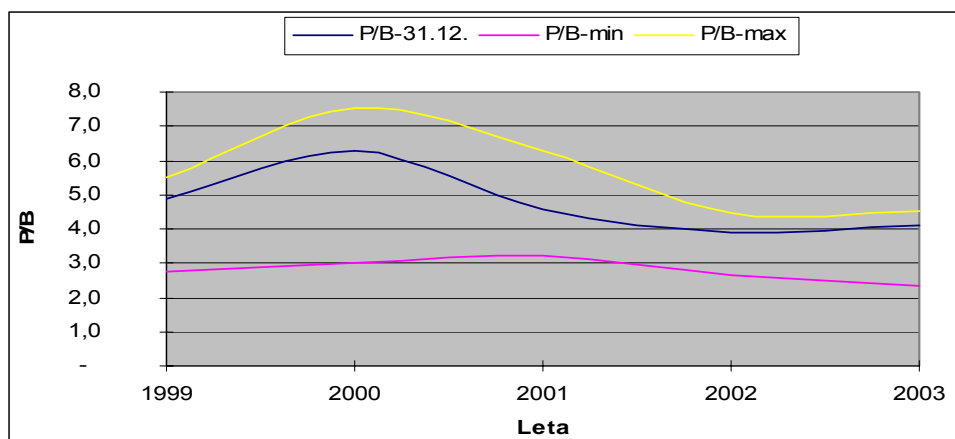


Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada 2000–2003; Letna poročila Krka 2000–2003; Lastni izračun.

Tako kot pri skupini inovativnih podjetij se je tudi pri generični skupini kazalec P/E močno odzval leta 2000, ko je dosegel najvišjo vrednost v višini kar 70,66. Vrednost zaključnega povprečnega kazalca je leta 2000 znašala 58,75, tako da je razlika z ostalimi zaključnimi vrednostmi znašala tudi več kot 100 odstotkov, kar je predvsem posledica povečanja cen delnic v letu 2000. Leta 2000 je opaziti izrazito gibanje kazalca med letom, saj je razlika med najnižjo in najvišjo povprečno vrednostjo znašala kar 130 odstotkov. Za vsa leta je na splošno značilno, da je gibanje kazalca znotraj leta zelo volatilno, saj je razlika med skrajnima vrednostima v povprečju 95-odstotna. Prikazane velike razlike so izključno odraz gibanja cen delnic podjetij. Najslabše ovrednoteno je bilo leto 2002, ko se je počasi zaključevalo več kot dvoletno obdobje padanja delniških tečajev, medtem ko je v letu 2003 že opaziti občutno porast vrednosti, kar kaže na relativno precenjenost glede na zadnja tri leta, vendar pa ob upoštevanju let 1999 in 2000 kazalec dosega nižje vrednosti. Ob tem se je potrebno zavedati, da so v letu 2000 cene delnic podjetij na finančnem trgu dosegale rekordne vrednosti ter tako pognale vrednosti kazalca v višave.

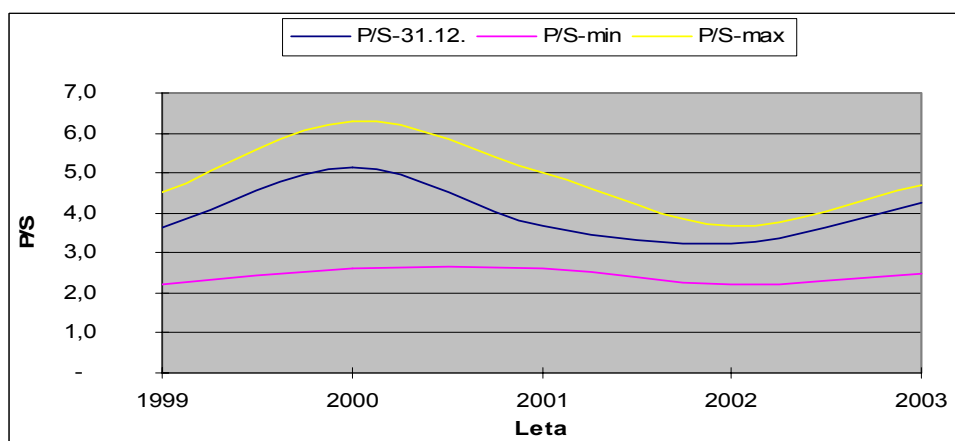
Pri kazalcu P/B je možno opaziti enak trend gibanja kot pri kazalcu P/E. Leto 2000 je zopet predstavljalo najboljše ovrednoteno leto, ko je kazalec dosegel vrednost 6,28 na koncu leta, leto 2002 pa najslabše, pri vrednosti kazalca 3,89. Hkrati je opaziti ponovne velike absolutne razlike v posameznih letih.

Slika 13: Gibanje kazalca P/B za skupino generičnih podjetij od leta 1999 do leta 2003



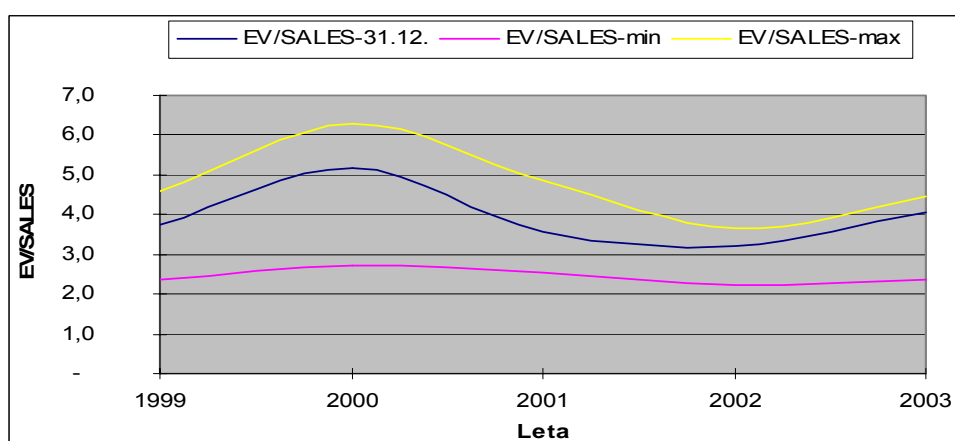
Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada 2000–2003; Letna poročila Krka 2000–2003; Lastni izračun.

Slika 14: Gibanje kazalca P/S za skupino generičnih podjetij od leta 1999 do leta 2003



Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada 2000–2003; Letna poročila Krka 2000–2003; Lastni izračun.

