

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VREDNOTENJE DELNIŠKIH DRUŽB –  
PRIMER PODJETJA LEK, D.D.

Ljubljana, september 2002

BOŠTJAN RADER



## **IZJAVA**

Študent/ka Boštjan RADER izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Igorja LONČARSKEGA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_ Podpis: \_\_\_\_\_



# KAZALO

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. O VREDNOTENJU PODJETIJ .....</b>	<b>2</b>
2.1. OPREDELITEV VREDNOSTI .....	3
2.2. NAMEN VREDNOTENJA (trg kapitala).....	5
2.3. DETERMINANTE VREDNOSTI .....	6
2.3.1. Zahtevana (pričakovana) stopnja donosa .....	7
2.3.2. Tveganje.....	8
2.3.3. Pričakovana rast .....	8
2.3.4. Drugi dejavniki .....	9
<b>3. STATIČNE METODE VREDNOTENJA DELNIC .....</b>	<b>10</b>
3.1. VREDNOTENJE NA PODLAGI RAZLIČNIH KAZALCEV .....	10
3.1.1. Kazalec P/E oz. multiplikator čistega dobička.....	12
3.1.2. Kazalec P/B.....	13
3.1.3. Problemi, ki se pojavljajo in alternative.....	15
3.1.3.1. <i>Problem različnih računovodskih standardov .....</i>	<i>15</i>
3.1.3.2. <i>Problem izbire skupine primerljivih podjetij .....</i>	<i>16</i>
3.1.3.3. <i>Kazalec P/S.....</i>	<i>17</i>
3.1.3.4. <i>Kazalec EV/EBITDA .....</i>	<i>18</i>
<b>4. DINAMIČNE METODE VREDNOTENJA DELNIC.....</b>	<b>20</b>
4.1. VREDNOTENJE NA PODLAGI DIVIDEND.....	20
4.1.1. Dividendno diskontni model (DDM - Dividend Discount Model) .....	20
4.1.2. Model stalne stopnje rasti dividend (DGM - Dividend Growth Model).....	22
4.1.3. Problemi z uporabo modelov v praksi .....	23
4.2. VREDNOTENJE NA PODLAGI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV .....	24
4.2.1. Ocena zahtevane stopnje donosa (CAPM model).....	26
4.2.2. Prednosti v primerjavi s statičnimi metodami.....	29
4.2.3. Napovedovanje prihodnjih denarnih tokov (eksplicitno obdobje).....	30
4.2.3.1. <i>Metoda nespremenljivih kazalcev .....</i>	<i>32</i>
4.2.4. Določitev končne vrednosti ( <i>terminal value</i> ).....	32
4.2.5. Izračun notranje vrednosti podjetja.....	34
4.2.6. Merjenje samostojnega tveganja .....	35
<b>5. PRIMER VREDNOTENJA PODJETJA LEK.....</b>	<b>37</b>
5.1. PREDSTAVITEV PANOGE – FARMACIJA .....	37
5.2. PREDSTAVITEV PODJETJA LEK D.D.....	38
5.2.1. Proizvodni program in prodaja.....	40
5.2.2. Poslovanje podjetja Lek (finančni rezultati) .....	42
5.2.3. LEK na borzi .....	43
5.3. PODLAGA ZA NAPOVEDOVANJE PRIČAKOVANIH DENARNIH TOKOV .....	45
5.4. KONČNI IZRAČUNI .....	45
5.4.1. Izračun zahtevane stopnje donosa .....	45
5.4.2. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi kazalcev.....	46
5.4.3. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi dividend.....	47
5.4.4. Izračun notranje vrednosti na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov.....	47

<b>6. SKLEP .....</b>	<b>49</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>51</b>
<b>VIRI .....</b>	<b>52</b>
<b>SLOVAR TUJIH IZRAZOV</b>	
<b>PRILOGE</b>	

# 1. UVOD

Z razpadom vzhodnega bloka je prišlo do velikih političnih in ekonomskih sprememb v vseh nekdanjih socialističnih državah. Začelo se je obdobje kapitalizma, ki ga spremlja tudi pojav lastninjenja oziroma privatizacije. Podjetja so dobila svoje lastnike, to je delničarje. Zaradi tega so se v teh državah pojavile potrebe po vrednotenju podjetij, bodisi tistih, ki so že imela svoje lastnike, ali pa tistih, ki so bila še v rokah države in so čakala na nove lastnike.

Vrednost delnice je pomembna tako za lastnika delnice, kot tudi za kupca delnice. V tem diplomskem delu osrednje mesto zavzemajo različne metode vrednotenja delnic. Pri tem imam v mislih zgolj delnice tistih podjetij, ki kotirajo na borzi. Glavni namen takšnega vrednotenja je ocena notranje vrednosti delnice, ki je merilo, koliko naj bi bila delnica vredna. Končni cilj pa je izdelava mnenja oz. priporočila glede naložbenih odločitev v zvezi s proučevano delnico. Tovrstne odločitve so lahko pomembne za individualne vlagatelje, za institucionalne vlagatelje ali za upravljalce premoženj. Vendar je treba dodati, da lahko zaradi različne učinkovitosti kapitalskih trgov ocenjene vrednosti velikokrat odstopajo od tržnih vrednosti.

Diplomsko delo je razdeljeno na dva dela. V prvem, teoretičnem delu, bom predstavil različne metode vrednotenja delnic, tako statične kot dinamične. V drugem, praktičnem delu, pa bom opravil primer vrednotenja izbranega podjetja z vsemi metodami, ki so opisane v prvem delu.

V drugem poglavju bom predstavil razloge za vse večji pomen vrednotenja delniških družb ter opredelil pojem vrednosti. Prikazal bom kaj je končni cilj ugotavljanja vrednosti podjetja. Pri ocenjevanju vrednosti podjetja je potrebno opredeliti tudi determinante vrednosti kot so zahtevana stopnja donosa, tveganje, pričakovana rast podjetja ter drugi zunanji dejavniki.

V tretjem poglavju so predstavljene statične metode vrednotenja delnic. Med njimi osrednje mesto zavzemata multiplikator čistega dobička in kazalec tržne vrednosti delnice v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo delnice. Ker so tovrstni kazalci pri vrednotenju velikokrat napačno uporabljeni in razlagani, sem veliko pozornosti namenil problemom, ki se pri tem pojavljajo, še posebej problemu izbire primerljivih podjetij. Navedel sem tudi možnosti uporabe drugih kazalcev, ki do določene mere odpravljajo pomanjkljivosti prvih dveh kazalcev.

Dinamične metode vrednotenja delnic so prikazane v četrtem poglavju. Najprej je opisan najosnovnejši model vrednotenja na podlagi dividend, katerega logika se uporablja pri vseh ostalih modelih. Nadalje je opisan model vrednotenja na podlagi diskontiranih denarnih tokov. Veliko pozornosti sem namenil oceni zahtevane stopnje donosa s pomočjo CAPM modela. Napoved denarnih tokov v prihodnosti je sama po sebi negotova, zato je v tem delu poudarek tudi na tem, kako si pomagamo pri napovedovanju izkazov podjetja, ki služijo kot osnova za izračun prihodnjih denarnih tokov. Na koncu poglavja sem opisal še metode za analizo občutljivosti sedanje vrednosti na določene spremembe v ključnih spremenljivkah.

Zadnje, peto poglavje, je praktični primer vrednotenja delnice na primeru podjetja Lek, d.d. Najprej sem predstavil panogo farmacije in trende, ki so v svetu značilni zanjo. Nato sem podrobneje predstavil tudi podjetje Lek in njegovo poslovanje. Največ pozornosti sem namenil vrednosti prodaje, saj je le-ta ključnega pomena za napovedovanje prihodnjih denarnih tokov. Čisto na koncu sem predstavil še dobljene rezultate vrednotenja in jih primerjal z zadnjo tržno vrednostjo delnice na borzi.

## 2. O VREDNOTENJU PODJETIJ

Copeland, Koller in Murrin (Copeland et al., 2000, str. 6) navajajo vsaj tri razloge, ki so pomembni za povečan pomen vrednotenja delnic. Prvi razlog je povečana vloga delniških opcij, drugi razlog je vsesplošna popularizacija delnic, tretji pa je nesolventnost pokojninskih skladov.

V začetku 80-ih let prejšnjega stoletja so v Združenih državah Amerike delniške opcije predstavljale manj kot četrtno dohodka vodilnih v podjetju. Ob koncu 90-ih pa so delniške opcije predstavljale že več kot polovico vsega dohodka managerjev. Opcije služijo kot motivacija vodilnih, da kot delničarji podjetja storijo vse, kar je v njihovi moči, da povečajo vrednost podjetja oz. vrednost delnic ter s tem tudi svoje premoženje<sup>1</sup>. Pri tem sledijo glavnemu cilju poslovanja podjetja v razvitih tržnih gospodarstvih, to je maksimiranju tržne vrednosti podjetja. Da bi vedeli, kako lahko najbolje povečajo tržno vrednost podjetja, je potrebno imeti znanje o vrednotenju podjetij in razumeti osnove ustvarjanja vrednosti.

Ker je bilo z delnicami v preteklosti moč doseči višjo donosnost kot z drugimi finančnimi naložbami, so postale naložbe v delnice vse bolj zanimive za širši krog ljudi. Prihranki gospodinjev so se začeli množično seliti na borze, bodisi neposredno ali pa posredno preko vzajemnih skladov in pokojninskih skladov. Leta 1975 je v ZDA bilo nekaj več kot 25 milijonov delničarjev, kar je predstavljalo 11,9% prebivalstva. Dvajset let kasneje se je število delničarjev povečalo na 69 milijonov, kar predstavlja že več kot četrtno prebivalstva ali natančneje 26,3% (Copeland et al., 2000, str. 9). Tudi to dejstvo govori v prid povečanim potrebam po vrednotenju podjetij, ki kotirajo na borzi. V Sloveniji je situacija podobna. Pri nas smo zaradi certifikatskega načina privatizacije tako rekoč hipoma vsi postali mali delničarji, v zadnjem obdobju pa je opaziti močnejši priliv prihrankov iz bančnih vlog v vzajemne sklade, kar tudi kliče po boljšem poznavanju vrednotenja podjetij, še posebej za upravljavce portfeljev.

V Evropi in tudi pri nas je večina pokojninskih sistemov dokladnih (tipa pay-as-you go), kjer zdajšnje generacije zaposlenih s sprotnimi prispevki zagotavljajo pokojnine upokojenecem. Sistem je dober v primeru, kadar več zaposlenih krije enega upokojenca. Žal pa se v Evropi soočamo s problemom staranja prebivalstva in po nekaterih ocenah naj bi do leta 2035 razmerje med zaposlenimi in upokojenimi doseglo 1:1 (Copeland et al., 2000, str. 10). To bi lahko

---

<sup>1</sup> V zadnjem času, ko prihajajo na dan knjigovodske afere v največjih ameriških podjetjih, nekateri kritiki krivijo za nastalo situacijo ravno opcijsko nagrajevanje vodilnih managerjev, ki so umetno ustvarjali visoke bilančne dobičke z namenom maksimiranja tržne vrednosti podjetja in s tem svojega premoženja.



povzročilo sesutje sistema, saj bi posameznik moral plačevati preveč prispevkov v pokojninsko blagajno. Zato je potrebno, da si zdajšnje generacije z lastnim varčevanjem zagotovijo del svoje pokojnine. To pomeni, da je potrebno začeti varčevati in največ jih to počne preko pokojninskih skladov. Ti pa so do sedaj imeli izrazito konzervativno naložbeno politiko. Večino svojih sredstev so namreč nalagali v bančne depozite in v državne vrednostne papirje, bistveno manj pa v delnice podjetij. V tabeli 1 so prikazane razlike med posameznimi državami glede naložb v delnice s strani pokojninskih skladov.

Tabela 1: Naložbe pokojninskih skladov v letu 1996 po različnih državah

	ZDA		Japonska		Velika Britanija		Francija		Italija		Nemčija	
	mrd USD	%	mrd USD	%	mrd USD	%	mrd USD	%	mrd USD	%	mrd USD	%
Denar	225	5	112	10	43	4	8	12	12	17	9	7
Obveznice	1.130	25	538	46	142	14	36	54	21	29	61	47
Delnice	2.618	58	360	31	784	76	16	24	2	3	10	8
Drugo	546	12	155	13	61	6	7	10	38	52	49	38

Vir: Copeland et al., 2000, str. 8.

V ZDA in Veliki Britaniji so leta 1996 imeli pokojninski skladi med svojimi naložbami že več kot polovico naložb v delnice, medtem ko npr. v Nemčiji in Italiji ta delež ne dosega niti 10%. Zaradi teh dejstev je mogoče pričakovati večje naložbe evropskih pokojninskih skladov v delnice, za kar bo potrebno dobro znanje s področja vrednotenja podjetij oz. delniških družb.

## 2.1. OPREDELITEV VREDNOSTI

Vrednost kot pojem nam predstavlja lastnost nečesa, da se lahko zamenja za drugo blago ali denar. Lahko bi rekli, da je vrednost menjalno razmerje, iz česar izhaja t.i. menjalna vrednost. Da pa ima blago menjalno vrednost, mora zadostiti dvema kriterijema: prvi je relativna redkost blaga, drugi je uporabnost blaga oz. njegova uporabna vrednost. Če blago ne bi imelo uporabne vrednosti, tudi ne bi imelo menjalne vrednosti. Torej je uporabna vrednost nujen pogoj za menjalno vrednost (Norčič, 1994, str. 65).

Pri določitvi vrednosti (menjalnega razmerja) sta se v ekonomski teoriji razvila dva skrajna pogleda (Škof, 1994, str. 24) in sicer:

1. **OBJEKTIVISTIČNI KONCEPT** – vrednost je lastnost stvari, ki jo ima stvar sama po sebi, ne glede na odnos do drugih stvari. V osnovi je takšno pojmovanje povezano z delovno teorijo vrednosti oz. gradi na stroškovni vrednosti.
2. **SUBJEKTIVISTIČNI KONCEPT** – kjer subjekt sam pripisuje vrednost določeni stvari. To pojmovanje je povezano z različnostjo potreb posameznika, z zaznavanjem posameznika glede koristnosti stvari, z vprašanji morale, etike ter s socialnimi in drugimi vrednotami. V ta koncept pa sodi tudi znano načelo o padajočih donosih (vsaka nadaljnja enota dobrine predstavlja manjšo koristnost).

V vsakodnevni praksi je prevladal subjektivistični koncept, saj obstaja več razlogov, ki govorijo njemu v prid. Če bi upoštevali zgolj objektivistični (stroškovni) koncept, bi namreč lahko prišli

do absurdne situacije, ko bi bila velika, a popolnoma zgrešena in nedonosna naložba, ki ne daje nikakršnih koristi, zelo veliko vredna. Preprosto zato, ker smo zanjo porabili veliko časa in denarja. Lahko bi bilo tudi obratno, kjer majhna naložba, ki bi dajala velike koristi, ne bi bila vredna skoraj nič. Ravno zaradi tega, je koristnost stvari ključnega pomena za njeno vrednost. Iz tega zaključimo, da je vrednost v splošnem definirana kot sedanja vrednost prihodnjih koristi.

V praksi vrednotenja so se razvile različne vrste vrednosti, odvisno od vrste subjektov in od vrste transakcij. Te so lahko (Škof, 1994, str. 31):

- ❑ poštena tržna vrednost (*fair market value*),
- ❑ notranja vrednost (*intrinsic value*),
- ❑ vrednost za investitorja (*investment value*),
- ❑ poštena vrednost (*fair value*),
- ❑ knjižna vrednost (*book value*),
- ❑ likvidacijska vrednost (*liquidation value*),
- ❑ hipotetična vrednost (*hypotetical value*),
- ❑ zavarovalna vrednost (*insurable value*),
- ❑ hipotečna vrednost (*mortgage value*).

Naštete koncepte vrednosti bi lahko uvrstili med štiri temeljne vrste vrednosti. To so poštena tržna vrednost, notranja vrednost, vrednost za investitorja in poštena vrednost. Vse druge oblike vrednosti so le določena oblika prvih štirih oblik vrednosti. To pomeni, da je treba pred vrednotenjem podjetja natančno določiti, kakšno obliko vrednosti želimo sploh analizirati (Škof, 1994, str. 31).

Poštena tržna vrednost je vrednost, ki jo določa trg oz. jo določata ponudba in povpraševanje množice subjektov na trgu.

Vrednost za investitorja je specifična vrednost dobrin ali storitev za konkretnega investitorja zaradi njegovih individualnih investicijskih razlogov (koristi). Tako lahko npr. gre za strateškega investitorja, ki išče nove proizvodne kapacitete; lahko gre za investitorja, ki bi podjetje kupil in ga nato zaprl ali prodal po delih naprej; lahko gre za investitorja, ki kupi propadlo podjetje in ga nato skuša s pomočjo svojega podjetniškega znanja oživiti; lahko gre za investitorja, ki bo kupil podjetje in ga nato zaradi pričakovanih sinergijskih učinkov priključil k svojemu podjetju. Pri ugotavljanju investitorjeve vrednosti gre torej za to, da se upošteva volja in namera investitorja, ki pa je lahko različna.

V nadaljevanju diplomske naloge, je poudarek na notranji vrednosti podjetja. Ta nam predstavlja vrednost, za katero se meni, da je prava. Do prave vrednosti pridemo preko podrobne analize podjetja oz. njegovega vrednotenja. Notranja vrednost podjetja torej ni ne tržna vrednost, ker ni odvisna od trga, ne investitorjeva vrednost, ker ni pogojena s konkretnimi interesi posameznega lastnika. Notranja vrednost podjetja naj bi zanimala predvsem portfeljske investitorje, kajti le-ti nimajo osebnih interesov v konkretnem podjetju, temveč iščejo koristi predvsem v razliki med notranjo (pravo) vrednostjo in tržno vrednostjo delnice. Če je notranja vrednost delnice večja od tržne vrednosti, potem velja, da je podjetje na trgu podcenjeno in obratno. Investitorji torej iščejo

podcenjene delnice, ki jih, ko trg spozna njihovo pravo vrednost, prodajo po višji ceni in si tako ustvarijo korist v obliki povečanega premoženja.

## 2.2. NAMEN VREDNOTENJA (trg kapitala)

Namenov vrednotenja je veliko in se med seboj razlikujejo glede na različne potrebe. Tako lahko vrednotenje služi za nakup ali prodajo podjetja, zavarovanje premoženja, najem kredita, zavarovanje kredita, združevanje podjetij, določanje partnerskih deležev, izdaje delnic, vstop delnic na borzo, denacionalizacije, zamenjave delnic, MBO (*management buy out*), likvidacija podjetja, stečaj podjetja, presoja stanja podjetja, privatizacija podjetja, dokapitalizacija, itd. (Škof, 1994, str. 34).

V tem diplomskem delu bom vrednotenje obravnaval v smislu ugotovitve notranje oz. prave vrednosti podjetja in njene primerjave s tržno vrednostjo podjetja. Pri tem je potrebno poudariti, da gre v našem primeru izključno za vrednotenje delniških družb, katerih delnice kotirajo na borzi. Rezultate vrednotenja uporabimo kot podlago za lastne investicijske odločitve, ali pa ugotovitve posredujemo v obliki priporočil<sup>2</sup> drugim malim in institucionalnim vlagateljem oz. upravljavcem premoženj.