Slika 15: Gibanje kazalca EV/SALES za skupino generičnih podjetij od leta 1999 do leta 2003

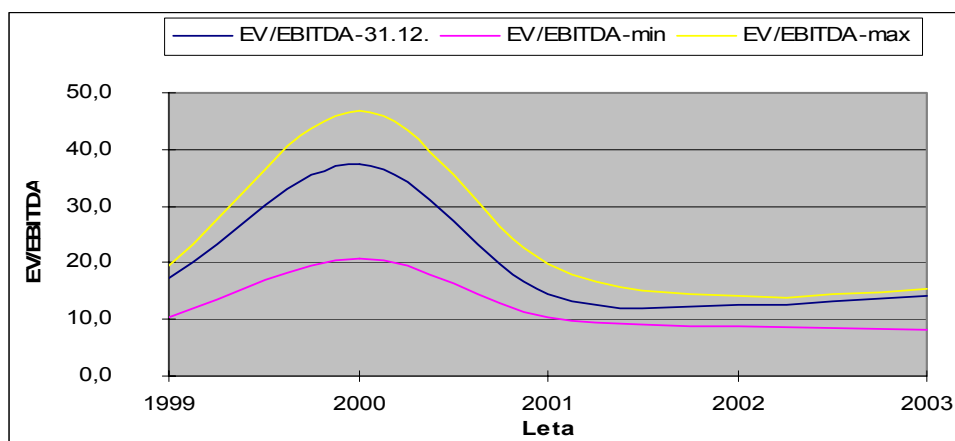


Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada 2000–2003; Letna poročila Krka 2000–2003; Lastni izračun.

Tudi pri kazalcih P/S in EV/SALES se zazna enak trend gibanja kot pri prejšnjih dveh. Tudi ta dva kazalca sta v letu 2000 dosegala najvišje zaključne vrednosti, P/S pri 5,12, EV/SALES

pa pri 5,16, najslabše pa letu 2002, in sicer 3,25 ter 3,21. Zanimivo je, da vrednosti obeh kazalcev med posameznimi leti niso toliko odstopale, saj se je vrednost na koncu leta pri P/S gibala v razponu od 3,25 do 5,12, pri EV/SALES pa od 3,21 do 5,16. Razlog za to je predvsem v tem, da so podjetja kljub padanju cen delnic ter težkim splošnim ekonomskih razmeram uspevala iz leta v leto povečevati prodajo, saj so vsa večinoma dosegala dvoštevlično rast prodaje.

Slika 16: Gibanje kazalca EV/EBITDA za skupino generičnih podjetij od leta 1999 do leta 2003



Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada 2000–2003; Letna poročila Krka 2000–2003; Lastni izračun.

Pri kazalcu EV/EBITDA je ravno tako kot pri ostalih kazalcih opaziti veliko povečanje v letu 2000 pri vrednosti 37,40 na koncu leta, kar je predstavljalo skoraj 115-odstotno povečanje glede na vrednost kazalca konec leta 1999. Tudi tu je vrednost na koncu leta 2000 glede na druga leta odstopala za več kot 100 odstotkov. Zopet je to posledica povečanja cen delnic, saj so se delnice generičnih podjetij v panogi leta 2000 v povprečju povečale za 52 odstotkov. Kazalec je dosegel najnižje vrednosti v letu 2002, ko je na koncu leta znašal 12,52. Na koncu leta 2003 se je vrednost kazalca nekoliko povzpela glede na leto 2002 in dosegla vrednost 14,08, kar je nižje od petletnega povprečja (19,15). To pomeni, da je ob upoštevanju petletnega obdobja skupina generičnih podjetij podcenjena.

5. Sklep

Temeljna analiza delnic je ena izmed ključnih metod pri investicijskem odločanju aktivnih udeležencev trga kapitala. Sestavljena je iz različnih analiz okolja, analiz podjetja samega ter analize tveganja. Njena celovitost se odraža v natančnejši oceni notranje vrednosti delnice, vendar je precej dolgotrajna in od analitika zahteva precej znanja ter izkušenj.

V diplomskem delu so prikazane glavne značilnosti temeljne analize s prikazom modelov vrednotenja delnic. Samih modelov je v teoriji precej, tako da so predstavljene le najosnovnejše metode ter tiste, ki se v praksi najbolj uporabljajo. Tako velja dividendno-diskontni model za najosnovnejšega, temelji pa na izračunu sedanje vrednosti podjetja, ki je enaka diskontiranim prihodnjim dividendam ali donosom lastnikov z ustrezno zahtevano

stopnjo donosa. Na tej osnovi temelji tudi metoda diskontiranih denarnih tokov. Napovedovanje le-teh se izvaja v dveh delih. Prvi je napoved v eksplicitnem obdobju, kjer opravimo finančne projekcije prihodnjega poslovanja podjetja, drugi pa je napoved po eksplicitnem obdobju, kjer se predvidi stalna stopnja rasti podjetja v tem obdobju. Vrednost podjetja je seštevek sedanje vrednosti denarnih tokov v obeh obdobjih. Relativne metode vrednotenja pa temeljijo na izračunih posameznih kazalcev, ki jih nato primerjamo med konkurenčnimi podjetji. Najpogosteje uporabljeni kazalec, multiplikator čistega dobička, ima veliko slabosti, zato se velikokrat uporabljajo tudi alternativni kazalci, kot je npr. celotna vrednost podjetja v primerjavi z denarnim tokom iz poslovanja pred davki (EV/EBITDA). Slednji pri izračunih odpravlja probleme izkrivljenih čistih dobičkov podjetij na račun amortizacije, izrednih prihodkov in prihodkov od financiranja.

Namen diplomskega dela je prikazati značilnosti farmacevtske panoge in njeno vrednotenje s strani trga. Najbolj uporabni modeli za vrednotenje skupine podjetij oziroma panoge so relativni modeli, ki so v diplomskem delu tudi uporabljeni za vrednotenje farmacevtske panoge. Kljub mnogim pomanjkljivostim so relativni modeli vrednotenja v praksi izjemno priljubljeni zaradi svoje enostavnosti, kar pa pogostokrat privede do njihove napačne uporabe in s tem do napačnih naložbenih odločitev. Zato mnogi analitiki opozarjajo, da naj vrednotenje s relativnimi kazalniki ne bi predstavljalo edinega modela vrednotenja podjetij oziroma naj bi ti služili le kot pomoč pri potrjevanju rezultatov, pridobljenih z drugimi metodami vrednotenja.

Svetovni farmacevtski trg v zadnjih letih zaznamujejo hitre, presenetljive in kompleksne spremembe. Vendar celo v primerjavi z drugimi hitro razvijajočimi se panogami ostaja farmacija med najbolj inventivnimi, propulzivnimi in najbolj dobičkonosnimi visokotehnološkimi panogami. Panoga se sooča z vse večjimi pritiski vlad, ki želijo zmanjšati državne izdatke za zdravstvo, medtem ko bliskovito naraščajo stroški razvoja novih zdravil. Hkrati se prepad med povečanimi vlaganji v raziskovalno-razvojne aktivnosti, ki morajo ustvariti popolnoma nova zdravila, in številom na novo vpeljanih zdravil vse bolj pogloblja. Čeprav se svetovni farmacevtski trg iz leta v leto povečuje in je leta 2003 dosegel že 466 milijard dolarjev, se rasti prodaje vodilnih inovativnih farmacevtskih podjetij počasi, a vztrajno zmanjšujejo. Vse to dobro izkoriščajo generični proizvajalci, ki bliskovito povečujejo svoje prihodke in dobičke ter inovativnim podjetjem predstavljajo eno od poglavitnih skrbi.