Če menimo, da je notranja vrednost podjetja prava vrednost podjetja, potem lahko pričakujemo, da je le-ta enaka tržni vrednosti. V stvarnosti temu praviloma ni tako. Glavni razlog je v učinkovitosti oz. neučinkovitosti kapitalskih trgov. Ločimo tri oblike učinkovitosti trgov: šibko obliko učinkovitosti, srednjo obliko učinkovitosti in močno obliko učinkovitosti<sup>3</sup>. Za trge kapitala v finančno najbolj razvitih državah je značilna srednje močna oblika učinkovitosti. To pomeni, da tržne cene odsevajo vse javno dostopne informacije v zvezi s poslovanjem podjetja. V Sloveniji je moč pričakovati, da se bo učinkovitost trga kapitala počasi izboljševala. Podjetja vedno pogosteje poročajo o pomembnih poslovnih dogodkih, o polletnih in deloma tudi o četrtnih rezultatih, kar prispeva k izboljšanju obveščenosti delničarjev in s tem tudi k izboljšanju učinkovitosti trga kapitala. »Za učinkovit trg kapitala velja, da so v trenutni ceni vrednostnega papirja vsebovane vse trenutno razpoložljive informacije. Iz tega sledi, da so spremembe cen vrednostnih papirjev izključno posledica novih informacij, ki pa jih ni mogoče izluščiti iz prejšnjih informacij. Zato so nove informacije neodvisne od prejšnjih in tudi spremembe cen posameznih vrednostnih papirjev neodvisne od njihovih prejšnjih sprememb« (Mramor, 2000, str. 109). Ker za večino trgov ne moremo reči, da so učinkoviti (tudi za Slovenijo), tržne vrednosti odstopajo od prave oz. notranje vrednosti. Nerazvitost kapitalskega trga se še dodatno kaže v njegovi slabi likvidnosti in nizki tržni kapitalizaciji kotirajočih podjetij, kar negativno vpliva na ceno delnic (Pintar, 2000, str. 19). Poleg tega pa na ceno vplivajo še drugi dejavniki, kot so npr. psihološki dejavniki. Še vedno pa ostaja v majhnem gospodarstvu kot je slovensko prisoten problem trgovanja na podlagi notranjih informacij. Ob predpostavki, da se

---

<sup>2</sup> Priporočila valgateljem so npr. lahko: PRODAJ (Sell), DRŽI (Hold), KUPI (Buy) ali MOČAN NAKUP (Strong Buy).

<sup>3</sup> Podrobneje o hipotezi učinkovitosti trga kapitala glej v Brigham et al., 1999, str. 352 ali Mramor, 2000, str. 109.

bo naš trg kapitala v prihodnje približal srednje močni obliki učinkovitosti, se bodo tudi tržne cene delnic postopoma približevale svoji notranji vrednosti.

Za oceno notranje vrednosti podjetja so se v svetu razvile različne metode vrednotenja. Npr. metoda diskontiranih denarnih tokov, metoda multiplikatorja čistega dobička, metoda kapitalizacije čistega dobička, metoda presežnega dobička, itd. (Pintar, 2000, str. 20). Nobena izmed teh metod pa ni absolutno pravilna, kar pomeni, da lahko različne metode privedejo do različnih rezultatov. Temu v prid priča tudi dejstvo, da nimajo vsi subjekti, ki se ukvarjajo z vrednotenjem, enakih informacij. Analitiki v veliki večini uporabljajo javno dostopne informacije, ki so včasih pomanjkljive ali premalo natančne. Na drugi strani imajo vodstva podjetij bistveno boljše informacije, kar omogoča realnejšo oceno vrednosti podjetja. Drugi razlog za odstopanja notranje vrednosti od tržne pa je lahko v samem delovanju trgov.

Ko govorimo o namenu vrednotenja podjetij, ne moremo mimo cilja poslovanja. Kot najpogosteje navajane cilje podjetja srečamo: maksimiranje dobička, maksimiranje prodaje, maksimiranje tržnega deleža, preživetje in doseganje zadovoljive ravni dobičkov (Mramor, 2000, str. 15). V razvitih tržnih gospodarstvih (predvsem v ZDA) je v večini primerov cilj poslovanja podjetja maksimiranje njegove tržne vrednosti. Ko podjetje sledi temu cilju, tudi ustrezno kombinira tako donosnost kot tudi tveganje svojih naložb in omogoča imetnikom lastniških vrednostnih papirjev, da maksimirajo koristnost svoje potrošnje (Mramor, 2000, str. 37). Da pa lahko management podjetja uspešno sledi temu cilju, mora pri tem sprejemati poslovne odločitve, ki zahtevajo poznavanje teorije o vrednotenju podjetij ter osnovnih determinant, ki vplivajo na vrednost podjetja.

## 2.3. DETERMINANTE VREDNOSTI

Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na vrednosti podjetja oz. na vrednost katerekoli finančne naložbe so (Maček, 1993, str. 5):

- pričakovani denarni donosi lastnikom,
- časovna razporeditev denarnih donosov,
- tveganje, da denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim.

Z vidika koristnosti je namreč koristnost denarne enote potrošene danes večja od koristnosti enake denarne enote potrošene v prihodnosti. Da bi torej denarni znesek predstavljal ekonomskemu subjektu enako koristnost, mora biti znesek ob koncu obdobja temu primerno večji.

Med modeli vrednotenja se v svetu največ uporablja »DCF-model« ali model diskontiranih prihodnjih denarnih tokov. Model je podrobneje opisan v četrtem poglavju. V povezavi z logiko tega modela si pogledjmo dejavnike, ki vplivajo na vrednost podjetja.

Na sliki 1, kjer je predstavljen Rappaport-ov model vrednosti za delničarje (*shareholder value model*), je prikazano, kateri dejavniki vplivajo na vrednost podjetja. Izhodišče predstavljajo odločitve managementa v zvezi s poslovanjem podjetja, naložbami podjetja in financiranjem.

Vsaka od teh treh odločitev posebej določa determinante vrednosti (*value drivers*). Le-te vplivajo na posamezne komponente vrednosti in zato na vrednost celotnega podjetja. Lahko torej vidimo, da je vrednost podjetja odvisna od prihodnjih **denarnih tokov**, ki so v veliki meri odvisni od **pričakovane rasti podjetja** in od časovne razporeditve denarnih tokov, ter od **diskonte stopnje oz. zahtevane stopnje donosa**, ki pa je odvisna od **tveganja** (poslovnega in finančnega). V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni posamezni dejavniki vrednosti.

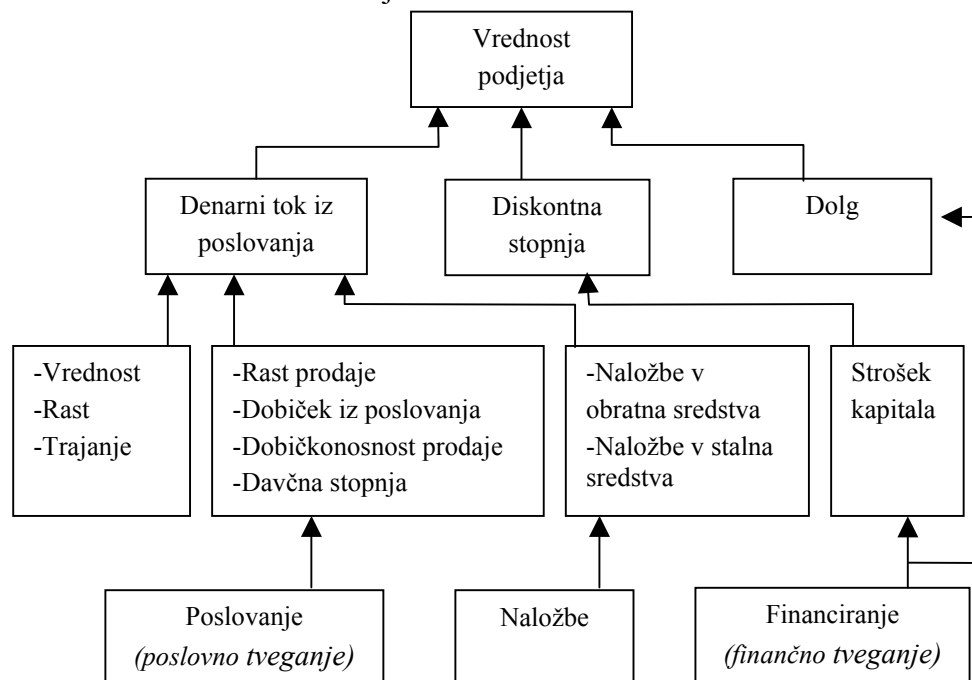
Slika 1: Rappaportov model vrednosti za delničarje

CILJ PODJETJA

KOMPONENTE VREDNOSTI

DETERMINANTE VREDNOSTI

ODLOČITVE MANAGEMENTA



Vir: Barker, 2001, str. 202.

### 2.3.1. Zahtevana (pričakovana) stopnja donosa

Zahtevano oz. pričakovano stopnjo donosa imenujemo drugače tudi strošek kapitala ali oportunitetni strošek. Z njo diskontiramo prihodnje denarne tokove, s čimer njihovo vrednost prevedemo na sedanjo vrednost ter tako pridemo do sedanje vrednosti podjetja.

V stvarnem svetu vladajo razmere negotovosti. To pomeni, da ne moremo z gotovostjo napovedati prihodnjih donosov podjetja. Zato investitorji zahtevajo za svoje naložbe poleg stopnje donosa za netvegane oz. najmanj tvegane vrednostne papirje še dodatno premijo za tveganje. Tako določena zahtevana stopnja donosa, ki jo uporabimo za diskontiranje, bistveno vpliva na sedanjo vrednost podjetja. Višina diskontne stopnje je premosorazmerno povezana s tveganjem. Večje kot je tveganje, da prihodnji denarni tokovi ne bodo enaki pričakovanim, višja bo zahtevana stopnja donosa, s tem pa bo nižja tudi sedanja vrednost podjetja (Brigham et al., 1999, str. 168). V državah z razvitimi trgi kapitala zahtevano stopnjo donosa najpogosteje določajo s pomočjo CAPM modela, ki je podrobneje predstavljen v poglavju 4.2.1.

Teoretično lahko namreč podjetje raste samo v primeru, ko donosnost dolgoročnih naložb podjetja preseže stroške kapitala oz. zahtevano stopnjo donosnosti. V primeru, da sta donosnost

dolgoročnih naložb podjetja in strošek kapitala enaka, se podjetju vrednost ne spreminja, če pa je donosnost dolgoročnih naložb celo nižja od stroškov kapitala, potem bo podjetje izgubljalo svojo vrednost (Copeland et al., 2000, str. 54).

### 2.3.2. Tveganje

Velika večina vlagateljev tveganju ni naklonjena (*risk averse*). To pomeni, da ob dani donosnosti preferirajo naložbe, ki niso tvegane, napram naložbam, ki so tvegane in imajo kot takšne bolj negotove denarne tokove oz. donosnost. Večje tveganje jim pomeni manjšo korist(nost) naložb. Posledica takšnega obnašanja je ta, da so ob enakem pričakovanem donosu bolj tvegane naložbe vredne manj, kot tiste naložbe, ki so manj tvegane. »To pravzaprav pomeni, da ima tveganje svojo ceno (in obseg). Pri finančnih naložbah v vrednostne papirje se to kaže v zahtevi po višji donosnosti vrednostnega papirja oz. višjem diskontnem faktorju pri večjem tveganju« (Mramor, 2000, str. 50). Da bi torej bili ljudje pripravljeni investirati tudi v bolj tvegane naložbe, se mora učinek tveganja izraziti v povečani zahtevani stopnji donosa. To je namreč osnovna ekonomska logika – večje kot je tveganje, večja je zahtevana stopnja donosa.

Tveganje za posamezni vrednostni papir lahko izračunamo s pomočjo naslednje formule:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (k_i - \hat{k})^2 P_i} \quad (2.1.)$$

Mero za tveganje posameznega papirja, kot vidimo iz formule (2.1.), merimo s standardnim odklonom možnih donosnosti vrednostnega papirja ( $k_i$ ) od njegove pričakovane donosnosti ( $\hat{k}$ ). Tako velja, da je vrednostni papir tem bolj tvegan, čim večja je varianca oz. standardni odklon njegove donosnosti (Mramor, 2000, str. 53). Ker pa lahko investitor naloži svoje papirje v več (tveganih) vrednostnih papirjev, lahko na ta način zmanjša tveganje. Zato ne moremo trditi, da je lahko sama variabilnost donosnosti posameznega papirja merilo za njegovo tveganje. Variabilnost donosnosti je prava mera samo za tveganje celotnega premoženja. Zato si pri tveganju posameznega papirja pomagamo s koeficientom beta, ki meri relativni obseg njegovega sistematičnega tveganja. To je tveganje, ki ga posamezni tvegani vrednosti papir relativno prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga z razpršitvijo premoženja med več naložb ni mogoče odpraviti (Mramor, 2000, str. 73).

Če je vrednost koeficeinta beta večja od 1, je vrednostni papir bolj tvegan od tržnega premoženja. To vpliva na povečanje premije za tveganje in posledično tudi na povečanje zahtevane stopnje donosa. Pri tem pa se, kot smo že ugotovili, zniža sedanja vrednost podjetja. Obratno velja, kadar je koeficient beta manjši od 1.

### 2.3.3. Pričakovana rast

Za povečanje prihodnjih denarnih tokov podjetja je ključnega pomena rast podjetja. Podjetje lahko raste na dva načina. Po naravni poti (organska rast), z večanjem svojih proizvodnih

zmogljivosti in povečano prodajo ali pa s prevzemanjem (*acquisitions*) drugih podjetij. Pri prevzemih lahko podjetje raste vertikalno ali horizontalno (Barker, 2001, str. 204). Sorazmerno z rastjo prodaje, se morajo povečevati tudi sredstva podjetja, če ima podjetje svoje kapacitete že skoraj izkoriščene. Pri tem si mora podjetje pomagati z dodatnim zadolževanjem ali z izdajo novih delnic, največkrat pa svojo rast podjetje financira z zadržanimi dobički iz preteklih let, kar pomeni, da podjetja v fazi rasti večinoma ne izplačujejo dividend lastnikom kapitala. Za majhna podjetja so zadržani dobički najlažji in najcenejši način financiranja. Podjetja so namreč pri zadolževanju omejena, saj morajo paziti na ustrezno razmerje med kapitalom in dolgom (Brigham et al., 1999, str. 342).

Pričakovana rast je odvisna tudi od panoge v kateri podjetje deluje. Zrele panoge imajo nizke stopnje rasti, medtem ko imajo podjetja iz t.i. nove ekonomije, zelo velike potenciale za rast. V zadnjem času je tudi med podjetji iz tradicionalnih panog gospodarstva bilo veliko takšnih, ki so dosegala zavidljive stopnje rasti, v večini primerov na račun prevzemov sorodnih podjetij. Farmacevtska industrija pa npr. sodi med panoge, kjer zaradi možnosti odkritij novih zdravil in njihove patentne zaščite nenehno obstaja potencial za veliko rast.

#### **2.3.4. Drugi dejavniki**

Med druge dejavnike, ki vplivajo na vrednost podjetja, lahko uvrstimo zunanje dejavnike. Pri tem imamo v mislih splošne značilnosti domačega poslovnega okolja, ki v veliki meri vplivajo na uspešnost poslovanja podjetja. Najpomembnejši zunanji dejavniki, ki lahko vplivajo na vrednost podjetja (Maček, 1993, str. 7) so:

- a) odvisnost od cikličnosti domačega gospodarstva (podjetje se zgolj prilagaja gibanju gospodarstva);
- b) rast bruto domačega proizvoda (v veliki meri določa rast podjetja in tako vpliva na vrednost podjetja);
- c) investicije in podjetniška donosnost (v državah z nizko investicijsko stopnjo ne moremo pričakovati visoke donosnosti kapitala);
- d) inflacijska stopnja (lahko vpliva na vrednost podjetja pozitivno ali negativno, odvisno od povišanja cen prodajnih izdelkov in stroškov);
- e) obrestna mera (Obrestna mera ima lahko dvojni učinek na vrednost podjetja. Po eni strani vpliva na stroške financiranja (odvisno od virov kapitala), po drugi strani pa vpliva na potrošnjo v gospodarstvu, ter tako na prihodke iz prodaje podjetja);
- f) vključenost v mednarodno gospodarstvo (večja internacionalizacija podjetja naj bi zmanjševala tveganje podjetja zaradi njegove razpršenosti prodaj, po drugi strani pa se to tveganja povečuje, zaradi tveganja spremembe deviznih tečajev);
- g) panožna dejavnost (primerjamo podatke podjetja s splošnimi razmerami in trendi v panogi)
- h) tehnologija (vpliva na produktivnost in s tem na stroške podjetja);
- i) konkurenca (v razmerah konkurence, podjetje bistveno težje povečuje svoj tržni delež, kar pomeni da podjetje težje dosega večje stopnje rasti);
- j) politične razmere (stabilne politične razmere zmanjšujejo tveganje);
- k) stabilnost virov (zanesljivost dobaviteljev in trajnost njihovih dobav).

### 3. STATIČNE METODE VREDNOTENJA DELNIC

#### 3.1. VREDNOTENJE NA PODLAGI RAZLIČNIH KAZALCEV

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).

Vrednotenje na podlagi primerjave kazalnikov relativnih vrednosti je med zelo popularnimi metodami. 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).

Kazalnike lahko razdelimo v tri skupine (Damodaran, 2001, str. 262). Prva skupina so kazalniki, ki jih računamo na podlagi dobičkov, v drugo skupino sodijo kazalniki, ki temeljijo na knjigovodskih vrednostih, v tretjo skupino pa uvrščamo kazalnike, izračunane na podlagi prihodkov. 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. 256) navaja štiri osnovne korake pri uporabi kazalnikov relativnih vrednosti:

1. Potrebno je zagotoviti, da je kazalnik dosledno opredeljen in je 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. Potrebno je poiskati primerna podjetja, ki jih uporabimo za primerjavo.

Pri izračunih kazalcev je nujno potrebno zagotavljati doslednost števca in imenovalca. Če so v števcu podatki, ki se nanašajo »na delnico«, morajo v imenovalcu biti tudi podatki, ki se nanašajo »na delnico«. Doslednost kazalnikov zagotovimo tudi s tem, da v vseh primerih uporabljamo istovrstne podatke. Če npr. uporabljamo zadnjo tržno ceno za prvo podjetje, moramo za drugo podjetje prav tako uporabljati zadnjo tržno ceno in ne npr. povprečne cene delnice zadnjega leta ali zadnjega meseca. Podobno velja za dobičke na delnico. Ti so lahko



izračunani na način, da celotni dobiček delimo s celotnim številom delnic ali pa na način, da celotni dobiček delimo s številom delnic, ki je zmanjšano za število lastnih delnic podjetja. Če ne upoštevamo teh dejstev, bodo izračunani kazalci med seboj neprimerljivi.

Pri vrednotenju na podlagi kazalnikov je dobro poznati »tipično vrednost kazalnika«. Ta nam daje občutek, katero podjetje ima zelo visok kazalnik in katero zelo nizkega ter kaže na možno precenjenost oz. podcenjenost podjetja. Potrebno pa je vedeti, da so povprečne vrednosti kazalnikov različne od panoge do panoge.

Še najtežji od vseh štirih korakov je izbira primerljivih podjetij. Kakšno podjetje je primerljivo? Je to podjetje, ki ima podobno stopnjo rasti, podobno tveganje, podobne denarne tokove? Ali je to podjetje, ki deluje v isti panogi, ali pa mogoče podjetje, ki proizvaja sorodne proizvode oz. ponuja sorodne storitve? Ne glede na to, kako skrbno izbiramo primerljiva podjetja, nikoli ne bomo našli popolnoma enakih podjetij. Vedno bodo med njimi obstajale razlike, takšne ali drugačne. Pri tem pa se moramo zavedati dejstva, da pri tovrstnem vrednotenju sprejemamo predpostavko, da imajo vsa podjetja v našem vzorcu enake stopnje rasti in da so približno enako tvegana.

Problem izbire primerljivih podjetij je še toliko večji, če gre za majhno državo, kakršna je Slovenija. Pogosto lahko najdemo le peščico podobnih podjetij, od katerih redka kotirajo na borzi in se močno razlikujejo po rasti in tveganosti, velikokrat pa sploh ne moremo najti primerljivega podjetja. Takšen primer je npr. Gorenje, d.d., ki v Sloveniji kot proizvajalec gospodinjskih aparatov zagotovo nima konkurenta oz. primerljivega podjetja. Pri tovrstnih ovirah se lahko zatečemo k pomožni rešitvi in izberemo primerljiva podjetja v JV Evropi ali pa v Evropski uniji. Pri tem pa naletimo na novo oviro. Primerljiva podjetja v drugih državah namreč uporabljajo drugačne računovodske standarde kakor slovenska podjetja.

Računovodske izkaze dveh podjetij lahko namreč primerjamo med seboj le v primeru, da so ti sestavljeni po enakih pravilih. Ker se SRS<sup>4</sup> v nekaterih pomembnih lastnostih razlikujejo od MRS<sup>5</sup>, neposredna primerjava izkazov slovenskih podjetij s tujimi ni mogoča. Izpostavimo lahko tri največje razlike, do katerih prihaja med Slovenskimi in Mednarodnimi računovodskimi standardi, ki povzročajo največ razlik ter otežujejo primerjavo. To so revalorizacija<sup>6</sup>, amortizacija in pa dolgoročne rezervacije. Končni rezultat je, da so čisti dobički po MRS pri večini slovenskih podjetij bistveno večji od čistega dobička po SRS. Zaradi tega so lahko multiplikatorji čistega dobička (kazalec P/E) slovenskih podjetij, računano po SRS, bistveno večji od multiplikatorjev čistega dobička tujih podjetij in dajejo zavajajoč vtis o precenjenosti naših podjetij (Cook, Lavrenčič, 2000, str. 23).

---

<sup>4</sup> Slovenski računovodski standardi.

<sup>5</sup> Mednarodni računovodski standardi.

<sup>6</sup> Revalorizacija se z nastopom novih SRS v letu 2002 ukinja. Možno je le prevrednotenje sredstev.

### 3.1.1. Kazalec P/E<sup>7</sup> oz. multiplikator čistega dobička

Multiplikator čistega dobička je najpogosteje uporabljen kazalnik relativnih vrednosti, a žal tudi najpogosteje zlorabljen oz. napačno uporabljen. Zaradi svoje enostavnosti in zanemarjanja osnovnih determinant vrednosti posameznega podjetja, uporaba tovrstnih kazalnikov ponavadi privede do zavajajočih rezultatov.

Metoda multiplikatroja, tako kot vsi kazalniki relativnih vrednosti, temelji na tržni zasnovi, saj je vedno en člen v ulomku vezan na tržno vrednost delnice. Kazalec P/E nam kaže razmerje med ceno delnice podjetja in njegovim čistim dobičkom na delnico. Če smo popolnoma natančni, je potrebno pri računanju čistega dobička na delnico, od čistega dobička odšteti dividende na prednostne delnice in dobljeno vrednost deliti s številom navadnih delnic. P/E kazalec v bistvu predstavlja mnogokratnik čistega dobička, kar pomeni, da moramo za delnico, ki kotira pri P/E = 8, plačati toliko denarnih enot, kot znaša 8 čistih dobičkov na delnico podjetja, v katerega investiramo. Ali drugače povedano, pripravljeni smo plačati 8 denarnih enot, za eno denarno enoto čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo v zadnjem letu (Pintar, 2000, str. 41).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{TRŽNA CENA DELNICE}}{\frac{\text{ČISTI DOBIČEK PODJETJA} - (\text{DIVIDENDE ZA PREDNOSTNE DELNICE})}{\text{ŠT. NAVADNIH DELNIC PODJ.}}} \quad (3.1.)$$

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.

Multiplikatorji čistega dobička se med seboj močno razlikujejo. V povprečju dosegajo različne vrednosti za različne panoge. Podjetja, ki poslujejo v tradicionalnih gospodarskih panogah, ponavadi dosegajo nižje vrednosti P/E kazalca. Razlog za to je v pričakovani nizki rasti in pričakovani ustaljenosti njihovih dobičkov. Na drugi strani pa P/E kazalci tehnoloških podjetij dosegajo bistveno višje vrednosti, saj se za tovrstna podjetja pričakuje visoka rast, tako dobičkov, kot tudi samega podjetja. Hkrati pa v sedanosti dosegajo zelo majhne dobičke, kar kazalec P/E zaradi majhne vrednosti v imenovalcu, bistveno poveča, še posebej če upoštevamo dejstvo, da hkrati visoka cena delnic (števec) odraža sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov v prihodnosti. Poleg tega lahko kazalec P/E pri tehnoloških podjetjih niha v odvisnosti od managerskih opcij. Slednje so še posebej prisotne v tehnoloških podjetjih in je tako pri izračunu dobičkov na delnico potrebno od skupnega števila delnic odšteti število lastnih delnic podjetja, ki ponavadi služijo za nagrajevanje v delniških opcijah. Do razlik pa lahko tudi prihaja zaradi različnih izdatkov za R&R (raziskave in razvoj). Stroški za raziskave in razvoj namreč zmanjšujejo dobiček podjetja. Zaradi tega podjetja, ki veliko investirajo v R&R, dosegajo nižje čiste dobičke, kar pa pomeni tudi veliko večjo vrednost kazalca P/E. Na drugi strani nekatera

---

<sup>7</sup> P/E je kratica za Price per share / Earnings per share. Slovenska različica izraza je T/D kar pomeni Tečaj delnice / Dobiček na delnico.

podjetja ne rastejo z velikimi investicijami 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).

Dobiček podjetja je končni rezultat izkaza uspeha in kot takšen predstavlja merilo uspešnosti poslovanja podjetja. S pomočjo kazalca P/E pridemo do povzetka, ki nam v eni sami številki prikaže povezavo med uspešnostjo poslovanja podjetja (čisti dobiček) in tem, kako trg (tržna cena) vrednoti njegovo poslovanje v prihodnje (Barker, 1999, str. 53).

Na vrednosti kazalnika posredno vplivajo determinante kot so rast, tveganje in zmožnost ustvarjanja denarnih tokov v prihodnje. Nepoznavanje in zanemarjanje tovrstnih spremenljivk lahko privede do napačnih zaključkov. Tako lahko npr. zaključimo, da je podjetje, čigar delnice kotirajo na borzi pri vrednosti kazalca P/E enaki 8, podcenjeno, v primerjavi s podobnim podjetjem čigar kazalec P/E znaša 12. V resnici je lahko pravi razlog za to v višji pričakovani rasti drugega podjetja ali pa se od podjetja v prihodnje pričakujejo večji dobički. Upoštevajoč tovrstna dejstva ne moremo več trditi, da je prvo podjetje podcenjeno glede na drugo podjetje.

### 3.1.2. Kazalec P/B

Pri vrednotenju na podlagi relativnih vrednosti se zelo veliko uporablja multiplikator knjigovodske vrednosti. Izračunamo ga na podoben način kot multiplikator čistega dobička, le da v imenovalcu namesto čistega dobička uporabimo knjigovodsko vrednost delnice. Slednja se računa tako, da celoten lastniški kapital podjetja delimo s številom navadnih delnic podjetja.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{TRŽNA CENA DELNICE}}{\text{KNJIGOVODSKA VREDNOST DELNICE}} \quad (3.2.)$$

$$\text{KNJIGOVODSKA VREDNOST DELNICE} = \frac{\text{LASTNIŠKI KAPITAL}}{\text{ŠTEVILO NAVADNIH DELNIC}} \quad (3.3.)$$

V primeru, da je vrednost kazalca enaka 1, to pomeni, da moramo za delnico podjetja plačati točno toliko, kot znaša njena knjigovodska vrednost. Nekateri analitiki velikokrat smatrajo delnice, katerih vrednost kazalca je manjša od 1, za »varnejše«, saj imajo knjigovodsko vrednost delnice za »osnovo« tržne vrednosti delnice. Pogosto so mnenja, da tržna vrednost delnice ne more pasti pod njeno knjigovodsko vrednost, saj imajo lastniki vedno možnost ukinitve podjetja in odprodaje njegovih sredstev po knjigovodski vrednosti. Vendar pa se veliko ukinjenih podjetij ne proda po knjigovodski vrednosti, zato je tovrstno prepričanje zmotno (Bodie et al., 1996, str. 583).

Kadar ima kazalec vrednost večjo od 1, je to pokazatelj, da ima podjetje možnost dosežati takšne stopnje donosa, ki presegajo zahtevano stopnjo donosa. Razlika v stopnjah donosa (*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 (*goodwill*). Vrednost dobrega imena nam tako predstavlja sedanjo vrednost prihodnjega poslovanja podjetja.

Vzemimo hipotetičen primer poslovanja podjetja, ki posluje omejeno obdobje petih let (glej Tabela 2). Pri tem je njegova tržna vrednost za posamezno leto izračunana kot diskontirana vrednost prihodnjih denarnih tokov z uporabljenimi 9-odstotno zahtevano stopnjo donosa. V letu 1 podjetje ustvarja izgubo, kar zniža njegovo knjigovodsko vrednost na 8.000 denarnih enot, dobičkonosnost lastniškega kapitala pa je  $-20\%$ . Kazalec P/B ima vrednost 1,42, kar kaže na to, da se pričakovani prihodnji donosi ne kažejo v sedanjih računovodskih stanjih. Šele v letu 3 začne podjetje ustvarjati dobiček in od tega leta dalje beleži pozitivni ROE (dobičkonosnost lastniškega kapitala), ki se vse do leta 5 še povečuje.

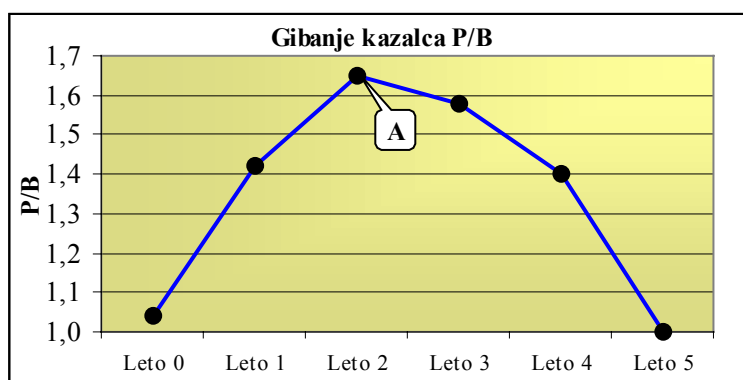
Tabela 2: Hipotetičen primer poslovanja podjetja in gibanje njegovih kazalcev

	Leto 0	Leto 1	Leto 2	Leto 3	Leto 4	Leto 5
<b>Tržna vrednost</b>	10.399	11.335	12.355	13.467	14.679	16.000
<b>Knjigovodska vrednost</b>	10.000	8.000	7.500	8.500	10.500	16.000
<b>Dobro ime</b>	399	3.335	4.855	4.967	4.179	0
<b>P/B</b>	1,04	1,42	1,65	1,58	1,40	1,00
<b>ROE</b>		-20,0%	-6,3%	13,3%	23,5%	52,4%

Vir: Barker, 2001, str. 102.

Na sliki 2, ki prikazuje gibanje kazalca P/B za opisani primer, je vidno, da se od tretjega leta dalje (točka A) vrednost kazalca P/B začne zmanjševati. To pomeni, da se zmanjšuje tudi vrednost dobrega imena podjetja. Zadnje leto podjetje ustvari 52,4% donos na kapital, kar izenači knjigovodsko vrednost podjetja s tržno vrednostjo podjetja pri 16.000 denarnih enotah. V tem letu so pričakovanja investitorjev dejansko tudi uresničena, vrednost dobrega imena je enako 0, kazalec P/B pa je enak 1.

Slika 2: Grafičen prikaz gibanja kazalca P/B



Vir: Barker, 2001, str. 102.

Opisan primer priča o tem, da je preprosto sklepanje o tem, da so podjetja s kazalcem P/B večjim od 1, precenjena, lahko zmotno. Ključnega pomena so pričakovanja glede poslovanja podjetja v prihodnje. Če se pričakuje, da bo podjetje v prihodnje sposobno dosegati večje donose, kot jih dosega danes, je povsem normalno, da je njegova tržna vrednost večja od knjigovodske vrednosti podjetja (točka A na sliki 2). In obratno, če se za podjetje pričakuje, da v prihodnje ne bo uspelo

dosegati takšnih donosov kot jih dosega danes, bo njegova tržna vrednost manjša od knjigovodske vrednosti oz. kazalec P/B bo manjši od 1.

Na kazalec P/B poleg pričakovanih donosov vplivajo tudi zadržani dobički. Če namreč podjetje del ustvarjenega dobička zadrži in ga investira v nove projekte, bo to v prihodnje še dodatno povečalo dobiček podjetja. V tabeli 3 je prikazano, kako s povečanjem stopnje zadržanih dobičkov vrednost kazalca P/B naraste oz. pade, če se pričakovani donosi hkrati zmanjšajo.

Tabela 3: Vpliv pričakovanih ROE in zadržanih dobičkov na vrednost kazalca P/B

ROE	zadržani dobički, b			
	0%	25%	50%	75%
10%	1,00	0,95	0,86	0,67
12%	1,00	1,00	1,00	1,00
14%	1,00	1,06	1,20	2,00

Vir: Bodie et al., 1996, str. 583.

### 3.1.3. Problemi, ki se pojavljajo in alternative

Iz do sedaj povedanega o vrednotenju na podlagi relativnih kazalcev, je jasno, da je potrebno biti pri uporabi tovrstnih metod vrednotenja zelo previden. Pri primerjavi na podlagi kazalcev P/E in P/B se soočamo z dvema bistvenima problemoma. To je problem slovenskih računovodskih standardov in neprimerljivost s tujimi podjetji ter problem izbire primerljivih podjetij.

#### 3.1.3.1. Problem različnih računovodskih standardov

Neposredna primerjava izkazov slovenskih podjetij s tujimi ni mogoča. Omeniti velja tri bistvene postavke, ki povzročajo največ razlik med računovodskimi izkazi in otežujejo primerjavo. To so: revalorizacija, amortizacija in dolgoročne rezervacije. Poglejmo natančneje zakaj prihaja do razlik.

Revalorizacija se v tujini le redko uporablja, pa še to le v primeru hiperinflacije (kumulativna stopnja inflacije v treh letih mora biti višja od 100%). Ker se v večini zahodnoevropskih držav inflacija giblje med 2 in 3 odstotki letno, pri vzhodnoevropskih pa na ravni malo pod 10 odstotkov, se revalorizacija v tujini praktično ne uporablja. V Sloveniji se vrednosti vseh dolgoročnih sredstev, obveznosti in kapitala revalorizira oz. enostavno poveča z indeksom cen življenjskih potrebščin. Gre torej za indeksacijo. Ker se vrednosti revalorizacije na pasivni in aktivni strani premoženjske bilance skoraj nikoli ne ujemajo, nastane revalorizacijski presežek<sup>8</sup> oz. revalorizacijski primanjkljaj. Slednji se šteje v izkazu uspeha kot prihodek oz. odhodek od financiranja. Ker ima večina slovenskih podjetij velik delež lastniškega kapitala, je zanje značilen revalorizacijski primanjkljaj, torej odhodek od financiranja, kar zmanjšuje izkazani dobiček v primerjavi z rezultati po MRS.

<sup>8</sup> Revalorizacijski presežek nastane, kadar je revalorizacija postavk na aktivni strani večja od revalorizacije postavk na pasivni strani.

Za amortizacijo velja naslednje. Obračunana amortizacija, ki znižuje izkazan dobiček, je v slovenskih podjetjih večja od obračunane amortizacije v tujih podjetjih. Obstajata dva razloga. Prvi je ta, da SRS relativno ohlapno določajo amortizacijske stopnje. V večini primerov se v Sloveniji uporablja linearni način amortizacije, pri čemer se marsikdaj uporabljajo najvišje predpisane amortizacijske stopnje (Cook, Lavrenčič, 2000, str. 23). S tem si podjetja povečujejo davčni ščit. Poleg tega pa se velikokrat amortizacija uporablja kot sredstvo uprave za izkazovanje »zelene« višine dobička. Drugi razlog je posledica revalorizacije, saj ta nenehno povečuje osnovo za amortizacijo. Torej se povečuje tudi amortizacija. Po MRS revalorizacije praktično ni, zato se tujim podjetjem ne povečuje amortizacijska osnova, kar pomeni, da tuja podjetja izkazujejo večje dobičke od slovenskih podjetij.

Pri dolgoročnih rezervacijah je po SRS dovoljeno bistveno več svobode kot pri MRS. V slednjih obstajajo omejitve s tremi pogoji (Cook, Lavrenčič, 2000, str. 23):

1. Podjetje mora imeti zaradi preteklega dogodka sedanjo obveznost (pravno ali posredno).
2. Verjetno mora biti, da bo pri poravnavi obveznosti potreben odtok dejavnikov, ki omogočajo gospodarske koristi.
3. Znesek obveznosti je mogoče zanesljivo oceniti.

Sklep je, da so čisti dobički po MRS večji od dobičkov po SRS, kar vpliva na kazalec P/E tujih podjetij tako, da znižuje njegovo vrednost. Vrednotenje na podlagi tega kazalca bi lahko vodilo v napačno sklepanje, kajti po kazalcu P/E imajo tuja podjetja nižje vrednosti od slovenskih, kar napeljuje k sklepu, da so naša podjetja precenjena, tuja pa podcenjena (Cook, Lavrenčič, 2000, str. 23). Vendar tovrstna razlaga ni pravilna, kot je to bilo prikazano.