Težave, s katerimi se ubadajo inovativna podjetja so jasno razvidna iz njihovih poslovnih rezultatov. Skupina inovativnih podjetij je zaradi omenjenih težav v zadnjih petih letih dosegala dosti slabše rezultate poslovanja v primerjavi z generično skupino, ki je v enakem obdobju dosegala zelo impresivne rasti tako prodaje kot dobička. Inovativna skupina podjetij je v zadnjih petih letih dosegla 5,24-odstotno povprečno letno rast prodaje in 17,02-odstotno povprečno letno rast dobička, medtem ko je generična v istem obdobju dosegla 22,01-odstotno povprečno letno rast prodaje in 31,62-odstotno povprečno letno rast dobička.

Analiza relativnih kazalcev tako za skupino inovativnih, kakor tudi generičnih podjetij pokaže, da so se le-ti močno odzivali na dogajanja na celotnem finančnem trgu. To je razumljivo, saj primerjajo tržne vrednosti z računovodskimi kategorijami, ki se le malo spreminjajo v času. Tako sta bili obe skupini podjetij najvišje ovrednoteni leta 2000, ko so se pričakovanja glede prihodnjih rasti izrazito precenila in ko so cene delnic mnogih podjetij dosegale najvišje zgodovinske ravni. V letih 2001 in 2002 pa je že zaznati nižje ravni kazalcev, k čemur je pripomoglo strmo padanje cen delnic podjetij kot posledica povečanja tveganja zaradi geopolitičnih razmer (terorizem) ter zmanjšanja pričakovanj glede rasti dobičkov in prodaj zaradi gospodarskih (recesija) in mikro razmer. V letu 2003, ko je udeležence finančnih trgov zopet preplaval optimizem in ko se je začelo rahlo ekonomsko okrevanje, so kazalci večinoma že dosegali višje ravni kot leta 2002.

Za namen odločanja o nakupu in prodaji določenih podjetij lahko opravljena analiza služi kot prva ocena smiselnosti odločanja. Pokaže namreč zgolj trenutno stanje kazalca oziroma vrednosti delnice glede na trend preteklega gibanja. Za natančnejšo analizo bi potrebovali podrobne ocene pričakovanj in rezultatov posameznih podjetij, na podlagi katerih bi izračunali primerne vrednosti relativnih kazalcev. Relativni kazalniki so namreč povezani z različnimi dejavniki - v največji meri so funkcija stopnje rasti, ki predstavlja zmožnosti ustvarjanja denarnega toka ter tveganja. Tovrstna analiza bi povzročila bistveno preseganje obsega diplomskega dela, zato je na tem mestu omenjena zgolj zaradi dejstva, da bralca ne zavede, da je zgodovinska analiza trendnih vrednosti edina smiselna.

Literatura

1. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
2. Bonadurer Werner: Valuation by Multiples. St. Galen : Swiss Institute of Banking and Finance, 2003. 35 str.
3. Brigham F. Eugene, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. 8th Edition. London : South Western, 2004. 1038 str.
4. Čvorovič Rajko: DR so vstopnica do tujih institucionalnih vlagateljev. Finance, Ljubljana, 17.9.2001, str. 22.
5. Damjanovič Primož: Temeljna primerjalna analiza vrednosti Pivovarne Laško d.d. in Pivovarne Union d.d.. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 48 str.
6. Damodaran Aswath: Damodaran On Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance. New York : John Wiley&Sons, 1994. 426 str.
7. Damodaran Aswath: The Dark Side of Valuation. New York : Prentice Hall PTR, 2001. 479 str.
8. Erker Igor: Vodilne svetovne borze v prejšnjem tednu. Delo, Ljubljana, 27.7.2004, str. 5.
9. Fernandez Pablo: Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?. Madrid : IESE Business School, 4.6.2001. 13 str.
10. Gorše Gregor: Temeljna analiza delnic. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 34 str.
11. Hudoklin Magda: Analiza farmacevtske panoge in položaj Krke znotraj nje. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 63 str.
12. Kotler Philip: Trženjsko upravljanje. Ljubljana : Mladinska knjiga, 1996. 832 str.
13. Liu Jing, Nissim Doron, Thomas Jacob: Equity Valuation Using Multiples. Journal of Accounting Research. Chicago, 40(2002), 1, str. 135–163.
14. Mramor Dušan: Nekateri elementi analize vrednostnih papirjev podjetij. 29. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah. Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije, Zveza računovodji, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1997, str. 389–402.
15. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ (zapiski predavanj). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 125 str.
16. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
17. Pintar Stanka: Vrednotenje lastniških vrednostnih papirjev in ocenjevanje njihove ustreznosti za zavarovanje posojil. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 92 str.
18. Porter Michael E.: How Competitive Forces Shape Strategy. Harvard Business review, Boston, 57(1979), 2, str. 137–145.
19. Rader Boštjan: Vrednotenje delniških družb-primer podjetja Lek, d.d.. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 52 str.
20. Reilly K. Frank, Brown C. Keith: Investment Analysis and Portfolio Management. Fifth Edition. Forth Worth : The Dryden Press, 1997. 1090 str.
21. Reilly K. Frank: Investments, Second edition. Chicago : The Dryden Press, 1986. 726 str.
22. Revell Janice: The Year Of The Comeback. Fortune 500 – America's Largest Corporations, 5.4.2004, str. 97–100.

23. Sekavčnik Bojan: Temeljna analiza delnic s poudarkom na finančni analizi podjetja ter analizi tveganja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 46 str.
24. Shah H.K.: Changing the Rules of the game. New York : DR Reports, 1994. 121 str.
25. Simons John: The perfect mix for your portfolio. Fortune – Investors guide 2004, 22.12.2003, str. 68–71.
26. Šimon Aleksander: Metode za analizo vrednostnih papirjev. Ljubljana : samozaložba, 1996. 125 str.
27. Špiler Jernej: Patentno-pravno varstvo in njegov pomen za farmacevtsko industrijo. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 98 str.
28. Tratnik Simon: Združitve in prevzemi v farmacevtski panogi. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 113 str.
29. Urbanija Anamarija: Kdo koga ogroža? Gospodarski vestnik. Ljubljana, 2.2.2004, str. 20.
30. White I. Gerald, Sondhi C. Ashwinpaul, Fried Dov: The Analysis and Use of Financial Statements. Third Edition. Hoboken : John Wiley, 2003. 767 str.