Na koncu je potrebno poudariti, da so bili konec leta 2001 sprejeti novi SRS, ki so stopili v veljavo z začetkom leta 2002. Ti so uvedli veliko novosti in v veliki meri odpravili probleme, ki so bili predstavljeni. Kot takšni so se bistveno približali MRS, bilance slovenskih podjetij za poslovno leto 2002 pa bodo bistveno bolj primerljive s tujimi podjetji kot so bile do sedaj, kar govori v prid smotrnejši uporabi kazalca P/E v prihodnje.

### *3.1.3.2. Problem izbire skupine primerljivih podjetij*

Tudi če ni problema primerljivosti računovodskih izkazov, je še vedno prisoten problem primerljivih podjetij. Smiselno je namreč primerjati podjetja, ki so si med seboj sorodna, imajo podoben proizvodni program, podobne stroške, so podobno zadolžena in podobno investirajo. V praksi vemo, da popolnoma enaka podjetja ne obstajajo. Vendar je potrebno poudariti, da je vrednotenje na podlagi relativnih kazalcev smiselno samo med sorodnimi podjetji. Če nam ne uspe najti primernih primerljivih podjetij, so vsakršni rezultati povsem brezpredmetni oziroma neprimerljivi.

V praksi si pri iskanju primerljivih podjetij najpogosteje pomagamo z analizami drugih analitikov in pri tem za primerjavo vzamemo podjetja, ki so jih v svoji primerjavi uporabljali oni. Še lažje bi bilo, če bi vodstvo proučevanega podjetja posredovalo podatke o vseh njihovih

neposrednih konkurentih. Velikokrat pa si je potrebno pomagati z najrazličnejšimi strokovnimi članki, ki se jih pogosto dobi tudi na internetu.

### 3.1.3.3. Kazalec $P/S$ <sup>9</sup>

Pri relativnih kazalcih, ki v svojem imenovalcu uporabljajo računovodsko postavko dobiček, lahko, kot smo videli v prejšnjih poglavjih, pride do težav. Zato so analitiki začeli uporabljati nekoliko drugačen kazalec, ki namesto dobička v imenovalcu uporablja prihodke iz prodaje, imenuje pa se multiplikator prodaje. Prihodki iz prodaje so namreč ena izmed postavk, ki se ne glede na uporabljene različne računovodske standarde med seboj ne razlikujejo. V SRS in MRS je ponavadi višina prodaje popolnoma enaka in je kot takšna ena izmed redkih postavk v izkazu uspeha, kjer se vrednosti ujemajo (Cook, Lavrenčič, 2000, str. 23).

Multiplikator prodaje je samo eden izmed nadomestil za multiplikator čistega dobička. V enačbi (3.4.) vidimo, 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 nam tako pove, koliko-kratnik 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.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{TRŽNA KAPITALIZACIJA}}{\text{PRIHODKI}} \quad \text{oz.} \quad \frac{P}{S} = \frac{\text{TRŽNA CENA DELNICE}}{\text{PRIHODKI na DELNICO}} \quad (3.4.)$$

Med glavne vzroke za uporabo tega kazalca, se uvrščajo (Damodaran, 2001, str. 320):

1. Dobički podjetij so lahko negativni za veliko podjetij, medtem ko so prihodki od prodaje značilni za še tako problematična podjetja, kot tudi za zelo mlada podjetja. Z uporabo kazalca  $P/S$  iz analize ne izločimo praktično nobenega podjetja.
2. Dobički podjetij in knjigovodske vrednosti podjetij so močno odvisni od uporabljenih računovodskih metod. Na dobičke lahko vplivamo z amortizacijo, zalogami, stroški za R&R, izrednimi odhodki, itd. Na drugi strani so manipulacije s prihodki iz prodaje praktično nemogoče oz. bistveno težje.
3. Prihodki iz prodaje se bistveno manj spreminjajo kot čisti dobiček in so bolj zanesljivi za primerjave. Če npr. prihodki iz prodaje upadejo za 10 odstotkov, podjetje pa ne uspe ustrezno prilagoditi svojih stroškov, lahko dobički padejo tudi za 100 odstotkov ali več.

Seveda ima kazalec  $P/S$  tudi svoje slabosti. Ker je kazalec osredotočen na prihodke podjetja, lahko zavede ocenjevalca, kajti pri podjetjih z visokimi rastmi prihodkov ne upošteva denarnih tokov podjetja, ki se lahko na ta račun nevarno zmanjšajo. Podjetje lahko svojo rast ustvarja s povečanjem zadolževanja, česar kazalec ne bo pokazal. Kazalec nam pri primerjavah z drugimi

<sup>9</sup>  $P/S$  pomeni PRICE to SALES oz. tržna cena delnice v primerjavi s prihodki od prodaje na delnico.

podjetji ne da podrobne slike o gibanju stroškov podjetja in tudi ne o razmerju med čistim dobičkom in prihodki podjetja (*profit margin*). Zaradi tega lahko uporabljamo drugo različico multiplikatorja prihodkov, ki v števcu namesto tržne vrednosti podjetja jemlje celotno vrednost podjetja (*enterprise value*), kaže pa razmerje med vrednostjo podjetja v primerjavi s prihodki (EV/SALES).

$$\frac{EV}{SALES} = \frac{TRŽNA\ KAPITALIZACIJA + TRŽNA\ VREDNOST\ DOLGA - LIKVIDNA\ FINANČNA\ SREDSTVA}{PRIHODKI} \quad (3.5.)$$

Takšen kazalec je bolj dosleden, saj tako lastniški kapital podjetja kot dolžniški kapital prispevata k ustvarjanju prihodkov podjetja. Če bi primerjali podjetja na podlagi kazalca P/S, bi rast prihodkov podjetja znižala vrednost kazalca kljub povečanemu zadolževanju, kar bi lahko pripeljalo do napačnih sklepov, 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 3.1.3.4. je izračun števca iz enačbe (3.5.) podrobno prikazan.

#### 3.1.3.4. Kazalec EV/EBITDA<sup>10</sup>

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 s strani mnogih analitikov. Logika kazalca ostane pri tem popolnoma enaka kot pri kazalcu P/E, drugačna pa sta tako števec kot imenovalec. Kazalec izračunamo po naslednji formuli:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{TRŽNA\ KAPITALIZACIJA + TRŽNA\ VREDNOST\ DOLGA - LIKVIDNA\ FINANČNA\ SREDSTVA}{DOBICEK\ IZ\ POSLOVANJA + AMORTIZACIJA} \quad (3.6.)$$

pri čemer se tržna kapitalizacija in tržna vrednost dolga računata po formuli:

$$TRŽNA\ KAPITALIZACIJA = ŠTEVILO\ DELNIC * CENA\ DELNICE \quad (3.7.)$$

$$TRŽNA\ VREDNOST\ DOLGA = DOLGOROČNE\ OBVEZNOSTI + KRATKOROČNE\ OBVEZNOSTI\ IZ\ FINANCIRANJA \quad (3.8.)$$

$$LIKVIDNA\ FINANČNA\ SREDSTVA = KRATKOROČNE\ FINANČNE\ NALOŽBE + DENAR \quad (3.9.)$$

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 uspeha

---

<sup>10</sup>EV je okrajšava za Enterprise Value in predstavlja tržno vrednost podjetja povečano za neto dolg podjetja. EBITDA je okrajšava za Earnings Before Interest Tax Amortization and Depreciation in pomeni dobiček iz poslovanja povečan za amortizacijo.



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 podjetjih, ki imajo različne finančne vzvode<sup>11</sup>. 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 (npr. kabelski operaterji).

Kazalec EV/EBITDA se za tehnološka podjetja ne razlikuje bistveno od njihovega kazalca P/E. Razlog je v nizki amortizaciji, ki jo ta podjetja obračunavajo. Za klasična proizvodna podjetja pa se kazalca lahko bistveno razlikujeta. Sam kazalec EV/EBITDA se med posameznimi podjetji lahko zelo močno razlikuje odvisno od tega ali je (Damodaran, 2002, str. 14):

1. podjetje pretežno delovno ali kapitalsko intenzivno (podjetja z visoko kapitalsko intenzivnostjo imajo ponavadi nižje vrednosti kazalca EV/EBITDA);
2. podjetje prisiljeno veliko reinvestirati za omogočanje tekočega poslovanje podjetja;
3. za podjetje značilen visok strošek kapitala (podjetja z višjimi stroški kapitala imajo ponavadi nižje vrednosti kazalca);
4. za podjetja pričakovana velika ali majhna rast v prihodnje (podjetja v panogah z veliko pričakovano rastjo imajo večje vrednosti kazalca EV/EBITDA).

Kazalec EV/EBITDA je zaradi svojih prednosti nepogrešljiv v vseh analitskih 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.

---

<sup>11</sup> Pod besedo finančni vzvod razumemo razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom podjetja.

Slovenski analitiki se zaradi posebnosti računovodskih standardov pri svojih analizah in primerjavah s tujimi sorodnimi podjetji, radi zatekajo od kazalcev P/E in P/B h kazalcu EV/EBITDA. Vendar pa je tudi pri teh primerjavah nujno potrebna previdnost. Tudi pri teh primerjavah je namreč treba upoštevati vse temeljne dejavnike, ki vplivajo na vrednost delnice – torej tudi tveganje lastniškega kapitala in pričakovana rast. Primerjave je smiselno delati predvsem s sorodnimi srednjeevropskimi podjetji, žal pa so tudi ocene njihovih vrednosti, zlasti tiste, ki jih da trg, lahko precej napačne (Kleindienst, 2000, str. 10).

## 4. DINAMIČNE METODE VREDNOTENJA DELNIC

### 4.1. VREDNOTENJE NA PODLAGI DIVIDEND

#### 4.1.1. Dividendno diskontni model (DDM - Dividend Discount Model)

Dividendno diskontni model sodi med najosnovnejše modele za vrednotenje podjetij. Vsak model vrednotenja mora biti v skladu z logiko tega modela, saj bi drugače bil konceptualno napačen. Lahko bi tudi rekli, da model služi kot izhodišče za vrednotenje podjetij.

Predpostavimo, da smo kupili en vrednostni papir po ceni 1.000 d.e. na začetku leta in ga prodali konec istega leta za ceno 1.100 d.e. Pri tem smo bili konec leta tudi deležni dividende v višini 50 d.e. Kolikšna je bila pri tem donosnost naše investicije, lahko izračunamo po naslednji formuli:

$$k = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}, \quad (4.1.)$$

$D_1$  = dividenda na koncu obdobja

$P_0$  = cena vrednostnega papirja na začetku obdobja

$P_1$  = cena vrednostnega papirja na koncu obdobja<sup>12</sup>

$k$  = pričakovana stopnja donosa naložbe (če vstavimo zgornje podatke znaša 15%)

Nanjo vplivata višina dividende in cena vrednostnega papirja na koncu obdobja. Če bi npr. cena konec obdobja bila nižja od 1.100 SIT, bi bila donosnost naše naložbe nižja od 15%, ista ugotovitev velja tudi za dividende. Če enačbo preuredimo, pridemo do izraza, ki nam pove, da je začetna cena delnice (toliko smo zanjo pripravljene plačati ob nakupu) pravzaprav enaka diskontirani vrednosti dividende in cene delnice ob koncu obdobja, pri čemer za diskontno stopnjo uporabimo našo pričakovano stopnjo donosa.

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+k)} \quad (4.2.)$$

---

<sup>12</sup> Razliko med prodajno in nakupno ceno vrednostnega papirja ( $P_1 - P_0$ ) imenujemo kapitalni dobiček.

Izraz (4.2.) je kot model za ocenjevanje sedanje vrednosti delnice nepopoln. Tudi  $P_1$  v števcu izraza se da izraziti posebej:

$$P_1 = \frac{D_2 + P_2}{(1+k)} \quad (4.3.)$$

Če sedaj vstavimo izraz za  $P_1$  (4.3.) v izraz za  $P_0$  (4.2.), dobimo naslednjo enačbo:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+k)} = \frac{D_1 + \frac{D_2 + P_2}{(1+k)}}{(1+k)} = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{P_2}{(1+k)^2} \quad (4.4.)$$

Vendar tudi ta izraz še ni popoln, saj lahko ponovno drugače izrazimo  $P_2$ . To lahko pravzaprav počnemo v neskončnost oz. vse do konca življenjske dobe podjetja. Če predpostavimo dividende v neskončnost, dobimo naslednji izraz:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} \quad \text{oz. poenostavljeno} \quad (4.5.)$$

$$\boxed{P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}} \quad (4.6.)$$

Enačba (4.6.) je enačba za dividendno diskontni model in nam pove, da je sedanja vrednost delnice odvisna zgolj od sedanje vrednosti dividend podjetja. Model je vsesplošno sprejet (Barker, 2001, str. 19).

Pri uporabi tega modela je pomembno razumevanje modela predvsem z vidika kako model deluje in na kaj točno se nanaša. Opozoriti velja na pet pomembnih dejstev (Barker, 2001, str. 20):

1. Dividende, ki so v modelu uporabljene, predstavljajo celoten denarni tok lastnikom podjetja. To je širša opredelitev dividend, ki pa se v praksi redko realizira, saj podjetja ponavadi izplačujejo v obliki dividend le del celotnega denarnega toka, namenjenega lastnikom.
2. Dividendno diskontni model računa vrednost za delničarje (*shareholder value*) in ne celotne vrednosti podjetja (*enterprise value*). Prva se nanaša zgolj na vrednost lastniškega kapitala, medtem ko slednja upošteva tako lastniški kot tudi dolžniški kapital.
3. Model je uporaben tudi v primeru, ko podjetje kakšno leto ni zmožno izplačati dividend. To se pogosto dogaja mladim podjetjem, ki v zgodnji fazi svojega poslovanja potrebujejo veliko kapitala za investicije, zato v tem obdobju denar namesto za dividende raje uporabijo za naložbe, v zameno pa lastniki pričakujejo višje dividende v prihodnje.
4. Dividendno diskontni model upošteva prihodnost. Iz tega izhaja potreba po napovedovanju tako prihodnjih dividend kot tudi stroškov kapitala. Če so npr. prihodnje dividende negotove, potem bo zahtevana stopnja donosa zanje višja.

5. Model zanemarja investicijsko politiko podjetja in razdelitev dobičkov ter se osredotoča zgolj na dividende oz. na denarne tokove podjetja, ki pripadajo delničarjem. V praksi je seveda potrebno poznati investicijsko politiko podjetja, saj le-ta omogoča napovedovanje prihodnjih dividend. Pri tem modelu gre torej zgolj za teoretičen izraz notranje vrednosti podjetja.

Dividendno diskontni model lahko uporabljamo tudi kot osnovo za interpretacijo gospodarskih novic. V spodnji tabeli so tako prikazane različne novice, njihov vpliv na model in končni učinek na sedanjo vrednost delnice. Gre seveda zgolj za teoretičen pogled, saj je v praksi lahko situacija od podjetja do podjetja različna in je potrebno poznati globlje razloge za objavljene novice o proučevanem podjetju.

Tabela 4: Uporaba dividendno diskontnega modela pri interpretaciji gospodarskih novic

Objavljena gospodarska novica	Učinek na DDM-model	Učinek na ceno delnice ( $P_0$ )
Objavljen visok dobiček podjetja x	Povečana pričakovanja o prihodnjih dividendah.	Sedanja vrednost delnice se poveča.
Padec obrestnih mer na trgu	Padec stroškov kapitala, kar poveča sedanjo vrednost denrnih tokov.	Sedanja vrednost delnice se poveča.
Znižanje dividend podjetja x glede na prejšnje leto	Zmanjšana pričakovanja o prihodnjih dividendah.	Sedanja vrednost delnice se zmanjša.
Zvišana inflacija v državi	Učinek na prihodnje dividende je odvisen od relativne izpostavljenosti prihodkov in stroškov inflaciji. Nominalni strošek kapitala se poveča.	Sedanja vrednost delnice je odvisna od jakosti nasprotujočih si učinkov.

Vir: Barker, 2001, str. 21.

#### 4.1.2. Model stalne stopnje rasti dividend (DGM - Dividend Growth Model)

V praksi je zelo težko določiti vrednost dividend za vsa obdobja v prihodnosti, zato si pomagamo s poenostavitvami. Ena izmed takšnih poenostavitev je predpostavka o konstanti stopnji rasti dividend ( $g$ ). Če upoštevamo, da bo podjetje v prihodnosti še vedno izplačevalo dividende in da bodo te rasle z določeno konstantno stopnjo rasti, lahko dividendno diskontni model spremenimo in zapišemo drugače:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} \quad (4.7.)$$

Tako zapisan model zahteva, da poznamo vrednosti samo dveh spremenljivk in sicer zahtevano stopnjo donosa ( $k$ ) in stopnjo rasti dividend ( $g$ ). Ker je  $D_0$  vrednost zadnje izplačane dividende in je znana, nam je ni potrebno ocenjevati.

Takšen model kaže, da bo vrednost delnice čim višja:

- tem višja je pričakovana dividenda;
- tem nižja je zahtevana stopnja donosa ( $k$ );
- tem višja je pričakovana stopnja rasti dividend.

Iz modela sledi še ena ugotovitev. Če dividende rastejo po konstantni stopnji, potem cena delnice raste po isti stopnji kakor dividende.

$$P_1 = \frac{D_1}{k - g} * (1 + g) = P_0 * (1 + g) \quad (4.8.)$$

Za delnico, katere tržna cena je enaka njeni notranji vrednosti, pa je pričakovana stopnja donosa  $E(r)$  enaka vsoti dividendne donosnosti in donosnosti, ustvarjene s kapitalskim dobičkom. To lahko napišemo z naslednji enačbo:

$$E(r) = k = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (4.9.)$$

Iz enačbe (4.9.) je razvidno, da lahko zahtevano stopnjo donosa preprosto izračunamo kot vsoto dividendne donosnosti in pričakovane stopnje rasti dividend (Bodie et al., 1996, str. 536).

Model konstantne stopnje rasti dividend ima tudi svoje slabosti. Prvič, ni najbolj primeren za podjetja, ki ne izplačujejo dividend ob koncu prvega leta in je kot takšen primernejši za večja podjetja s stabilno dividendno politiko, ne pa za podjetja v začetni fazi njihovega delovanja in za podjetja s finančnimi težavami. Druga slabost je ta, da stopnja rasti dividend ( $g$ ) ne sme preseči zahtevane stopnje donosa ( $k$ ), saj bi v tem primeru dobili negativno vrednost imenovalca. To je v praksi tudi nemogoče, saj bi takšno podjetje ne moglo rasti v neskončnost po stopnji večji od stopnje rasti celotnega gospodarstva. Nadaljnja slabost modela je v tem, da je izjemno občutljiv na spremembe v višini stopnje rasti dividend. Že majhno povečanje stopnje ( $g$ ) bo znatno vplivalo na povečanje cene vrednostnega papirja ( $P_0$ ).