Viri

1. Deutsche bank research: Pharmaceutical market: Run on lifestyle drugs boosted by demographic trend. 7 str.
[URL: http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000052253.pdf;jsessionid=c9a:4170f39e:5ab738a7d36fab63], 26.2.2003.
2. Drug firms Aventis, Sanofi conclude merger. United Press International.
[URL:<http://washingtontimes.com/upi-breaking/20040425-083054-9706r.htm>], 25.4.2004
3. Fortune – 2004 Global 500. The World Largest Corporations. Europe Edition, 26.7.2004, 160 str.
4. IMS Health Inc.: Lipitor leads the way in 2003.
[URL: http://www.ims-global.com/insight/news_story/0403/news_story_040316.htm], 18.3.2004.
5. Kermani Faiz: Mergers: Is Bigger Better?
[URL:http://www.inpharm.com/External/InpH/1,,1-3-0-0-inp_intelligence_art-0-10474,00.html], 15.10.2002.
6. Letno poročilo EFPIA (European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations) 2001–2002. November 2002, 31 str.
7. Letna poročila Krka d.d. za leta 2000, 2001, 2002, 2003.
8. Letno poročilo Pfizer za leto 2003.
9. Letna poročila Stada AG za leta 2000, 2001, 2002, 2003.
10. MedAd News: On treacherous ground. New York, September 2002, str. 3-5.
11. MedAd News: Business model in need of revision. New York, September 2003, str. 5-10.
12. Reuters: Investors.
[URL: <http://www.investors.reuters.com>], junij – avgust 2004.
13. Schulz Adele: Outlook bright for generics.

- [URL: http://www.pharmafocus.com/cda/focusH/1,2109,22-0-0-0-focus_feature_detail-0-127671,00.html], 2.1.2004.
14. Societe Generale Economic Research: Global Economic Outlook. 80 str.
[URL:[http://www.globalmarkets.sgcib.com/net/research/net_eco.nsf/All/4E48018986119B38C1256EC1002C6A46/\\$file/GEOjun04.pdf](http://www.globalmarkets.sgcib.com/net/research/net_eco.nsf/All/4E48018986119B38C1256EC1002C6A46/$file/GEOjun04.pdf)], 28.6.2004.
15. What's Next for Pharma? Business Week Online .
[URL:http://www.businessweek.com/technology/content/jan2004/tc2004015_0769_tc074.htm], 5.1.2004.
16. Yahoo Finance.
[URL: <http://finance.yahoo.com>], junij – avgust 2004.

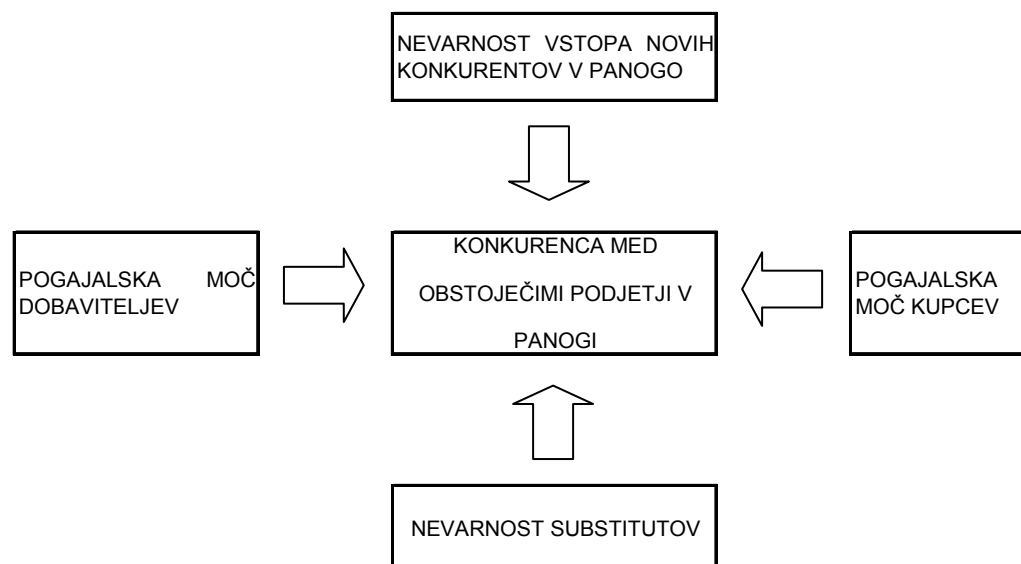
PRILOGA

PRILOGA

PRILOGA 1

PORTERJEV MODEL

Slika 1: Silnice, ki določajo konkurenco v panogi



Vir: Porter, 1979, str. 141.

PRILOGA 2

POSLOVNI REZULTATI INOVATIVNE IN GENERIČNE SKUPINE PODJETIJ

Tabela 1: Vrednost dobička iz poslovanja (EBIT), čistega dobička in prodaje za skupino inovativnih podjetij v obdobju 1999–2003 (v milijonih dolarjev)

Leto	Dobiček iz poslovanja (EBIT)	Čisti dobiček	Prodaja
1999	47.357	25.446	214.829
2000	52.643	20.365	230.956
2001	56.920	36.997	221.744
2002	66.480	42.336	231.712
2003	57.946	38.936	261.670

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 2: Vrednost dobička iz poslovanja (EBIT), čistega dobička in prodaje za skupino generičnih podjetij v obdobju 1999–2003 (v milijonih dolarjev)

Leto	Dobiček iz poslovanja (EBIT)	Čisti dobiček	Prodaja
1999	857	588	4.915
2000	632	586	6.090
2001	1.402	991	7.820
2002	1.621	1.057	9.016
2003	2.304	1.599	10.861

Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada AG 2000–2003; Letna poročila Krka d.d. 2000–2003; Lastni izračun.

PRILOGA 3

SESTAVA INOVATIVNE IN GENERIČNE SKUPINE PODJETIJ

Tabela 3: Tržna kapitalizacija na dan 31.12.2003 in prihodki v letu 2003 za skupino izbranih inovativnih podjetij v milijardah dolarjev

Rang	Podjetje	Tržna kapitalizacija	Prodaja
1.	Pfizer	269.533	45,19
2.	Johnson&Johnson	153.325	41,86
3.	GlaxoSmithKline	138.628	39,41
4.	Novartis	113.246	24,86
5.	Merck&Co	102.645	22,49
6.	AstraZeneca	81.907	18,85
7.	Eli Lilly	79.032	12,58
8.	Abbott	72.907	19,68
9.	Wyeth	56.563	15,85
10.	Bristol-Myers-Squibb	55.483	20,89

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 4: Tržna kapitalizacija na dan 31.12.2003 in prihodki v letu 2003 za skupino izbranih generičnih podjetij v milijardah dolarjev

Rang	Podjetje	Tržna kapitalizacija	Prodaja
1.	Teva	15.505	3,28
2.	Mylan ^a	6.780	1,38
3.	Watson	4.983	1,46
4.	Ivax	4.697	1,42
5.	Par Pharmaceutical	2.236	0,66
6.	Stada ^b	1.076	0,61
7.	Alpharma	1.046	1,30
8.	Krka ^c	953	0,46

Vir: Reuters, 2004; Letna poročila Stada AG 2000–2003; Letna poročila Krka d.d. 2000–2003; Lastni izračun.

a) Tržna kapitalizacija na dan 31.3.2004 (konec poslovnega leta 2003)

b) Tečaj USD/EUR = 1,22

c) Tečaj SIT/USD = 194

PRILOGA 4

RELATIVNI KAZALCI ZA INOVATIVNO IN GENERIČNO SKUPINO PODJETIJ

Tabela 5: Vrednosti relativnih kazalcev za skupino inovativnih podjetij v obdobju od 1999 do 2003

ORIGINATORJI	1999	2000	2001	2002	2003
P/E-31.12.	32,27	45,24	33,43	19,00	35,59
P/E-min	29,72	28,39	27,90	15,39	26,91
P/E-max	45,29	48,16	38,91	26,66	37,79
P/S-31.12.	5,68	7,10	6,12	4,54	4,47
P/S-min	5,18	4,52	5,01	3,58	3,43
P/S-max	8,00	7,61	7,34	6,16	4,84
P/B-31.12.	11,67	13,52	10,38	7,24	5,92
P/B-min	10,59	8,62	8,31	5,73	4,52
P/B-max	16,39	14,49	12,31	10,01	6,44
EV/EBITDA-31.12.	20,18	25,34	20,09	13,17	19,58
EV/EBITDA-min	18,32	16,11	16,24	10,45	14,96
EV/EBITDA-max	27,93	27,18	23,76	18,14	20,89
EV/SALES-31.12.	5,78	7,00	6,09	4,52	4,56
EV/SALES-min	5,27	4,43	4,99	3,56	3,50
EV/SALES-max	8,17	7,52	7,31	6,13	4,93

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 6: Vrednosti relativnih kazalcev za skupino generičnih podjetij v obdobju od leta 1999 do 2003

GENERIKI	1999	2000	2001	2002	2003
P/E-31.12.	31,36	58,75	25,29	20,97	26,03
P/E-min	18,23	30,56	18,48	14,33	14,84
P/E-max	35,30	70,66	35,26	24,33	28,62
P/S-31.12.	3,65	5,12	3,67	3,25	4,24
P/S-min	2,23	2,62	2,59	2,20	2,48
P/S-max	4,50	6,28	5,02	3,68	4,68
P/B-31.12.	4,86	6,28	4,58	3,89	4,12
P/B-min	2,76	3,01	3,20	2,63	2,35
P/B-max	5,52	7,55	6,28	4,49	4,53
EV/EBITDA-31.12.	17,42	37,40	14,31	12,52	14,08
EV/EBITDA-min	10,48	20,88	10,51	8,71	8,18
EV/EBITDA-max	19,65	46,83	19,72	14,25	15,44
EV/SALES-31.12.	3,77	5,16	3,58	3,21	4,04
EV/SALES-min	2,37	2,71	2,53	2,21	2,34
EV/SALES-max	4,60	6,30	4,88	3,63	4,45

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

PRILOGA 5

RELATIVNI KAZALCI ZA POSAMEZNA INOVATIVNA IN GENERIČNA PODJETJA

Tabela 6: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Pfizer v obdobju od leta 1999 do 2003

PFIZER	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	32,44	46,00	39,85	30,57	35,33
Cena-min	31,54	30,00	34,00	25,13	26,95
Cena-max	50,04	49,25	46,75	42,46	36,92
P/E-31.12.	41,38	78,62	32,55	20,91	65,83
P/E-min	40,23	51,27	27,77	17,19	50,22
P/E-max	63,83	84,17	38,18	29,04	68,80
P/S-31.12.	7,54	11,25	8,73	5,89	5,70
P/S-min	7,33	7,33	7,45	4,84	4,35
P/S-max	11,64	12,04	10,25	8,19	5,95
P/B-31.12.	14,46	18,07	13,67	9,44	4,12
P/B-min	14,06	11,78	11,67	7,76	3,14
P/B-max	22,30	19,34	16,04	13,11	4,31
EV/EBITDA-31.12.	25,78	45,30	22,85	14,62	37,07
EV/EBITDA-min	25,07	29,46	19,50	12,01	28,36
EV/EBITDA-max	39,72	48,51	26,81	20,33	38,73
EV/SALES-31.12.	7,45	11,10	8,63	5,80	6,02
EV/SALES-min	7,24	7,22	7,36	4,76	4,61
EV/SALES-max	11,48	11,88	10,12	8,06	6,29

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 7: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Merck v obdobju od leta 1999 do 2003

MERCK&CO	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	67,19	93,63	58,80	56,61	46,20
Cena-min	60,94	52,00	56,80	38,50	40,57
Cena-max	87,38	96,69	95,25	64,50	63,50
P/E-31.12.	27,43	32,30	18,75	18,03	15,24
P/E-min	24,88	17,94	18,11	12,26	13,38
P/E-max	35,67	33,35	30,38	20,54	20,94
P/S-31.12.	4,94	5,46	6,44	6,01	4,63
P/S-min	4,48	3,03	6,22	4,09	4,07
P/S-max	6,42	5,64	10,43	6,85	6,36
P/B-31.12.	11,82	14,57	8,33	6,98	6,59
P/B-min	10,72	8,09	8,04	4,75	5,79
P/B-max	15,37	15,04	13,49	7,96	9,06
EV/EBITDA-31.12.	16,31	19,72	12,56	12,01	10,16
EV/EBITDA-min	14,82	11,06	12,15	8,27	8,95
EV/EBITDA-max	21,13	20,35	20,04	13,63	13,86
EV/SALES-31.12.	4,87	5,42	6,57	6,09	4,68
EV/SALES-min	4,42	3,04	6,35	4,20	4,13
EV/SALES-max	6,31	5,59	10,47	6,92	6,39

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 8: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Eli Lilly v obdobju od leta 1999 do 2003

ELI LILLY	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	66,50	93,06	78,54	63,50	70,33
Cena-min	60,56	54,00	70,01	43,75	52,77
Cena-max	97,75	109,00	95,00	81,09	73,89
P/E-31.12.	27,03	33,41	30,82	25,45	29,72
P/E-min	24,62	19,39	27,47	17,53	22,30
P/E-max	39,73	39,13	37,28	32,49	31,23
P/S-31.12.	7,35	9,40	7,42	6,22	6,05
P/S-min	6,70	5,46	6,62	4,29	4,54
P/S-max	10,81	11,02	8,98	7,94	6,36
P/B-31.12.	14,46	17,32	12,42	8,61	8,09
P/B-min	13,17	10,05	11,07	5,94	6,07
P/B-max	21,26	20,29	15,02	11,00	8,50
EV/EBITDA-31.12.	19,46	23,97	21,94	18,36	21,05
EV/EBITDA-min	17,70	13,73	19,55	12,75	15,87
EV/EBITDA-max	28,71	28,15	26,55	23,35	22,10
EV/SALES-31.12.	7,17	9,48	7,62	6,55	6,37
EV/SALES-min	6,52	5,43	6,79	4,55	4,81
EV/SALES-max	10,58	11,13	9,22	8,33	6,69

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 9: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Abbott v obdobju od leta 1999 do 2003