#### 4.1.3. Problemi z uporabo modelov v praksi

Model konstante stopnje rasti dividend temelji na predpostavki, da obstaja povezava med sedanjimi in prihodnjimi dividendami. To ponavadi drži v praksi, vendar ni rečeno da je to tudi teoretično pravilno. Največja kritika tega modela sta Miller in Modigliani (Miller, Modigliani, 1961, str. 411), ki zagovarjata idejo, da dividendna politika ne vpliva ne vrednotenje. Podjetje lahko dividende zadrži in jih uporabi za financiranje svojih naložb. Pri tem ostane vrednost podjetja dejansko nespremenjena. Vse dokler ima podjetje možnost investirati v donosne naložbe, mu ni potrebno izplačevati dividend, pri tem pa ne škodi vrednosti podjetja. To torej napeljuje na dejstvo, da ni nobenega razloga za neposredno povezavo med sedanjimi dividendami in prihodnjimi dividendami. Vrednotenje na podlagi sedanjih dividend je tako brez podlage. Znajdemo se torej v situaciji, ki jo je Penman poimenoval dividendna uganka (*dividend*

*conundrum*). Cena delnice je odvisna od bodočih dividend, vendar dividende ne povedo nič o ceni delnice (Penman, 1992, str. 465).

V praksi so dividende politike različne tako med podjetji, kot tudi med državami, deloma zaradi različne zakonodaje in zaradi razlik v davčnih stopnjah, deloma tudi zaradi različnih procesov odločanja. V zadnjem času se tudi zmanjšuje pomen dividend, vse bolj pa pridobivajo na pomenu posebne dividende in odkupi lastnih delnic (*share buy-backs*), ki imajo funkcijo signaliziranja o podcenjenosti delnic.

Največji problem pri uporabi modelov, ki temeljijo na uporabi dividend, je v tem, da ti modeli ne razlagajo dejavnikov rasti dividend. Ne pomagajo pri razlagi odnosa med sedanji in prihodnjimi dividendami. Za vsa podjetja je osnova za rast dividend v naložbah in njihovi donosnosti. To še posebej velja za mlada podjetja, ki ne izplačujejo dividend in veliko investirajo. Vrednost takšnih podjetij temelji torej na prihodnjih dividendah. Težava pri tem je, ker analitiki nimajo praktično nobenih neposrednih informacij o prihodnjih dividendah, ki bi lahko bile osnova za njihovo vrednotenje.

V praksi se dividende največ uporabljajo kot sredstvo za signaliziranje investitorjem. Managerji podjetij namreč s spremembo dividendne politike signalizirajo trgu svoja lastna pričakovanja glede prihodnjega poslovanja. Povečanje dividend tako lahko kaže na pričakovanja vodstva podjetja o še boljšem poslovanju podjetja v prihodnje in o zmožnosti izplačevanja višjih dividend v prihodnje. Vodstvo poveča dividende samo takrat, kadar je zelo velika verjetnost, da bo prihodnji denarni tok dovolj velik za pokritje teh večjih izplačil (Mramor, 2000, str. 173).

## 4.2. VREDNOTENJE NA PODLAGI DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

Osnovna formula, ki jo uporabljamo pri računanju sedanje vrednosti delnice na podlagi denarnih tokov, je:

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+k)} \quad (4.10.)$$

Sedanjo vrednost delnice ( $P_0$ ) izračunamo tako, da prihodnji denarni tok ( $C_1$ ) delimo z zahtevano stopnjo donosa ( $1+k$ ). S tem prevedemo vrednost denarnega toka iz prihodnjega obdobja na sedanjo vrednost. Postopek imenujemo diskontiranje. Ker podjetja ustvarjajo denarne tokove skozi daljše časovno obdobje, moramo formulo razširiti. Teoretično lahko podjetje ustvarja denarne tokove v neskončnost.

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+k)} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_\infty}{(1+k)^\infty} \quad (4.11.)$$

Iz enačbe (4.11.) je razvidno, da denarni tokovi, ustvarjeni v začetnih obdobjih, prispevajo k sedanji vrednosti bistveno več, kot pa denarni tokovi ob koncu obdobja, saj so le ti diskontirani z

nižjimi diskontnimi faktorji  $1/(1+k)^n$ . Torej sta za naložbe podjetij in njihove donose pomembna velikost denarnih tokov in čas, v katerem ti denarni tokovi nastanejo. Denar ima namreč različno vrednost v času in ni vseeno, kdaj ga prejmemo. Velja namreč, da je vsota denarja, ki jo prejmemo danes, vredna več od vsote denarja, ki jo prejmemo jutri. Poleg tega velja, da prej ko se naložba povrne, prej lahko naložen kapital reinvestiramo in tako ustvarimo še večje donose v prihodnje. Druga pomembna ugotovitev je, da ima zahtevana stopnja donosa ( $k$ ) pri vrednosti podjetja izjemno pomembno vlogo. S pomočjo le-te lahko prevedemo vrednost prihodnjih koristi (denarni tokovi v prihodnosti) na sedanjo vrednost in tako opredelimo vrednost podjetja.

Pri računanju sedanje vrednosti delnice je potrebno zagotoviti doslednost med denarnimi tokovi in diskontno stopnjo. Ker so obrestne mere ponavadi izražene nominalno, je potrebno v obeh primerih upoštevati učinek inflacije. V enačbi (4.12.) vidimo, da je faktor za nominalno obrestno mero enak produktu faktorja realne obrestne mere in faktorja inflacije (Fischerjeva enačba).

$$(1+n) = (1+r) * (1+\pi) \quad (4.12.)$$

Povedano drugače, če je v denarnih tokovih upoštevana stopnja inflacije, mora biti ta nujno upoštevana tudi v diskontni stopnji, sicer pridemo do napačnih rezultatov. V takšnem primeru bi dobili precenjeno vrednost delnice.

Opozoriti velja še na en pomemben dejavnik pri računanju sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Glede na izbrano metodo vrednotenja je potrebno izbrati pravilno opredeljeno diskontno stopnjo. Ni namreč vseeno, kako je opredeljen denarni tok, ki ga ocenjujemo. Kadar računamo sedanjo vrednost podjetja na podlagi **prostega denarnega toka** (*free cash flow*), moramo diskontno stopnjo ustrezno prilagoditi. Prosti denarni tok je namreč denarni tok, ki pripada vsem lastnikom kapitala, tako lastnikom lastniškega kapitala (delničarjem), kot lastnikom dolžniškega kapitala. Zato je potrebno izračunati ustrezno diskontno stopnjo kot tehtano povprečje stroškov kapitala ( $WACC^{13}$  - *Weighted Average Cost of Capital*) (Copeland et al., 2000, str. 201).

Kadar pa računamo sedanjo vrednost podjetja s pomočjo **neto denarnega toka** (*net cash flow oz. free cash flow to equity holders*), tovrstna prilagoditev ni potrebna. Neto denarni tok namreč pripada samo lastnikom lastniškega kapitala. Zato tovrstne denarne tokove diskontiramo le z zahtevano stopnjo donosa (Plenborg, 2002, str. 4).

Za napovedovanje prihodnjih denarnih tokov je potrebno imeti na razpolago dobre informacije o podjetju, poznati je potrebno značilnosti njegovega poslovanja, njegove strategije in konkurenco, s katero se sooča. Nujno potrebno pa je tudi poznavanje panoge in njene projekcije za prihodnost. Kot zunanji ocenjevalci podjetja ne moremo dovolj natančno določiti projekcij poslovanja podjetja, poleg tega pa je za slovenski trg kapitala značilna omejenost glede javno

---

<sup>13</sup> WACC- Weighted Average Cost of Capital ali tehtano povprečje stroškov kapitala, ki ga izračunamo po formuli:  $WACC = w_E * k_E + w_D * k_D (1-t)$  pri čemer je  $w_E + w_D = 1$ .  $w_E$  predstavlja delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu,  $w_D$  pa delež dolžniškega kapitala,  $k_E$  je strošek kapitala,  $k_D$  pa strošek dolga,  $t$  je davčna stopnja.

dostopnih panožnih informacij in projekcij, kar nam otežuje napovedovanje (Pintar, 2000, str. 19).

#### 4.2.1. Ocena zahtevane stopnje donosa (CAPM model)

Zahtevana stopnja donosa naložbe nam pove, za koliko mora biti korist, ki jo bo vlagatelj realiziral kdaj v prihodnosti, relativno večja od koristi, ki bi jo realiziral danes, da bi ta korist bila zanj enakovredna. Pri računanju sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov je uporabljena diskontna stopnja pravzaprav pričakovana stopnja donosa. Gre za takšno stopnjo donosa, ki jo lahko vlagatelj realizira z naložbo v alternativne vire s podobnim tveganjem. Zaradi tega nam predstavlja pričakovana stopnja donosa oportunitetni strošek. Če bi podjetja poslovala v **razmerah gotovosti**, kjer so prihodnji donosi gotov dogodek, torej so netvegani, bi bila zahtevana stopnja donosa tolikšna, da bi nam nadomestila časovno vrednost denarja (*risk free rate*). Ker pa vemo, da podjetja v stvarnosti poslujejo v **razmerah negotovosti**, obstaja določeno tveganje, da dejanski donosi ne bodo enaki pričakovanim. Zato poleg časovne vrednosti denarja zanje zahtevamo še dodatno premijo za tveganje (Pintar, 2000, str. 22).

Pričakovani prihodnji donosi so predvidljivi samo do določene mere. Tako poleg predvidljivih dejavnikov vpliva na bodoče donose še cela vrsta slučajnostnih in nepredvidljivih dejavnikov. Vsakokratni donosi zaredi tega običajno odstopajo od pričakovane vrednosti. Med slučajnostne dejavnike, ki vplivajo na obseg in naravo neto denarnega toka štejemo npr. (Škof, 1994, str. 70):

- znižanje prodaje,
- nihanje prodajnih cen na trgu,
- odpoved pomembnih kupcev,
- nihanje cen inputov,
- stečaj, likvidacija ali nelikvidnost podjetja,
- škodni dogodki (požar, poplave, potres) in vprašanje ustreznosti zavarovanja,
- (ne)ustreznost managementa in napake managementa (napačne finančne ali strateške poteze),
- spremembe obrestnih mer,
- sprememba davčnih obremenitev,
- politično tveganje.

V razvitem svetu se za izračun zahtevane stopnje donosa v zadnjem času najbolj pogosto uporablja model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

CAPM model predstavlja naslednja formula:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta \quad , \quad (4.13.)$$

kjer je:

$r_i$  = zahtevana stopnja donosa za konkretno naložbo  $i$

$r_f$  = stopnja donosa za netvegano naložbo



$E(r_m)$  = pričakovana stopnja donosa tržnega premoženja

$[E(r_m) - r_f]$  = premija za tržno tveganje (market risk premium)

$\beta$  = mera sistematičnega tveganja

Enačba (4.13.) simbolizira že omenjena dejstva, ki smo jih navedli za razmere negotovosti. Zahtevana stopnja donosa je sestavljena iz stopnje donosa za netvegano naložbo ( $r_f$ ) in premije za tveganje. Slednja se za vsako podjetje izračuna kot zmnožek tržne premije za tveganje in koeficienta beta. Koeficient beta nam pove obseg sistematičnega tveganja za izbrani vrednostni papir v primerjavi s tveganjem tržnega premoženja (povprečno tveganje vrednostni papir).

Za izračun zahtevane stopnje donosnosti potrebujemo torej tri ključne dejavnike:

### **1. stopnja donosa za netvegano naložbo ( $r_f$ ):**

Hipotetično je stopnja donosa za netvegano naložbo (*risk free rate*) enaka donosu vrednostnega papirja, ki je popolnoma netvegan in ni koreliran z donosom nobene druge naložbe. Teoretično bi lahko to stopnjo najpraviše določili s pomočjo donosnosti premoženja, ki bi imelo beta koeficient enak 0, kar pa v praksi ni izvedljivo. Zato si pomagamo z državnimi vrednostnimi papirji, ki veljajo na kapitalskem trgu za najvarnejšo oz. najmanj tvegano naložbo. Nekateri finančni analitiki zagovarjajo uporabo kratkoročnih vrednostnih papirjev, drugi pa uporabo dolgoročnih vrednostnih papirjev (10-letne državne obveznice). Slednji to argumentirajo z dejstvom, da tudi pri projekcijah denarnih tokov uporabljamo daljše obdobje (10-letno obdobje). Na ta način se ročnosti v obeh primerih ujemajo.

### **2. tržna premija za tveganje ali cena za tveganje $[E(r_m) - r_f]$ :**

Predstavlja dodaten donos nad »netvegano naložbo«, ki ga zahteva povprečen vlagatelj. Dodaten donos nam predstavlja razlika med pričakovano stopnjo donosa tržnega premoženja ( $E(r_m)$ ) in stopnjo donosa za netvegano naložbo ( $r_f$ ). Tržna premija za tveganje lahko temelji na podlagi »ex-post« podatkov ali »ex-ante« ocen. Pri oceni na podlagi preteklih podatkov je dobro vzeti čim daljše obdobje, da tako odpravimo vse anomalije, ki so se pojavljale v preteklosti (glej tabelo 5). Pri tem je mogoče za izračun uporabljati geometrijsko ali aritmetično povprečje, pri čemer slednje daje višje rezultate za tržno premijo za tveganje. Copeland in soavtorji (Copeland et al., 2000, str. 216) na podlagi izračunov za leto 2000 priporočajo za ameriška podjetja tržno premijo za tveganje v višini med 4,5 in 5%, vendar lahko ta niha v odvisnosti od izbrane dolžine obdobja, v razponu od 3% do 8%. V Sloveniji je težko določiti tržno premijo za tveganje, saj je slovenski trg kapitala še nerazvit in ima razmeroma kratko zgodovino. V praksi je največkrat moč zaslediti podatke, povzete z ameriškega ali nemškega trga kapitala.

V tabeli 5 so predstavljene tržne premije za tveganje za ameriški trg kapitala. Vidimo lahko, da je premija za tveganja najmanjša v primeru, kadar jo računamo kot 30-letno aritmetično povprečje, to je od leta 1964 do 1993. Če bi za izračun uporabili 62-letno obdobje od leta 1926 do leta 1988, bi tržna premija znašala 7,2%.

Tabela 5: Zgodovinska povprečja (aritmetična) tržne premije za tveganje

Vrsta povprečja / dolžina obdobja	$(E(r_m)-r_f)$ v %
20-letno povprečje (1974-1993)	4,9
30-letno povprečje (1964-1993)	3,7
40-letno povprečje (1954-1993)	6,3
Povprečje od 1926 (62 let)	7,2
Povprečje od 1798 (196 let)	5,0

Vir: Business Valuation Review, 1994, september, str.123-129.

Tržno premijo lahko »ex ante« izračunamo tudi z uporabo naslednje formule:

$$E(r_m) = \frac{Div}{S} + g \quad (4.14.)$$

$$\frac{Div}{S} = \text{dividenda donosnost delniškega indeksa (za Slovenijo lahko SBI 20)}$$

$g$  = ocena stopnje rasti dividend

Dobljeni rezultat nam predstavlja pričakovano stopnjo donosa za tržno premoženje.<sup>14</sup> Vendar tako dobljeni rezultat ni zanesljiv, saj model od analitika zahteva napoved stopnje rasti dividend v prihodnje, le-ta pa je lahko subjektivne narave. Druga kritika zadeva sam model, ki predvideva konstantno stopnjo rasti, kar je precej nerealno.

### 3. koeficient beta (sistematično tveganje) ( $\beta$ ) :

Koeficient beta meri volatilnost posameznega vrednostnega papirja v primerjavi z volatilnostjo vseh vrednostnih papirjev na trgu. Gre za relativni obseg sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja, ki ga posamezen tvegani vrednostni papir relativno prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga zato z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti (Mramor, 2000, str. 73).

$$\beta = \frac{Cov(k_j, k_m)}{\sigma_M^2} = \frac{r_{JM} \sigma_J \sigma_M}{\sigma_M^2} = r_{JM} \left( \frac{\sigma_J}{\sigma_M} \right) \quad (4.15.)$$

$Cov(k_j, k_m)$  = kovarianca donosnosti konkretne naložbe ( $r_j$ ) in donosnosti tržnega portfelja ( $r_m$ )

$\sigma_M^2$  = varianca donosnosti tržnega portfelja ( $r_m$ )

$\sigma_M$  = standardni odklon donosnosti tržnega portfelja ( $r_m$ )

$\sigma_J$  = standardni odklon donosnosti konkretne naložbe ( $r_j$ )

$r_{JM}$  = korelacijski koeficient med  $r_j$  in  $r_m$

<sup>14</sup> Pintarjeva je v svojem delu (Pintar, 2000, str.29) za leto 1997 ocenila tržno premijo za tveganje za slovenski trg kapitala, kjer je za stopnjo rasti vzela pričakovano rast BDP v prihodnje (4%), povprečen dividendni donos indeksa SBI20 pa je ocenila na 3%. Tako izračunana premija znaša 7%.

Za vse delniške družbe, ki kotirajo na razvitih trgih po svetu, lahko preko svetovnega spleta najdemo njihove ocene koeficientov beta, kar je tudi razlog za popularizacijo tega modela, saj je izračunavanje bete precej zapleteno.

Copeland in soavtorji (Copeland et al., 2000, str. 224) priporočajo pri računanju zahtevane stopnje donosa uporabo koeficienta beta za celotno panogo namesto koeficienta beta za posamezno podjetje. Ta je ponavadi bolj zanesljiv in vsebuje manj napak. Poleg tega pa so manjša podjetja bolj tvegana od večjih podjetij in so zaradi tega tudi koeficienti beta nasprotno sorazmerni z velikostjo podjetja. Najbolje je, da netehtano beto, ki se nanaša na podjetja brez dolga (*unlevered beta*), prilagodimo (*levered beta*) glede na velikost finančnega vzvoda podjetja. Če se namreč podjetje dodatno zadolži in ni več financirano samo z lastniškim kapitalom, se takšnemu podjetju povečuje tveganje. Netehtano beto prilagodimo s pomočjo Hamadove formule (Brigham et al., 1999, str. 507):

$$\beta_L = \beta_U \left( 1 + (1-t) \left( \frac{D}{S} \right) \right) \quad (4.16.)$$

Kjer pomeni:

$\beta_L$  = tehtana beta (*levered beta*)

$\beta_U$  = netehtana beta (*unlevered beta*)

$t$  = davčna stopnja

$\frac{D}{S}$  = razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom podjetja

Kljub nekaterim kritikam in težavam CAPM modela, je ta še vedno teoretično najboljši model za določanje zahtevane stopnje donosa (včasih se uporablja tudi APM-Arbitrage Pricing Model). Dokler ni na voljo boljše teorije, nam niti ne preostane kaj drugega. Ker slovenski trg kapitala še ne sodi med razvite trge kapitala, je računanje zahtevane stopnje donosa na podlagi CAPM modela zelo vprašljivo.

#### 4.2.2. Prednosti v primerjavi s statičnimi metodami

V grobem bi lahko našli vsaj štiri razloge za uporabo DCF-modela (Copeland et al., 2000, str. 133):

1. Model vrednoti posamezne komponente podjetja, ki prispevajo k vrednosti podjetja in ne le kapital.
2. S pomočjo modela je zelo lahko ugotoviti, kdaj se bo moralo podjetje dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice.
3. Model lahko uporabimo skladno pri različnih nivojih agregacije (npr. podjetje kot celota ali posamezna poslovna enota).
4. Model je dovolj sofisticiran, da nam pomaga rešiti kompleksnost skoraj vsake situacije, poleg tega pa je razmeroma lahko uporabljen z uporabo določenih programov za osebne računalnike.