ABBOTT LABS	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	36,31	48,44	55,75	40,00	46,60
Cena-min	33,00	29,38	42,00	29,80	33,75
Cena-max	53,31	56,25	57,17	58,00	47,15
P/E-31.12.	23,12	27,22	56,31	22,53	26,61
P/E-min	21,02	16,51	42,42	16,78	19,27
P/E-max	33,95	31,61	57,74	32,66	26,92
P/S-31.12.	4,29	5,52	5,36	3,56	3,72
P/S-min	3,90	3,35	4,04	2,65	2,70
P/S-max	6,30	6,41	5,50	5,16	3,77
P/B-31.12.	7,56	8,74	9,57	5,86	5,58
P/B-min	6,87	5,30	7,21	4,37	4,04
P/B-max	11,10	10,15	9,81	8,50	5,64
EV/EBITDA-31.12.	14,50	18,26	34,94	15,55	18,33
EV/EBITDA-min	13,22	11,12	26,93	11,90	13,58
EV/EBITDA-max	21,11	21,19	35,77	22,00	18,54
EV/SALES-31.12.	4,38	5,48	5,73	3,84	3,94
EV/SALES-min	3,99	3,33	4,41	2,94	2,92
EV/SALES-max	6,37	6,36	5,86	5,43	3,99

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 10: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Bristol Myers Squibb v obdobju od leta 1999 do 2003

BRISTOL MYERS SQUIBB	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	64,19	73,94	51,00	23,15	28,60
Cena-min	57,25	42,44	48,50	19,49	21,00
Cena-max	79,25	74,88	73,50	51,95	29,21
P/E-31.12.	33,72	32,50	21,24	21,12	17,96
P/E-min	30,08	18,65	20,20	17,78	13,18
P/E-max	41,64	32,91	30,62	47,40	18,34
P/S-31.12.	7,77	8,28	5,49	2,49	2,67
P/S-min	6,93	4,76	5,22	2,10	1,96
P/S-max	9,59	8,39	7,91	5,59	2,73
P/B-31.12.	14,71	18,31	10,88	5,12	5,67
P/B-min	13,12	10,51	10,34	4,31	4,16
P/B-max	18,16	18,54	15,68	11,49	5,79
EV/EBITDA-31.12.	23,27	24,03	33,26	13,87	10,70
EV/EBITDA-min	20,73	13,66	31,64	11,84	8,01
EV/EBITDA-max	28,78	24,34	47,82	29,83	10,92
EV/SALES-31.12.	7,63	8,13	5,51	2,68	2,81
EV/SALES-min	6,80	4,62	5,24	2,29	2,10
EV/SALES-max	9,44	8,23	7,93	5,76	2,86

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 11: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Wyeth v obdobju od leta 1999 do 2003

WYETH	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	39,25	63,55	61,36	37,40	42,45
Cena-min	36,50	39,38	52,00	28,25	32,75
Cena-max	70,25	65,25	63,80	69,45	49,95
P/E-31.12.	(41,87)	(35,02)	35,73	11,22	27,65
P/E-min	(38,93)	(21,70)	30,28	8,47	21,33
P/E-max	(74,93)	(35,96)	37,15	20,83	32,53
P/S-31.12.	4,35	6,35	5,84	3,42	3,58
P/S-min	4,04	3,93	4,95	2,58	2,76
P/S-max	7,78	6,52	6,07	6,35	4,21
P/B-31.12.	8,23	29,58	19,90	6,08	6,09
P/B-min	7,66	18,33	16,86	4,59	4,70
P/B-max	14,74	30,37	20,69	11,29	7,16
EV/EBITDA-31.12.	(39,71)	(146,34)	25,16	7,97	20,34
EV/EBITDA-min	(37,09)	(90,33)	21,60	6,13	15,88
EV/EBITDA-max	(69,30)	(150,28)	26,08	14,43	23,79
EV/SALES-31.12.	4,59	6,33	6,25	3,60	3,72
EV/SALES-min	4,29	3,91	5,37	2,77	2,91
EV/SALES-max	8,01	6,50	6,48	6,51	4,35

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 12: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Johnson&Johnson v obdobju od leta 1999 do 2003

JOHNSON&JOHNSON	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	46,63	52,53	59,10	53,71	51,66
Cena-min	38,50	33,06	40,25	41,40	48,05
Cena-max	53,44	52,97	60,97	65,89	59,08
P/E-31.12.	33,83	32,87	32,32	24,87	21,59
P/E-min	27,93	20,69	22,01	19,17	20,08
P/E-max	38,77	33,14	33,34	30,50	24,69
P/S-31.12.	5,16	5,58	5,67	4,52	3,71
P/S-min	4,26	3,51	3,86	3,48	3,45
P/S-max	5,92	5,63	5,85	5,54	4,25
P/B-31.12.	8,22	7,76	7,43	7,02	5,71
P/B-min	6,79	4,89	5,06	5,41	5,31
P/B-max	9,42	7,83	7,67	8,62	6,53
EV/EBITDA-31.12.	18,96	18,47	18,40	14,25	12,15
EV/EBITDA-min	15,68	11,53	12,36	10,91	11,27
EV/EBITDA-max	21,71	18,53	19,00	17,55	13,95
EV/SALES-31.12.	5,00	5,36	5,41	4,30	3,53
EV/SALES-min	4,14	3,34	3,63	3,29	3,28
EV/SALES-max	5,73	5,40	5,59	5,30	4,06

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 13: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Novartis v obdobju od leta 1999 do 2003

NOVARTIS (ADR)	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	36,63	44,75	36,50	36,73	45,89
Cena-min	34,63	27,50	32,70	33,96	33,85
Cena-max	53,50	45,38	46,88	44,10	46,00
P/E-31.12.	21,70	20,35	23,98	21,27	29,22
P/E-min	20,52	12,50	21,48	19,67	21,55
P/E-max	31,70	20,64	30,80	25,54	29,29
P/S-31.12.	3,62	3,93	3,56	3,90	4,45
P/S-min	3,42	2,41	3,19	3,61	3,28
P/S-max	5,29	3,98	4,58	4,68	4,46
P/B-31.12.	3,21	3,93	2,74	2,88	3,72
P/B-min	3,04	2,42	2,45	2,66	2,75
P/B-max	4,69	3,99	3,51	3,46	3,73
EV/EBITDA-31.12.	12,77	13,90	11,19	11,66	14,91
EV/EBITDA-min	12,04	7,95	9,86	10,69	10,73
EV/EBITDA-max	18,99	14,12	14,83	14,21	14,95
EV/SALES-31.12.	3,48	3,64	3,19	3,57	4,26
EV/SALES-min	3,28	2,08	2,81	3,27	3,07
EV/SALES-max	5,18	3,70	4,23	4,35	4,27

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 14: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje GlaxoSmithKline v obdobju od leta 1999 do 2003

GLAXOSMITHKLINE (ADR)	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	55,88	56,00	49,82	37,46	46,62
Cena-min	48,06	45,25	24,38	31,35	31,85
Cena-max	76,19	64,44	58,00	51,07	47,64
P/E-31.12.	97,50	(17,86)	(753,76)	139,63	30,37
P/E-min	83,85	(14,43)	(368,86)	116,85	20,75
P/E-max	132,94	(20,55)	(877,52)	190,36	31,03
P/S-31.12.	5,58	5,11	4,01	2,85	3,44
P/S-min	4,80	4,13	1,96	2,39	2,35
P/S-max	7,61	5,88	4,67	3,89	3,52
P/B-31.12.	20,26	12,30	11,32	9,33	9,77
P/B-min	17,42	9,94	5,54	7,81	6,68
P/B-max	27,62	14,15	13,18	12,72	9,99
EV/EBITDA-31.12.	22,38	17,32	15,43	9,95	10,61
EV/EBITDA-min	19,31	14,01	7,73	8,38	7,31
EV/EBITDA-max	30,35	19,91	17,91	13,44	10,84
EV/SALES-31.12.	6,73	5,27	4,18	3,00	3,59
EV/SALES-min	5,80	4,26	2,09	2,52	2,47
EV/SALES-max	9,12	6,06	4,85	4,05	3,66

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 15: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje AstraZeneca v obdobju od leta 1999 do 2003

ASTRAZENECA (ADR)	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	41,75	51,50	46,60	35,09	48,38
Cena-min	35,31	31,00	40,90	28,00	29,41
Cena-max	48,94	53,25	51,75	52,04	49,48
P/E-31.12.	(18,51)	105,38	58,74	26,39	36,52
P/E-min	(15,65)	63,43	51,56	21,06	22,20
P/E-max	(21,70)	108,96	65,23	39,14	37,35
P/S-31.12.	3,55	5,04	5,06	3,41	4,39
P/S-min	3,00	3,03	4,44	2,72	2,67
P/S-max	4,16	5,21	5,62	5,06	4,49
P/B-31.12.	7,19	9,55	8,48	5,46	6,22
P/B-min	6,08	5,75	7,45	4,31	3,78
P/B-max	8,43	9,88	9,42	8,01	6,36
EV/EBITDA-31.12.	18,98	17,54	16,33	11,38	14,53
EV/EBITDA-min	15,98	10,30	14,26	8,93	8,58
EV/EBITDA-max	22,32	18,16	18,20	17,25	14,87
EV/SALES-31.12.	3,93	4,84	4,85	3,17	4,16
EV/SALES-min	3,31	2,84	4,23	2,48	2,46
EV/SALES-max	4,62	5,01	5,40	4,80	4,26

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 16: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Teva v obdobju od leta 1999 do 2003

TEVA (ADR)	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	17,92	36,63	30,82	38,61	56,71
Cena-min	9,84	15,97	24,25	25,85	34,50
Cena-max	18,13	39,38	37,18	40,18	62,35
P/E-31.12.	38,63	65,08	31,12	26,42	24,21
P/E-min	21,21	28,38	24,49	17,69	14,73
P/E-max	39,08	69,97	37,54	27,50	26,62
P/S-31.12.	3,52	5,52	4,17	4,30	5,11
P/S-min	1,93	2,41	3,28	2,88	3,11
P/S-max	3,56	5,93	5,03	4,48	5,61
P/B-31.12.	6,00	8,14	5,72	5,55	4,71
P/B-min	3,29	3,55	4,50	3,72	2,87
P/B-max	6,07	8,75	6,90	5,78	5,18
EV/EBITDA-31.12.	20,24	28,98	17,30	17,18	15,14
EV/EBITDA-min	12,15	13,41	13,76	11,77	9,10
EV/EBITDA-max	20,45	31,05	20,73	17,85	16,68
EV/SALES-31.12.	3,94	5,62	3,96	4,23	4,65
EV/SALES-min	2,37	2,60	3,15	2,90	2,79
EV/SALES-max	3,98	6,02	4,74	4,40	5,12

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 17: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Mylan v obdobju od leta 1999 do 2003

MYLAN	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	11,19	11,19	16,67	15,51	25,26
Cena-min	7,58	7,11	8,96	11,16	15,56
Cena-max	14,22	14,33	16,94	16,56	28,75
P/E-31.12.	21,26	86,02	18,35	16,08	20,86
P/E-min	14,40	54,66	9,86	11,57	12,85
P/E-max	27,02	110,16	18,65	17,16	23,74
P/S-31.12.	4,15	3,77	4,33	3,45	5,08
P/S-min	2,81	2,39	2,33	2,48	3,13
P/S-max	5,27	4,83	4,40	3,68	5,78
P/B-31.12.	2,71	2,78	3,38	2,91	4,09
P/B-min	1,83	1,77	1,82	2,10	2,52
P/B-max	3,44	3,56	3,44	3,11	4,65
EV/EBITDA-31.12.	11,58	46,61	9,40	7,81	11,34
EV/EBITDA-min	7,51	28,11	4,43	5,21	6,51
EV/EBITDA-max	14,99	60,85	9,57	8,48	13,08
EV/SALES-31.12.	3,79	3,41	3,76	2,80	4,45
EV/SALES-min	2,46	2,06	1,77	1,87	2,55
EV/SALES-max	4,91	4,46	3,83	3,02	5,13

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 18: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Watson v obdobju od leta 1999 do 2003

WATSON	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	35,81	51,19	31,39	28,27	46,00
Cena-min	26,50	33,69	26,50	17,95	26,90
Cena-max	62,94	71,50	66,39	33,25	50,12
P/E-31.12.	19,70	33,67	29,22	17,27	24,70
P/E-min	14,58	22,16	24,67	10,96	14,44
P/E-max	34,63	47,02	61,79	20,31	26,91
P/S-31.12.	5,11	6,53	2,93	2,48	3,44
P/S-min	3,78	4,30	2,47	1,58	2,01
P/S-max	8,98	9,13	6,20	2,92	3,75
P/B-31.12.	3,34	3,49	2,00	1,68	2,42
P/B-min	2,47	2,30	1,69	1,07	1,42
P/B-max	5,88	4,88	4,23	1,98	2,64
EV/EBITDA-31.12.	12,51	71,66	13,29	8,15	12,81
EV/EBITDA-min	9,29	48,44	11,31	5,31	7,65
EV/EBITDA-max	21,91	98,60	27,45	9,53	13,92
EV/SALES-31.12.	5,06	7,03	3,01	2,59	3,52
EV/SALES-min	3,76	4,75	2,56	1,68	2,10
EV/SALES-max	8,87	9,67	6,22	3,02	3,83

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 19: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Ivax v obdobju od leta 1999 do 2003

IVAX	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	13,73	30,64	20,14	12,13	23,88
Cena-min	5,90	13,60	17,00	9,11	10,50
Cena-max	13,77	42,30	41,87	22,12	24,69
P/E-31.12.	39,91	47,73	16,94	19,50	39,16
P/E-min	17,15	21,18	14,30	14,64	17,22
P/E-max	40,02	65,89	35,22	35,55	40,49
P/S-31.12.	4,30	7,88	3,40	2,00	3,34
P/S-min	1,85	3,50	2,87	1,50	1,47
P/S-max	4,31	10,88	7,07	3,65	3,46
P/B-31.12.	8,94	12,57	5,51	3,44	4,88
P/B-min	3,84	5,58	4,65	2,59	2,15
P/B-max	8,96	17,35	11,45	6,28	5,05
EV/EBITDA-31.12.	27,04	34,09	53,56	12,82	20,33
EV/EBITDA-min	11,93	15,15	11,74	10,38	10,55
EV/EBITDA-max	27,12	47,05	26,14	20,88	20,93
EV/SALES-31.12.	4,06	7,67	3,80	2,58	3,85
EV/SALES-min	1,79	3,41	3,29	2,09	2,00
EV/SALES-max	4,07	10,59	7,32	4,20	3,96