### 4.2.3. Napovedovanje prihodnjih denarnih tokov (eksplicitno obdobje)

V letnem poročilu vsakega podjetja (javna delniška družba) mora biti poleg bilance stanja in izkaza uspeha, naveden tudi izkaz denarnih tokov. Denarne tokove podjetja lahko razdelimo na tri dele glede na različne aktivnosti podjetja, od katerih vsaka predstavlja povzetek sprememb v denarnih stanjih podjetja:

1. denarni tok iz poslovanja,
2. denarni tok iz investicijske dejavnosti,
3. denarni tok iz finančne dejavnosti.

Kadar govorimo o prostem denarnem toku (*free cash flow*), gre za celotni denarni tok po obdavčenju, ki je namenjen vsem lastnikom kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega. V primeru, da podjetje ni zadolženo, je prosti denarni tok v celoti na voljo lastnikom.

Tabela 6: Izračun prostega denarnega toka

	<i>Postavke v shemi</i>
+	<b>Dobičke iz poslovanja (EBIT)</b>
-	Davek na dobiček iz poslovanja
-	Sprememba v odloženih davkih
=	<b>Dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih (NOPLAT)</b>
+	Amortizacija (nedenarni odhodki)
=	<b>Denarni tok iz poslovanja (gross cash flow)</b>
-	Povečanje čistih gibljivih sredstev
-	Investicije v osnovna sredstva
-	Povečanje čistih ostalih sredstev
=	<b>PROSTI DENARNI TOK (free cash flow)</b>

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

Vrednotenje je v veliki meri odvisno od razumevanja poslovanja podjetja, panoge v kateri posluje, splošnega ekonomskega okolja, v katerem se nahaja, ter od preudarnega napovedovanja prihodnjega dogajanja. Pri tem je seveda pomembna tudi uporaba pravilne metodologije. Kadar napovedujemo prihodnje denarne tokove, moramo v model vključiti tudi pretekle finančne izkaze podjetja (5 do 10 let nazaj). Ti nam služijo kot osnova za napovedovanje prihodnosti. Tako napovedujemo prihodnje denarne tokove v luči preteklega poslovanja podjetja, ki nam lahko ponudi veliko koristnih informacij o podjetju, pomembnih za vrednotenje. Iz bilanc je potrebno izračunati tudi vse glavne kazalce<sup>15</sup> poslovanja podjetja, da preverimo morebitna odstopanja od povprečij v panogi. Ves čas je potrebno imeti pred očmi dejstvo, da je vrednotenje vsaj toliko umetnost kot tudi znanost in je samo po sebi nenatančno. Vrednost je namreč zelo občutljiva že na majhne spremembe v izbranih predpostavkah o prihodnosti (Copeland et al., 2000, str. 293).

<sup>15</sup> Več o finančnih kazalcih v Brigham et al., 1999, str. 87.

Izdelavo finančne projekcije prihodnjega poslovanja podjetja izvedemo v petih korakih. V prvem koraku opredelimo dolžino obdobja, ki ga bomo uporabili za napoved (eksplicitno obdobje). To obdobje naj bi trajalo do 10 ali celo do 15 let, odvisno od tega, kdaj pričakujemo, da bo podjetje prenehalo nadpovprečno rasti in bo začelo dosegati stalne stopnje rast in stalne stopnje donosa. Ker je napovedovati prihodnost za 10 ali več let vnaprej zelo težko, če ne že nemogoče, si pomagamo s poenostavitvami. Eksplicitno obdobje razdelimo na dva dela. Prvi del, 3 – 5 let, skušamo napovedati čimbolj podrobno in natančno. Drugi del, preostala leta, pa se osredotočimo le še na najpomembnejše spremenljivke modela kot so rast prodaje, čista dobičkonosnost prodaje in dobičkonosnost kapitala.

V drugem koraku je potrebno razviti strateški vidik glede prihodnosti. Skušamo predvideti kaj se bo dogajalo v prihodnje s povpraševanjem, obnašanjem cen, s konkurenco, s tržnim deležem. Iz tega konteksta nato izhaja napovedovanje prihodnjega poslovanja podjetja. Vedeti je potrebno, da podjetje povečuje svojo vrednost samo takrat, ko je dobičkonosnost vložnega kapitala večja od stroškov kapitala ( $ROIC > WACC$ ). To lahko dosega samo podjetje, ki ima v panogi določene konkurenčne prednosti. Lahko ima npr. izjemen proizvod (priznana blagovna znamka, avtorske pravice, patenti), lahko prodaja po zelo nizkih cenah, lahko proizvaja z bistveno nižjimi stroški kot ostala podjetja, zaposluje kapital bolj produktivno, itd.

V tretjem koraku je potrebno prevesti pričakovanja glede prihodnosti v finančne izkaze, začenši z izkazom uspeha izida, nato bilanco stanja, na koncu pa iz obeh izračunati še prosti denarni tok za vsa prihodnja leta. Najpogosteje se pri tem uporablja t.i. napoved na podlagi povpraševanja oz. prodaje (*demand-driven forecast*). To pomeni, da se začne napovedovanje s postavko *prihodki od prodaje* v izkazu uspeha, vse ostale postavke pa so izpeljane oz. vezane na prodajo. Napoved prodaje mora temeljiti na količinski rasti prodaje in na gibanju cen izdelkov.

Pri načrtovanju bilance stanja sta možna dva pristopa, neposredni in posredni. Pri prvem gre za to, da postavke iz bilance stanja napovedujemo kot funkcijo celotne prodaje, medtem ko pri drugem napovedujemo postavke kot funkcijo stopnje rasti prodaje. Bolj priporočljivo je uporabljati neposredni pristop. Če bi proučevali bilance podjetij za daljše obdobje, bi videli, da za večino postavk obstajajo stalna, nespremenljiva razmerja. Zato lahko za določene postavke ugotovimo naslednje:

- postavke zemljišča, zgradbe in oprema (opredmetena osnovna sredstva) napovedujemo kot delež prihodkov;
- amortizacija naj bo določena kot odstotek opredmetenih osnovnih sredstev;
- naložbe določimo kot seštevek sprememb v opredmetenih osnovnih sredstvih in amortizacije.

Če smo pri določanju stroška kapitala upoštevali inflacijo, jo moramo zaradi zagotavljanja doslednosti upoštevati pri načrtovanju bilance stanja in izkaza uspeha.

Sledi četrti korak, v katerem napoved, za katero menimo da je najverjetnejša, skušamo prikazati še v drugačni luči. Gre namreč za merjenje tveganja, ki je bolj podrobno predstavljeno v poglavju 4.2.6. Z uporabo metode različnih možnih izidov (*scenario analysis*) dobimo tudi

različne ocene vrednosti denarnih tokov. Tem nato določimo ponderje, ki predstavljajo verjetnosti, da se posamezen scenarij dejansko zgodi, ter izračunamo končno vrednost kot tehtano povprečje vseh možnih vrednosti.

V zadnjem, petem koraku, izračunamo prihodnje proste denarne tokove podjetja ter jih skušamo ovrednotiti. Skušamo ugotoviti, ali obstajajo realne možnosti, da se napoved uresniči. Ali smo rast prodaje napovedovali v skladu z rastjo prodaje celotne panoge, ali ima podjetje sploh dovolj razpoložljivih kapacitet za takšno rast prodaje, ali se bo podjetje moralo dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice, ali je napovedan dolg podjetja sploh vzdržen na dolgi rok, itd. Če ugotovimo kakršnekoli napake ali nedoslednosti, postopek ponovimo še enkrat. Vsako nadaljnje vrednotenje bo tako postajalo boljše in boljše (Brigham et al., 1999, str. 345).

#### 4.2.3.1. Metoda nespremenljivih kazalcev

Ta metoda, ki je opisana v poglavju 4.2.3., temelji na predpostavki o stalnem razmerju med obsegom sredstev in prihodki iz prodaje. To pomeni, da v bilanci stanja povečujemo obseg stalnih sredstev po enaki stopnji kot raste prodaja oz. prihodki iz prodaje. Enako velja za napovedovanje obsega obveznosti do virov sredstev. Tako sredstva kot obveznosti do virov sredstev v podjetju se povečujejo skladno z rastjo prodaje (Pintar, 2000, str. 49). Vendar je potrebno opozoriti, da v določenih primerih omenjene predpostavke niso primerne in sicer:

- kadar gre za ekonomije obsega (stroški rastejo počasneje od prodaje);
- kadar želi podjetje ohranjati konkurenčnost v panogi ter zato povečuje stalna sredstva (naložbe) hitreje kot se mu veča prodaja;
- kadar ima podjetje ne-optimalno razmerje med sredstvi in prodajo (neizkoriščenost proizvodnih kapacitet);
- kadar mora podjetje dodatno prilagoditi proizvodne zmogljivosti, ki so potrebne v določeni panogi.

#### 4.2.4. Določitev končne vrednosti (*terminal value*)

Običajno napovedujemo denarne tokove za obdobje 5 oz. 10 let vnaprej. To obdobje imenujemo **eksplicitno obdobje**. Za eksplicitno obdobje je najbolj smiselno vzeti obdobje, za katerega imamo na razpolago razpoložljive podatke. Obdobje, ki mu sledi, je že tako daleč oddaljeno v prihodnost, da bi bilo napovedovanje nesmiselno. Zato si za to obdobje pomagamo z izračunom končne vrednosti podjetja. 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. Krajše ko je eksplicitno obdobje za napovedovanje denarnih tokov, relativno večji je vpliv končne vrednosti podjetja na sedanjo vrednost denarnih tokov (Copeland et al., 2000, str. 267).

Pri izračunu končne vrednosti se lahko uporabljata različno opredeljeni formuli:

$$\text{Končna vrednost} = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \quad \text{oz. natančneje} \quad (4.17.)$$

$$\text{Končna vrednost} = \frac{NOPLAT_{T+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC_I}\right)}{WACC - g} \quad (4.18.)$$

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

$WACC$  = tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala

$NOPLAT^{16}$  = dobiček iz poslovanja zmanjšan za prilagojene davke v prvem letu po eksplicitnem obdobju

$ROIC^{17}$  = dobičkonosnost vložnega kapitala

$g$  = predvidena konstantna stopnja rasti podjetja v prihodnje

Med vsemi parametri, ki so potrebni za izračun končne vrednosti, je najpomembnejša stopnja rasti podjetja ( $g$ ), saj je na njene spremembe končna vrednost najbolj občutljivejša. Nekatera podjetja namreč lahko kar nekaj časa 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 na spremembe v stopnji rasti. V tabeli 7 so prikazane povprečne stopnje rasti za izbrane panoge po različnih obdobjih v ZDA. Gre za prikaz, ki bralcu omogoča dobiti občutek o teh stopnjah rasti in njihovem spreminjanju med obdobji in med panogami.

Tabela 7: Povprečne stopnje rasti po panogah v ZDA za različna obdobja

PANOGA	POVPREČJE 1966-1975 (v %)	POVPREČJE 1976-1985 (v %)	POVPREČJE 1986-1995 (v %)
Farmacija	10	3	12
Kemična industrija	9	2	4
Transport	7	8	10
Naftna industrija	14	6	-2
Papirna industrija	9	5	6
Telekomunikacije	12	11	5

Vir: Copeland et al., 2000, str. 248.

Pri tehtanih povprečnih stroških kapitala ( $WACC$ ) je potrebno upoštevati vzdržno strukturo kapitala (podjetje na dolgi rok ne more poslovati s prevelikim dolgom) in pričakovano tveganje, ki je skladno s pričakovanji v proučevani panogi. Na koncu je treba še dodati, da morajo biti vsi

<sup>16</sup> NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Tax

<sup>17</sup> ROIC – Return on Invested Capital (ROIC = NOPLAT / VLOŽEN KAPITAL)

parametri v formuli v skladu z dolgoročnimi napovedmi za podjetje in tudi za panogo, v kateri posluje.

Če je podjetje v fazi rasti, potem za eksplicitno obdobje napovedujemo večje stopnje rasti, kot za obdobje po njem. Stopnje rasti namreč padajo s tem, ko panoga postaja zrelejša. Analitiki največkrat za čas po eksplicitnem obdobju predpostavljajo zelo nizke stopnje rasti oz. predpostavljajo, da bodo donosi na investiran kapital upadli in se izenačili s stroški kapitala. V takšnem primeru bi se s podaljševanjem eksplicitnega obdobja povečevala tudi vrednost podjetja. Zato je potrebno dolžino eksplicitnega obdobja, če se le da, prilagoditi na obdobje, ko podjetje raste nadpovprečno oz. do takrat, ko se rast umiri oz. stabilizira. V primeru cikličnosti panoge pa nikakor ne smemo za izračun končne vrednosti uporabiti tisto leto, ko je podjetje na vrhu ali na dnu cikla, pač pa mora biti nekje na sredini svojega poslovnega cikla.

#### 4.2.5. Izračun notranje vrednosti podjetja

Izračun notranje vrednosti podjetja ter njena razlaga sodita v zadnjo fazo procesa vrednotenja. Izvedemo jo v petih korakih, pri čemer še enkrat izpostavimo ugotovitev iz poglavja 4.2.4., da pri izračunu vrednosti podjetja s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov denarne tokove razdelimo na dve obdobji:

Vrednost podjetja = vrednost v eksplicitnem obdobju + vrednost po eksplicitnem obdobju

1. Izračunamo sedanjo vrednost denarnega toka v eksplicitnem obdobju, to naredimo z diskontiranjem prihodnjih denarnih tokov.
2. Izračunamo (diskontiramo) končno vrednost podjetja oz. vrednost po eksplicitnem obdobju.
3. Seštejemo sedanji vrednosti denarnih tokov, izračunanih v prejšnjih dveh korakih. Opozoriti velja, da se največkrat izračuni opravljajo nekje v sredini leta, ko so znani vsi računovodski podatki za preteklo leto. Ker pa podjetja ne ustvarjajo denarnih tokov samo ob koncu leta na dan 31.12., ampak tekom celega leta, je potrebno prilagoditi ocenjeno vrednost tako, da jo povečamo (reeskontiramo) s tehtanimi povprečnimi stroški kapitala (WACC) za toliko mesecev, kolikor je minilo od začetka leta. Takšna ocena je bolj pravilna.
4. Prištejemo vrednost stalnih sredstev, ki so bila, če so bila, izločena iz izračuna prostega denarnega toka (npr. naložbe v nepovezana podjetja).
5. Odštejemo vrednost dolga. Za dolg podjetja velja, da je enak sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, ki so namenjeni lastnikom dolga in so diskontirani z diskontno stopnjo, ki kaže tveganje teh denarnih tokov. Pri tem upoštevamo le vrednost obstoječega dolga na dan vrednotenja, saj se za prihodnje zadolžitve predvideva, da je njihova čista sedanja vrednost enaka nič. 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 (Copeland et al., 2000, str. 136).



Končni cilj takšnega vrednotenja podjetja je v tem, da ocena vrednosti podjetja pomaga bodisi pri managerskih odločitvah bodisi pri investicijskih odločitvah (prevzem, odprodaja, nakup strateškega deleža v podjetju, ugotovitev odstopanja tržne cene delnice od njene notranje vrednosti). Ker pa je pri vrednotenju 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.

Pogosta praksa pri ocenjevanju vrednosti podjetij je uporaba več metod vrednotenja hkrati. Vsaka metoda vrednotenja ima namreč svoje prednosti in slabosti in nobena izmed njih ne velja za univerzalno. Za dobljene ocene vrednosti na podlagi različnih metod izračunamo tehtano povprečje, pri čemer pa ponderje v veliki večini prepuščamo subjektivni presoji. Načeloma pa velja, da se metoda, ki se v analizi občutljivosti izkaže za manj občutljivo na spremembe posameznih spremenljivk, smatra za zanesljivejšo (Pintar, 2000, str. 60).

#### **4.2.6. Merjenje samostojnega tveganja**

Napovedi denarnih tokov temeljijo na vrsti predpostavk, ki jih analitiki ponavadi določijo po lastni presoji. Ker denarnih tokov ni moč napovedati z gotovostjo, mora obstajati verjetnostna porazdelitev teh napovedi. Poznamo tri tehnike za merjenje samostojnega tveganja (*stand-alone-risk*) in sicer: analiza občutljivosti, analiza možnih izidov in Monte Carlo simulacija (Brigham et al., 1999, str. 497).

*Analiza občutljivosti* je tehnika, s pomočjo katere ugotavljamo, za koliko bi se spremenila sedanja vrednost denarnih tokov, če bi se spremenila vrednost katere izmed spremenljivk oz. postavk v napovedi denarnih tokov, pri čemer vse ostalo ostane nespremenjeno. Pri tovrstni analizi prvotna napoved sedanje vrednosti denarnih tokov služi kot izhodišče (*base-case situation*). Sledi serija spreminjanja ključnih predpostavk modela. Pri tem vsako od proučevanih spremenljivk postopoma povečujemo oz. znižujemo za določeno število odstotnih točk. Najpogosteje spreminjamo napovedi kot so: vrednost prodaje (fizična prodaja in cene izdelkov), stalni stroški, spremenljivi stroški, strošek kapitala, itd. Za vsako izmed različic dobimo drugačno sedanjo vrednost denarnih tokov. Dobljene rezultate lahko vnesemo v razsevni diagram (scatterplot), kjer na absciso nanašamo odstotne spremembe izbrane spremenljivke (npr. prodaja), na ordinato pa sedanjo vrednost denarnih tokov. Na podlagi tega lahko narišemo premico, katere naklon nam kaže občutljivost sedanje vrednosti na spremembe ene izmed spreminjanih postavk (npr. napoved prodaje). Bolj strma ko je krivulja, bolj je sedanja vrednost denarnih tokov občutljiva na spremembe opazovane postavke in zaradi tega tudi bolj tvegana. Tovrstna analiza nam lahko da koristne informacije o tveganosti podjetja.

Analiza občutljivosti je med najpogosteje uporabljanimi metodami, a ima tudi slabosti. Čeprav nam da odgovor o občutljivosti določenih spremenljivk na njihove spremembe, pa nič ne pove o verjetnostih, da posamezne spremembe dejansko nastopijo.

*Analiza možnih izidov* je tehnika, ki zgoraj omenjeno slabost odpravlja. Pomagamo si s pomočjo scenarijev, pri čemer zopet izhajamo iz naše prvotne ocene denarnih tokov, ki nam služi kot

izhodišče in glede na to določimo **najslabši možen izid** (*wors-case scenario*) in **najboljši možen izid**<sup>18</sup> (*best-case scenario*) razvoja dogodkov v podjetju. Nato določimo vsakemu izmed treh scenarijev verjetnost ( $P_i$ ) njihovega dogodka. Na podlagi tega lahko izračunamo pričakovano sedanjo vrednost denarnih tokov, njihov standardni odklon in koeficient variacije. Pri izračunu nam verjetnosti ( $P_i$ ) predstavljajo ponderje, pričakovano sedanjo vrednost denarnih tokov (NPV) pa izračunamo s pomočjo formule:

$$E(NPV) = \sum_{i=1}^n P_i(NPV_i) \quad (4.19.)$$

$$\sigma_{NPV} = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i(NPV_i - E(NPV))^2} \quad (4.20.)$$

$$CV_{NPV} = \frac{\sigma_{NPV}}{E(NPV)} \quad (4.21.)$$

Na koncu izračunamo koeficient variacije ( $CV_{NPV}$ ), kot razmerje med standardnim odklonom in pričakovano sedanjo vrednostjo denarnih tokov, kar nam da občutek o relativni tveganosti podjetja.

*Monte Carlo simulacija.* Prvi korak pri izdelavi Monte Carlo simulacije je izdelava računalniškega modela, s pomočjo katerega napovedujemo denarne tokove in računamo njihovo sedanjo vrednost. Nato je potrebno določiti oblike verjetnostnih porazdelitev in meje sprememb za vse negotove spremenljivke, kot so npr. prodaja, cene proizvodov, itd. S pomočjo programske opreme za Monte Carlo simulacijo zaženemo simulacijo, ki ustvarja naključne vrednosti spremenljivk glede na definirano verjetnostno porazdelitev. Za vsako različico ustvarjene vrednosti spremenljivk, dobimo izračun sedanje vrednosti denarnih tokov. Ta postopek ponavljamo dolgo časa, recimo 1000-krat, kar pomeni, da dobimo 1000 različic sedanjih vrednosti denarnih tokov. Slednje nam sestavljajo verjetnostno porazdelitev s pričakovano sedanjo vrednostjo (povprečje rezultatov) denarnega toka in njenim standardnim odklonom.

V praksi Monte Carlo simulacija ni tako široko uporabljena kot bi pričakovali, vendar se njena uporaba počasi povečuje. Razlog je predvsem v težavni opredelitvi verjetnostne porazdelitve za posamezne spremenljivke in njihovih korelacijah (Brigham et al., 1999, str. 503).

---

<sup>18</sup> Vsako podjetje je na kratki rok navzgor omejeno s proizvodnimi kapacitetami. Zato ne more fizično povečati prodaje preko svojih proizvodnih zmogljivosti. Na dolgi rok to lahko stori z dodatnimi investicijami v proizvodnje kapacitete.

## 5. PRIMER VREDNOTENJA PODJETJA LEK

### 5.1. PREDSTAVITEV PANOGE – FARMACIJA

Farmacevtska industrija je še vedno ena izmed najbolj inovativnih, propulzivnih in dobičkonosnih t.i. visokotehnoloških panog v svetu. Svetovni farmacevtski trg je moč razdeliti na dva dela oz. na dvojne vrste proizvajalcev zdravil in sicer:

1. ORIGINATORJI (proizvajalci izvirnih zdravil),
2. GENERIKI (proizvajalci kopij izvirnih zdravil).

*Podjetja – originatorji* sama razvijajo nova zdravila, kar pa zahteva ogromne vložke v raziskave in razvoj. Ocenjuje se, da je potrebno za razvoj novega zdravila<sup>19</sup> odšteti že okoli 600 milijonov ameriških dolarjev in 12 let intenzivnega dela številnih raziskovalcev. Največja farmacevtska podjetja so v zadnjih letih povečala stroške za raziskave in razvoj od 11,4% na 18,5% celotne vrednosti prodaje. Poleg tega podjetja nosijo tudi veliko tveganje, saj se lahko zgodi, da se v eni izmed testnih faz zdravilo izkaže za neprimerno, kar pomeni izgubo ogromne količine časa in denarja. V primeru, da podjetju uspe odkriti novo zdravilo, pa je ves njegov trud bogato poplačan. Nova zdravila podjetja zaščitijo zaradi ogromnih stroškov povezanih z njihovim razvojem, z najrazličnejšimi patenti (do 20 letna zaščita). Trend v svetu je zahteva tovrstnih podjetij po čim širši, celoviti in kompleksni zaščiti v posameznih državah ter podaljševanju časa realnega trženja izdelka (*EPL-Effective Patent Life*). Le-ta omogoča podjetjem ekskluzivno pravico do trženja njihovega izdelka, torej ohranja njihov monopolni položaj na trgu ter preprečuje vstop ostalim konkurentom. Vsa omenjena dejstva vplivajo na ceno originalnih zdravil, ki so zelo draga (Kesič, 1999, str. 8).

*Podjetja – generiki* proizvajajo zdravila, ki jim je že potekla patenta zaščita. To pomeni, da proizvajajo kopije originalnih zdravil, ki pa vsebujejo podobne učinkovine kot izvorna zdravila in ravno tako izpolnjujejo stroga merila kakovosti. Kljub temu, da je potrebno v razvoj generičnih zdravil vložiti precej sredstev, je to še vedno zelo malo v primerjavi s sredstvi, ki jih namenijo originatorji za razvoj izvornikov. Iz tega izhaja, da so generična zdravila ravno tako učinkovita, a bistveno cenejša v primerjavi z izvirnimi zdravili, tudi do 60%. Med generična farmacevtska podjetja sodita tudi slovenska farmacevta Lek in Krka (Kranjec, 1999, str. 7).

V prihodnjih štirih letih naj bi bil svetovni trg izvornih zdravil vreden okoli 320 milijard ameriških dolarjev, trg generičnih zdravil pa okoli 25 milijard ameriških dolarjev. Pri čemer naj bi slednji rasel 14% na leto, prvi pa 8% na leto<sup>20</sup>. Doslej se še nobenemu generičnemu zdravilu ni uspelo prebiti na seznam petnajstih najbolje prodajanih zdravil. Zaradi zniževanja cen zdravil po prenehanju patentne zaščite, le redki generiki uspejo prekoračiti prag 50 milijonov evrov za posamezno zdravilo. Zaradi nizkih marž, morajo generiki ob izteku patentov prodreti na čimveč

---

<sup>19</sup> Trenutno so v razvojnih fazah nova zdravila predvsem sledečih terapevtskih področij: virologija (aids), kardiovaskularna zdravila, nevrološka zdravila, psihiatrija, sladkorna bolezen, debelost, onkologija, astma in antibiotiki.

<sup>20</sup> Konzervativnejši analitiki ocenjujejo rast farmacevtskega trga med 3–5% na leto (Kranjec, 1999, str. 7).

trgov hkrati, s čim večjo količino svojih zdravil. Tovrstno dejstvo sili podjetja k združevanju, zato bo koncentracija v panogi najverjetneje postajal čedalje večja (Urbanija, 2002, str. 59).

Trenutno je svetovni farmacevtski trg še precej razpršen, saj tržni delež največje družbe Merck&Co ne dosega niti 5% (glej prilogo F). Deset največjih farmacevtskih podjetij obvladuje približno 38% svetovnega trga. Vendar analitiki ocenjujejo, da se bo ta delež v prihodnjih letih povečal na 60% (Kranjec, 1999, str. 7). Med osnovne probleme farmacevtske industrije namreč sodi problem presežka proizvodnih zmogljivosti. Zato je v zadnjih letih mogoče opaziti procese racionalizacije s pomočjo združevanj, zapiranje obratov in sodelovanj na področju proizvodnje. Tako se je proces koncentracije pravzaprav že začel. V prihodnje je v panogi farmacevtske industrije realno pričakovati, da se bodo izoblikovale 4 skupine farmacevtskih proizvajalcev (Kesič, 1999, str. 8):

1. veliki multinacionalni konglomerati,
2. povezane družbe originatorji-generični proizvajalci,
3. generični velikani,
4. nišni specialisti.

Obdobje, kateremu smo priča sedaj, je v farmacevtski industriji edinstveno, saj bo v prihodnjih letih prišlo do izteka 20 patentov za 20 najdonosnejših zdravil na svetu (glej prilogo G). To predstavlja velike priložnosti in možnosti za proizvajalce generičnih zdravil, po drugi strani pa povzroča velike skrbi za proizvajalce izvirnih zdravil, ki skušajo na vse možne načine podaljšati zaščito za svoja zdravila<sup>21</sup>. Največje možnosti se odpirajo na trgu ZDA, kjer je ustvarjene kar 40% svetovne prodaje zdravil. Poleg tega zaradi vse večjih kriz javnih zdravstvenih sistemov po svetu in zaradi njihovega pritiska na znižanje cen zdravil, narašča težnja po prodaji cenejših generičnih zdravil. To še zlasti velja za revne države na območju Afrike, kot tudi za vse ostale razvite države.

## **5.2. PREDSTAVITEV PODJETJA LEK D.D.**

Podjetje Lek d.d. je farmacevtsko podjetje, ki se uvršča med največje proizvajalce generičnih zdravil tako na območju Slovenije, kot tudi na območju centralne in vzhodne Evrope. V svetovnem merilu sodi med srednje velika farmacevtska podjetja in se (gledano po velikosti prihodkov iz prodaje) s svojimi 78,5 milijardami tolarjev prodaje v letu 2001, uvršča na 112. mesto. Ker predstavlja Slovenija s svojima dvema milijonoma prebivalcev za Lek razmeroma majhen trg, na katerem je že prisotna velika konkurenca, je družba pravzaprav primorana v vse večjo internacionalizacijo poslovanja, ki poteka prek Lekovih enot v tujini. Lek namreč na domačem trgu proda le 19% svojih izdelkov, ostalih 81% predstavlja izvoz. Na tuje trge Lek proda preko 100 različnih oblik svojih izdelkov v več kot 80 držav sveta. Rast prodaje na domačem trgu v letu 2001 je nominalno znašala 7,5%, kar pomeni, da se realno prodaja ni

---

<sup>21</sup> Neprestane grožnje s tožbami proti generikom; ponujanje zdravila v kombinaciji z drugimi snovmi, kar podaljša patentno zaščito; kombiniranje dveh izvirnih zdravil v novo različico; izdelava novih različic tablet, ki jih je potrebno jemati samo 1-krat dnevno; zaščita sestave zdravila, posameznih spojin in procesa izdelave.

spremenila in je ostala na ravni leta 2000. To kaže na to, da na slovenskem trgu ni več prostora za Lekovo rast. Le-ta je v celoti odvisna od prodaje na tujih trgih.

Lek že dolga leta sodeluje tudi s tujimi farmacevtskimi družbami, ki so se preko Leka prebila na trge centralne in vzhodne Evrope. Z nemškim podjetjem Bayer ima sklenjen t.i. »joint venture« v katerem je udeležba Leka 51-odstotna. Kljub temu ima Bayer pod svojim nadzorom vse operacije. Leta 2000 so za dodatnih 5 let podaljšali dolgoletno sodelovanje s podjetjem Merck & Company. Z njimi ima podjetje podpisane sporazume o sodelovanju in licenčne sporazume. Poleg tega je istega leta Lek sklenil tudi »joint venture« s francoskim farmacevtom Sanofy-Synthelabo. Zanj Lek prodaja in trži njegove kardiovaskularne proizvode, ki pa so komplementarni Lekovim proizvodom.

Strateški program poslovanja družbe predvideva stabilno in stalno rast prodaje, povečanje inovativnosti, intenzivno tržno usmerjenost in krepitev mednarodne konkurenčnosti. Cilj podjetja je zagotoviti nadaljnjo *stalno in stabilno rast*. Nadaljnja rast bo temeljila na lastnem razvoju kakovostnih in dostopnih zdravil in drugih izdelkov, razvoju novih izdelkov z večjo dodano vrednostjo in na kakovostnih povezavah v farmacevtski industriji. V letu 2001 je Lek v skladu s strategijo na svojih dveh strateških trgih (Poljska in Romunija) prevzel dve farmacevtski družbi. Na Poljskem družbo Argon, v Romuniji pa proizvodno družbo PharmaTech in distribucijsko družbo PharmaFarm. K rasti poslovanja bo poleg tradicionalnih Lekovih trgov pomembno prispeval še trg ZDA, kjer ima podjetje že registrirane štiri preparate za prodajo. V letu 2001 je podjetja namreč uspešno prestalo pomembno inšpekcijo FDA (*Food and Drug Administration*), na temelju katere so pridobili dovoljenje za prodajo tablet Lizinopril in Bromokriptin na omenjenem trgu. Poleg tega pa podjetje v začetku leta 2003 pričakuje še dovoljenje za prodajo njihovega najbolje prodajanega izdelka - Amoksiklava<sup>22</sup>. Lek se pripravlja tudi na začetek prodaje Omeprazola (original - Losec/Prilosec podjetja AstraZeneca), enega izmed najbolje prodajanih zdravil na svetu, zaradi katerega je v pravnem sporu s proizvajalcem originalnega zdravila AstroZeneco.

Zaradi nepredvidljivosti v industriji generičnih zdravil, predvsem z vidika konkurence kot tudi intelektualne lastnine, so v Leku začeli udeležati strategijo postopnega prehoda na višjo stopnjo inovativnosti in odmik od klasične generične družbe. Obseg sredstev za raziskave in razvoj je v letu 2001 znašal kar 11,9% prodaje in se je v zadnjih dveh letih povečal za več kot polovico. Na tak način bo zagotovljena stabilnejša rast poslovanja, tako glede obsega prodaje, kot tudi dobičkonosnosti.

---

<sup>22</sup> Antibiotik Amoksiklav je generična oblika Augmetina – originatorja GlaxoSmithKline-a (GSK), kateremu patent poteče konec letošnjega leta. Na vstop na ameriški trg z generično različico originala se pripravljajo 4 farmacevtska podjetja: Teva, Ranbaxy, Geneva in Lek. GSK že napoveduje tožbe vsem podjetjem, ki bi hotela prodajati kopijo njihovega zdravila v ZDA.

### 5.2.1. Proizvodni program in prodaja

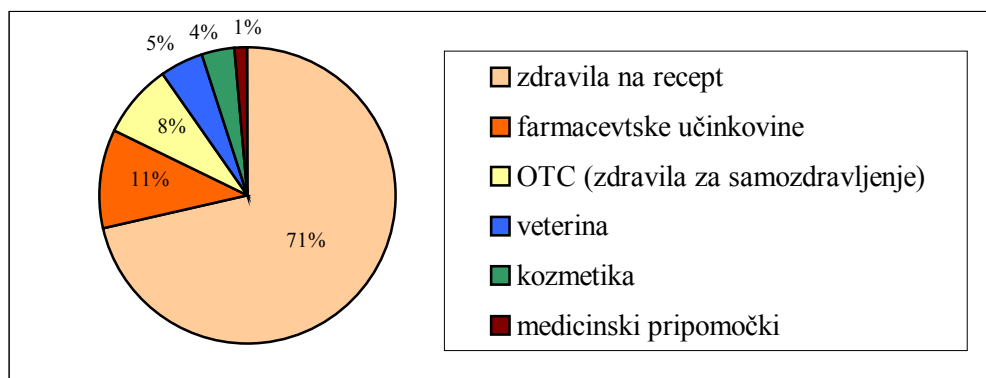
Lek d.d. se vedno bolj usmerja v trženje zdravil na recept in zdravil brez recepta ter trženje farmacevtskih učinkovin. Konec leta 2001 so vzpostavili novo organizacijsko strukturo. Oblikovali so štiri profitne centre, ki imajo visoko stopnjo poslovne avtonomije. To so:

- program *Farmaceutski izdelki*,
- program *Farmaceutske učinkovine*,
- program *OTC*,
- program *Veterina*.

Program *Kozmetike* so izločili iz matične družbe in ga preoblikovali v samostojno podjetje z omejeno odgovornostjo.

Na sliki 3 je prikazana celotna struktura prodaje po posameznih programih. Med zdravili na recept, ki predstavljajo kar 71% Lekove prodaje, so najpomembnejša protimikrobna zdravila z najbolj prodajanim Lekovim zdravilom Amoksiklav, ki predstavlja kar 25,8% celotnih prihodkov skupine Lek in dosega tudi največje stopnje rasti. Na drugo mesto se uvrščajo zdravila za srce in ožilje, sledijo pa jim zdravila za prebavila.

Slika 3: Struktura prodaje po programih poslovne skupine LEK d.d. v letu 2001



Vir: Letno poročilo Lek, d.d. za leto 2001.

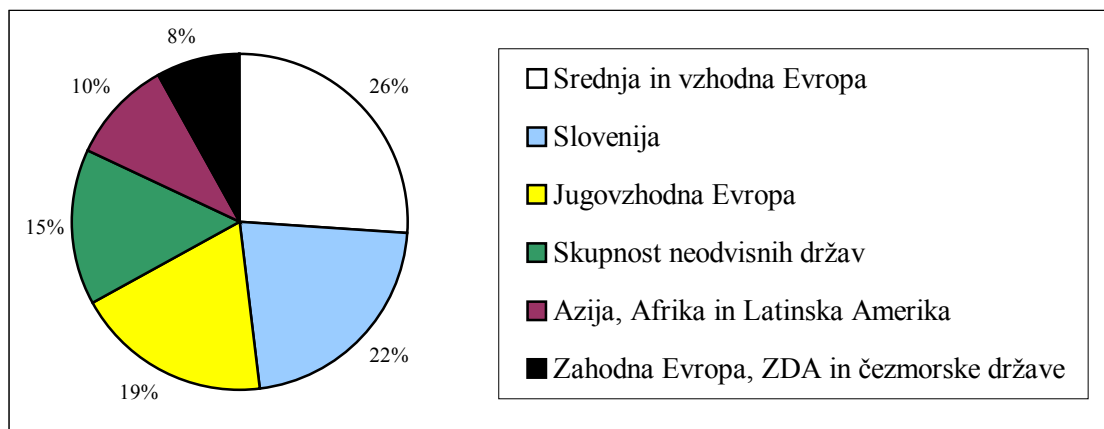
Drugi najpomembnejši delež v prodaji Leka z 11% predstavljajo farmacevtske učinkovine, ki so tudi pomembno prispevale k prodajnim uspehom. Podjetje je namreč s postavitvijo novih zmogljivosti za proizvodnjo lizinopрила in kalijevega klavulanata, omogočilo večjo proizvodnjo farmacevtskih učinkovin. 50% jih gre v interno prodajo, skoraj tretjino pa jih prodajo na trge zahodne Evrope in ZDA.

Tretji glavni segment Lekovih proizvodov so zdravila OTC oz. zdravila za samozdravljenje, ki se dobijo brez recepta. Njihov delež v celotni prodaji znaša 8%, med vodilne izdelke pa sodijo Lekadol, Persen in Imunal. Prodaja temelji na močni marketinški podpori. V letu 2001 je podjetje predstavilo novo zunanjo podobo OTC programa na najpomembnejših izvoznih trgih Poljske, Ruske federacije in Ukrajine. Prodaja na teh trgih se namreč povečuje bistveno hitreje kot v Sloveniji. Prodaja programa OTC raste tudi hitreje od celotne prodaje skupine Lek. Nova

podoba zdravil za samozdravljenje bo tako omogočila njihovo še večjo prepoznavnost v širšem tržnem prostoru, kar je solidna podlaga za rast prodaje tudi v prihodnje.