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 20: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Alpharma v obdobju od leta 1999 do 2003

ALPHARMA	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	30,75	43,88	26,45	11,91	20,10
Cena-min	24,56	29,19	18,00	6,50	11,91
Cena-max	43,38	71,94	44,25	28,00	23,97
P/E-31.12.	28,80	37,54	(28,62)	(5,95)	61,86
P/E-min	23,00	24,97	(19,48)	(3,25)	36,65
P/E-max	40,63	61,54	(47,89)	(13,99)	73,77
P/S-31.12.	1,21	2,31	1,11	0,48	0,81
P/S-min	0,96	1,54	0,76	0,26	0,48
P/S-max	1,70	3,79	1,86	1,13	0,96
P/B-31.12.	2,59	2,08	1,31	0,61	0,92
P/B-min	2,07	1,38	0,89	0,33	0,55
P/B-max	3,65	3,41	2,20	1,44	1,10
EV/EBITDA-31.12.	11,15	11,32	23,96	211,00	10,45
EV/EBITDA-min	9,79	8,19	19,01	170,66	7,97
EV/EBITDA-max	13,94	17,28	33,12	330,97	11,62
EV/SALES-31.12.	2,09	2,38	2,13	1,18	1,38
EV/SALES-min	1,84	1,72	1,74	0,96	1,05
EV/SALES-max	2,61	3,63	2,94	1,86	1,54

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 21: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Par Pharmaceutical v obdobju od leta 1999 do 2003

PAR PHARMACEUTICAL	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	4,94	6,94	33,80	29,80	65,15
Cena-min	3,88	3,63	6,56	15,60	28,80
Cena-max	8,69	8,50	42,20	33,80	75,44
P/E-31.12.	(58,21)	(120,84)	19,18	12,12	17,81
P/E-min	(45,72)	(63,20)	3,72	6,35	7,87
P/E-max	(102,40)	(148,00)	23,95	13,75	20,62
P/S-31.12.	1,81	2,42	3,82	2,53	3,30
P/S-min	1,42	1,26	0,74	1,32	1,46
P/S-max	3,19	2,96	4,76	2,86	3,82
P/B-31.12.	2,42	3,18	7,82	4,43	5,66
P/B-min	1,90	1,66	1,52	2,32	2,50
P/B-max	4,26	3,89	9,77	5,02	6,55
EV/EBITDA-31.12.	(755,63)	120,43	12,71	6,74	9,84
EV/EBITDA-min	(598,96)	65,91	1,80	3,31	3,94
EV/EBITDA-max	(1.309,88)	146,13	16,07	7,71	11,52
EV/SALES-31.12.	1,88	2,55	3,75	2,40	3,14
EV/SALES-min	1,49	1,40	0,53	1,18	1,26
EV/SALES-max	3,26	3,09	4,74	2,74	3,67

Vir: Reuters, 2004; Lastni izračun.

Tabela 22: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Stada v obdobju od leta 1999 do 2003

STADA	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	17,04	23,53	39,00	38,30	49,18
Cena-min	13,46	14,66	19,75	33,45	31,95
Cena-max	17,46	23,94	39,49	41,90	55,40
P/E-31.12.	19,15	20,59	28,30	20,59	19,15
P/E-min	15,13	12,83	14,33	12,83	15,13
P/E-max	19,62	20,95	28,66	20,95	19,62
P/S-31.12.	0,61	0,81	1,30	0,81	0,61
P/S-min	0,48	0,51	0,66	0,51	0,48
P/S-max	0,63	0,82	1,31	0,82	0,63
P/B-31.12.	1,61	2,02	3,14	2,02	1,61
P/B-min	1,27	1,26	1,59	1,26	1,27
P/B-max	1,65	2,05	3,18	2,05	1,65
EV/EBITDA-31.12.	8,16	9,08	10,99	9,08	8,16
EV/EBITDA-min	6,90	6,15	6,18	6,15	6,90
EV/EBITDA-max	8,31	9,21	11,11	9,21	8,31
EV/SALES-31.12.	0,87	1,05	1,53	1,05	0,87
EV/SALES-min	0,74	0,71	0,86	0,71	0,74
EV/SALES-max	0,89	1,07	1,55	1,07	0,89

Vir: Reuters, 2004, Letna poročila Stada AG 2000–2003, Lastni izračun.

Tabela 23: Vrednosti relativnih kazalcev za podjetje Krka v obdobju od leta 1999 do 2003

KRKA	1999	2000	2001	2002	2003
Cena-31.12.	25.784	27.392	28.712	42.458	52.188
Cena-min	25.009	22.169	24.644	28.462	38.790
Cena-max	31.530	28.050	30.006	47.156	52.807
P/E-31.12.	20,27	13,64	11,20	14,44	16,77
P/E-min	19,66	11,04	9,61	9,68	12,47
P/E-max	24,79	13,97	11,71	16,04	16,97
P/S-31.12.	1,86	1,50	1,42	1,83	2,05
P/S-min	1,80	1,22	1,22	1,23	1,53
P/S-max	2,27	1,54	1,48	2,04	2,08
P/B-31.12.	1,52	1,37	1,24	1,69	1,92
P/B-min	1,47	1,11	1,06	1,13	1,42
P/B-max	1,86	1,41	1,30	1,88	1,94
EV/EBITDA-31.12.	8,54	6,71	6,70	7,50	9,05
EV/EBITDA-min	8,30	5,50	5,83	5,23	6,97
EV/EBITDA-max	10,33	6,86	6,98	8,26	9,15
EV/SALES-31.12.	1,98	1,60	1,54	2,00	2,29
EV/SALES-min	1,93	1,31	1,34	1,39	1,76
EV/SALES-max	2,40	1,63	1,60	2,20	2,31

Vir: Letna poročila Krka 2000–2003, Lastni izračun

PRILOGA 6

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

American Depositary Receipts – ameriška potrdila o lastništvu vrednostnih papirjev

DCF (Discounted Cash Flow) – diskontirani denarni tok

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) – dobiček iz poslovanja

EBITDA (Earnings Before Interests, Depreciation and Amortization) – denarni tok iz poslovanja pred davki

Enterprise Value (EV) – celotna vrednost podjetja

Food and Drug Organization (FDA) – ameriški urad za hrano in zdravila

Free Cash Flow – prosti denarni tok

Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) – splošno sprejeti računovodski standardi

Goodwill – dobro ime

International Accounting Standards (IAS) – mednarodni računovodski standardi – MRS

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax) – dobiček iz poslovanja, zmanjšan za prilagojene davke

Profit Margin – čista dobičkonosnost prodaje

SALES – prihodki

Terminal Value (TV) – končna vrednost

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – tehtano povprečje stroškov kapitala