Področje veterine, kozmetike in medicinskih pripomočkov je za Lek z vidika prihodkov manj pomembno in hkrati tudi manj internacionalizirano. Kljub vsemu Lek na tem področju utrjuje svoj tržni položaj.

Slika 4: Prodaja skupine Lek po geografskih območjih



Vir: Letno poročilo Lek, d.d. za leto 2001.

Na sliki 4 je prikazana geografska prodaja skupine Lek po posameznih trgih. Iz grafikona je vidna velika internacionalizacija prodaje oz. diverzifikacija prodajnega portfelja. Lek ima status pretežnega izvoznika, saj na domačem trgu proda le 19% celotne prodaje. Ostalih 81% proda na tuje trge, od katerih največji delež 26% predstavljajo trgi srednje in vzhodne Evrope. Znotraj njih predstavlja najpomembnejši, kar 70% delež, Poljska, ki je, takoj za Slovenijo, drugi najpomembnejši strateški trg Leka. Prodaja na Poljskem je dosegla v letu 2001 kar 14,5 milijarde SIT, deloma tudi na račun prevzema poljskega farmacevta Argona. Poljska tako ostaja trg z veliko perspektive za nadaljnjo rast prodaje. V tabeli 8 je predstavljeno pet najpomembnejših trgov (držav) za Lek, vrednost prodaje v posameznih državah, njihov delež v celotnih prihodkih in rast prodaje v zadnjem letu po posameznih državah.

Tabela 8: Najpomembnejših 5 trgov za skupino Lek po prodaji v letu 2001, njihovi deleži v celotni prodaji in rast na teh trgih v letu 2001

DRŽAVA	PRODAJA (mrd SIT)	DELEŽ PRODAJE	RAST PRODAJE
Slovenija	15	19,1%	7,5 %
Poljska	14,5	18,5 %	46,5 %
Rusija	8	10,2 %	41,2 %
Hrvaška	7	8,9 %	13,4 %
Romunija	3,5	4,5 %	332,8 %
Ostalo	30,5	38,9 %	34,3 %
<b>SKUPAJ</b>	<b>78,5</b>	<b>100 %</b>	

Vir: Letno poročilo Lek, d.d. za leto 2001 in lastni izračuni.

Države jugovzhodne Evrope so drugi najpomembnejši trg za Lek. Med njimi ima največji delež Hrvaška (40%). Kljub krizi v hrvaškem zdravstvu, je prodaja v letu 2001 dosegla okoli 7 milijard SIT, kar uvršča Hrvaško na četrti največji posamezni trg za Lek. V največji meri je za to zaslužno sodelovanje s Plivo, ki za Lek prodaja antibiotik Amoksiklav pod imenom Klavocin. Odlične rezultate Lek dosega tudi v Romuniji, kjer je prevzel podjetji PharmaTech in PharmaFarm ter namerava do leta 2003 zgraditi še novo tovarno za proizvodnjo antibiotikov. Prodaja se je povečala kar za 330% na 3,5 milijarde SIT, kar uvršča Romunijo na 5 mesto med največjimi Lekovimi prodajnimi trgi.

Skupnost neodvisnih držav predstavlja 15% delež v celotni prodaji. Med njimi ima največji delež Rusija kot tretji najpomembnejši posamezni trg Leka, kamor izvozi kar 8 milijard SIT. Z ojačano marketinško kampanjo ter prodajno distribucijsko mrežo, si podjetje obeta nove priložnosti za rast prodaje na tem trgu.

Za trge zahodne Evrope in ZDA ima Lek še velike prodajne potenciale. Še posebej zaradi poteka patentne zaščite po letu 2002 za večino najbolj prodajanih zdravil na teh trgih.

### **5.2.2. Poslovanje podjetja Lek (finančni rezultati)**

Finančne kazalce podjetja lahko razdelimo v štiri skupine (Auda, 1999, str. 11):

1. kazalci plačilne sposobnosti,
2. kazalci upravljanja z aktivo,
3. kazalci upravljanja s pasivo,
4. kazalci dobičkonosnosti (donosnosti).

Ker podroben opis in razlaga posameznih kazalcev presega okvir te diplomske naloge, v nalogi ne navajam konkretnih izračunov<sup>23</sup>. Informativno so v tabeli 9 predstavljeni nekateri najpomembnejši podatki in kazalci poslovanja podjetja Lek, ki so pri vrednotenju najpogosteje uporabljeni. Podatki se nanašajo na konsolidirane rezultate skupine Lek, ki so v celoti predstavljeni v prilogi C in prilogi D.

---

<sup>23</sup> Za opredelitev kazalcev glej Brigham et al., 1999, str. 87.



Tabela 9: Izbrani finančni podatki o poslovanju skupine Lek in nekateri kazalci  
(vsi podatki so v mio SIT, razen če ni drugače navedeno)

	1998	1999	2000	2001
Celotna sredstva	56.581	63.090	74.474	87.612
Celotni kapital	41.291	46.946	55.474	65.776
Finančno vzvodje (sredstva/kapital)	137,0	134,4	134,3	133,2
Investicijska in kapitalska vlaganja	5.521	4.860	4.694	8.691
Vlaganja v raziskave in razvoj	5.353	5.521	7.018	8.187
Število zaposlenih	2.836	2.888	2.901	3.429
Prihodki iz prodaje	49.015	49.332	59.247	78.528
Rast prihodkov	4,9%	0,6%	20,1%	32,5%
Dobiček iz poslovanja + amortizacija (EBITDA)	9.779	8.991	11.519	14.859
Dobiček iz poslovanja (EBIT)	3.647	4.129	6.473	9.622
Čisti dobiček	3.697	3.248	6.137	8.169
<i>Rast čistege dobička</i>	<i>2,5%</i>	<i>-12,1%</i>	<i>88,9%</i>	<i>33,1%</i>
Čisti dobiček na delnico (SIT)	1.912	1.680	3.175	4.225
Dividenda na navadno delnico (SIT)	0	800	950	1.200
ROE (dobičkonosnost lastn. kapitala)	9,0%	6,9%	11,1%	12,4%
PM - čista dobičkonosnost prodaje	7,5%	6,6%	10,4%	10,4%
P/E*	33,9	38,5	20,4	15,3
P/B*	3,03	2,67	2,26	1,90
P/SALES*	1,32	1,31	1,09	0,82
EV/EBITDA*	12,00	12,84	9,77	7,51

\*Za izračun uporabljena cena delnice na dan 20.8.2002, to je 64.726 SIT.

Vir: Letno poročilo Lek, d.d. za leto 2001 in lastni izračuni.

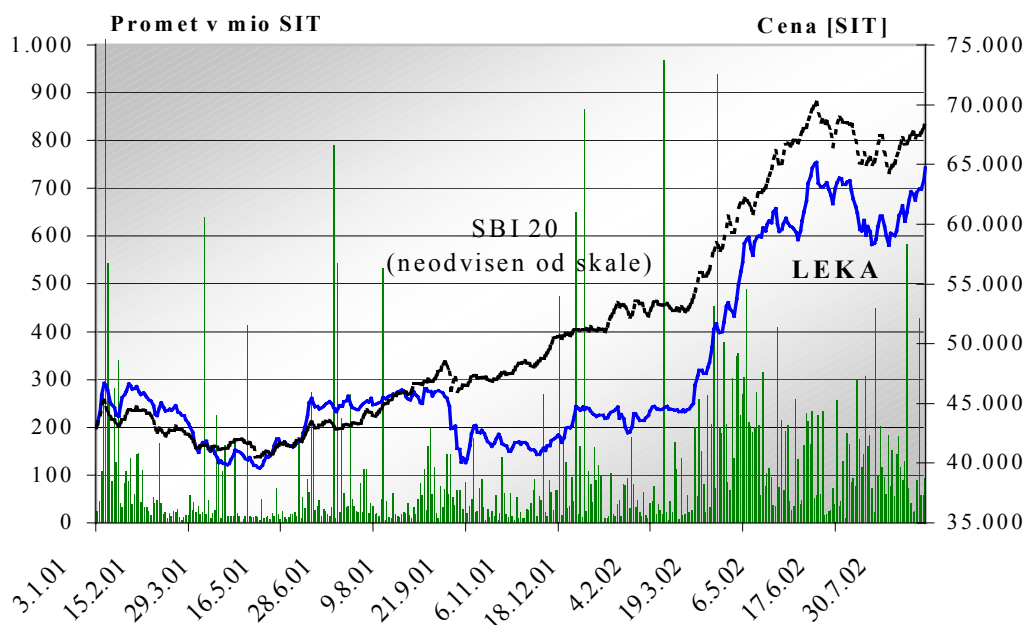
Iz tabele 9 je vidno, da se je prodaja v zadnjih dveh letih močno povečala, v letu 2001 kar za 32,5%. Podjetje je v zadnjem letu močno povečalo investicijska in kapitalska vlaganja na 8,7 milijarde tolarjev, kar gre pripisati prevzemu dveh tujih farmacevtskih družb. Poleg tega pa podjetje že vsa leta povečuje izdatke za raziskave in razvoj, kar je v skladu s strategijo podjetja glede povečanja stopnje inovativnosti. V letu 2001 so ti izdatki znašali 8,2 milijarde SIT. Podjetje je očitno uspešno obvladalo stroške poslovanja, saj je bila rast dobička večja od rasti prodaje. Čista dobičkonosnost prodaje se je od leta 1999 do konca leta 2001 izboljšala od 6,6% na 10,4%. Tudi dobičkonosnost lastniškega kapitala ima trenda rasti, saj se je le-ta popravila od začetnih 9% v letu 1998 na 12,4% v letu 2001.

### 5.2.3. LEK na borzi

Delniška družba Lek d.d. ima skupaj izdanih 1.933.176 delnic. Od tega je 1.792.782 navadnih delnic tipa A in 140.394 prednostnih delnic tipa B. Prednostne delnice lastniku zagotavljajo prednostno dividendo v višini 3% dobička na delnico in imajo ravno tako glasovalno pravico. Obe kotirata na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, navadne delnice v redni kotaciji, prednostne delnice pa v redni kotaciji med prednostnimi delnicami. Lekove navadne delnice so z 10% udeležbo vključene v indeks Ljubljanske borze SBI 20, to je indeks dvajsetih največjih in

najuspešnejših delniških družb (*t.i. blue chip-ov*), ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Management podjetja, je za konec leta 2001 načrtoval izdajo GDR-jev (*Global Depository Receipts*) na eni izmed zahodnoevropskih borz, vendar je zaradi slabih razmer na kapitalskih trgih po svetu to namero zaenkrat opustil.

Slika 5: Gibanje tečaja delnic LEKA, indeksa SBI 20 in dnevnega prometa z delnico Leka v obdobju od 1.1.2001 do 20.8.2002



Vir: Ljubljanska borza in lastni izračuni.

Na sliki 5 je prikazano gibanje tečaja Lekovih navadnih delnic od začetka leta 2001 do 20. avgusta 2002. Za primerjavo je poleg gibanja tečaja Leka prikazano še gibanje indeksa SBI 20, na levi ordinatni osi je prikazan dnevni promet z Lekovimi delnicami. Gibanje tečaja je bilo v tem obdobju precej nestanovitno. Od začetka leta 2001 je vrednost delnice padla vse do tečaja 40.000 SIT, vendar se je tečaj zaradi odprave omejitev Banke Slovenije za tuje portfeljske vlagatelje 1. julija 2001 ponovno dvignil na 45.000 SIT. Zaradi dogodkov 11. septembra 2001 v ZDA, ko je bil izveden napad na World Trade Center, je tečaj delnice Leka, tako kot vsi tečaji po svetu, močno padel. Proti koncu leta, se je promet z delnicami zopet povečal, kar je pozitivno vplivalo na tečaj Lekove delnice, ki je zadnji trgovalni dan dosegel vrednost 44.004 SIT. Tržna kapitalizacija je na ta dan znašala 84,6 milijarde SIT, količnik letnega obrata tržne kapitalizacije, se je pri tem zvišal iz 0,15 v letu 2000, na 0,26 v letu 2001. Delež tujcev v strukturi delničarjev (glej prilogo H) se je povečal na 21,15% (Letno poročilo Lek, 2001, str. 44).

Od začetka letošnjega leta do 20. avgusta, je tečaj delnice zabeležil zelo visoko rast, saj je porasel kar za 47,1%. Na rast je v veliki meri vplivalo znižanje obrestnih mer v Sloveniji, povečan pritok svežega denarja v vzajemne sklade in nakupi s strani tujih vlagateljev.

### 5.3. PODLAGA ZA NAPOVEDOVANJE PRIČAKOVANIH DENARNIH TOKOV

Pri napovedovanju pričakovanih denarnih tokov je najpomembnejša napoved prihodkov od prodaje. Ker je podjetje Lek pri svojem poslovanju preraslo nacionalne okvire, je potrebno ločeno oceniti stopnje rasti za vsak geografski segment njegove prodaje. Pri tem sem si pomagal s projekcijo podjetja IMS Health Inc. [URL: <http://www.imshealth.com>], ki je eno izmed vodilnih podjetij na področju tržnih raziskav in analiz farmacevtske industrije. Zaposluje preko 5.000 strokovnjakov v več kot 100 podružnicah po celem svetu. Povezano je praktično z vsemi svetovnimi proizvajalci zdravil, bolnišnicami in lekarnami, ki jim dnevno posredujejo svoje podatke. Ti podatki predstavljajo po njihovi analitični obdelavi pomembno strateško orodje. Zaradi omenjenih dejstev menim, da je takšna napoved rasti prodaj za posamezne trge smiselna in pravilna.

### 5.4. KONČNI IZRAČUNI

#### 5.4.1. Izračun zahtevane stopnje donosa

Zahtevana stopnja donosa je izračunana s pomočjo CAPM modela, ki je bil predstavljen v poglavju 4.2.1. Stopnja donosa za netvegano naložbo je določena na ravni 4,4%. Temelji na izračunu donosa na 30-letne državne obveznice v ZDA, zmanjšane za inflacijo v tej državi. To pa zato, ker lahko vlagatelj naloži svoj denar v katerekoli obveznice po svetu in ne samo v državne obveznice, ki jih izdaja Republika Slovenija. Tržna premija za tveganje znaša 6,52% in je bila izbrana na podlagi izračunov priznanega avtorja s področja vrednotenja podjetij Aswatha Damodarana. Na njegovi spletni strani je moč dobiti izračune tržnih premij za tveganje za različne države. Izračuni temeljijo na bonitetnih ocenah držav (*country ratings*) organizacije Moody's oz. za koliko bazičnih točk se razlikujejo obrestne mere državnih obveznic med opazovano državo in državo z najboljšo boniteto Aaa. Po posebni metodologiji se trenutno ocenjeno tržno premijo za tveganje, ki velja za zrele kapitalske trge in znaša 5,17%, pomnoži z ocenjenim faktorjem za izbrano državo. Gre v bistvu za prilagoditev glede na tveganje posamezne države. Izračun pokaže, da znaša tržna premija za tveganje za Slovenijo 6,52%. Tudi koeficient beta, uporabljen v izračunu zahtevane stopnje donosa, izhaja iz istega vira. Ta znaša za farmacevtsko industrijo 1,01 in temelji na preteklih podatkih za ameriške generične družbe. Ker gre za netehtani koeficient beta, sem ga dodatno prilagodil glede na zadolženost podjetja s pomočjo Hamadove formule (glej poglavje 4.2.1.). Za leto 2002 znaša koeficient beta 1,03. Lasten izračun, ki bi temeljil na primerjavi gibanja tečaja delnice Leka z gibanjem indeksa SBI20, ne bi dal zadovoljivih rezultatov, saj SBI20 ne predstavlja celotnega tržnega premoženja, ampak le 20 najuspešnejših in največjih slovenskih podjetij.

Ocena zahtevane stopnje donosa, izračunana s pomočjo enačbe CAPM in zgoraj opisanih podatkov, znaša 11,16%. Pri tej oceni še ni upoštevana stopnja inflacije. Le-ta se prišteje k zahtevani stopnji donosa. Zaradi trenda zniževanja inflacije v Sloveniji se tudi zahtevana stopnja

donosa po letih postopoma zmanjšuje. Zadnje leto (2009), ko znaša pričakovana stopnja inflacije 2,6%, znaša celotna zahtevana stopnja donosa 13,76%.

#### 5.4.2. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi kazalcev

Kot je bilo povedano v tretjem poglavju o statičnem načinu vrednotenja na podlagi različnih (tržnih) kazalcev, je pri tovrstnem vrednotenju najpomembnejša izbira skupine primerljivih podjetij. Podjetje Lek je potrebno primerjati z ostalimi generiki na območju srednje in vzhodne Evrope. Ker zahteva tovrstna izbira precejšnje poznavanje celotne panoge in vseh podjetij, ki delujejo znotraj nje, sem se odločil izbrati skupino primerljivih podjetij na podlagi poročil drugih analitikov, ki redno spremljajo podjetje Lek in tudi njegove konkurente (interna gradiva podjetja Publikum). Najpogosteje se pri primerjavi z Lekom pojavljajo sledeča podjetja: Pliva, Gedeon Richter, Stada, Egis in seveda Krka. V tabeli 10 so prikazane vrednosti posameznih izračunanih kazalcev za omenjena podjetja, ob vsakem kazalcu pa je izračunana vrednost delnice Lek-a, ki bi jo le-ta imela, če bi bila vrednost njenih opazovanih kazalcev enaka vrednostim kot jih imajo konkurenti.

Tabela 10: Izračun tržnih kazalcev za Lekove konkurente ter vrednost Lekove delnice pri enakih vrednostih izračunanih kazalcev na dan 20.8.2002

<b>PODJETJE</b>	<b>Pliva</b>	<b>Gedeon*</b>	<b>Egis</b>	<b>Stada</b>	<b>Krka</b>	<b>POVPREČJE</b>
EV/EBITDA	4,59	6,77	5,88	10,89	8,03	7,23
<b>Lek pri tem (SIT)</b>	<b>44.519</b>	<b>52.345</b>	<b>54.429</b>	<b>92.919</b>	<b>70.923</b>	<b>63.027</b>
EV/Sales	1,85	2,39	1,25	1,42	1,78	1,73
<b>Lek pri tem (SIT)</b>	<b>84.398</b>	<b>91.781</b>	<b>59.802</b>	<b>66.718</b>	<b>81.416</b>	<b>76.823</b>
P/E	7,62	9,31	12,44	18,82	15,53	12,75
<b>Lek pri tem (SIT)</b>	<b>32.418</b>	<b>36.609</b>	<b>52.936</b>	<b>80.103</b>	<b>66.099</b>	<b>53.633</b>
P/Sales	1,58	2,58	1,28	1,28	1,66	1,68
<b>Lek pri tem (SIT)</b>	<b>64.326</b>	<b>91.462</b>	<b>51.927</b>	<b>51.980</b>	<b>67.508</b>	<b>65.440</b>
<b>POVPREČJE (SIT)</b>	<b>56.415</b>	<b>68.049</b>	<b>54.773</b>	<b>72.930</b>	<b>71.487</b>	<b>64.731</b>

\*nekonsolidirani rezultati - primerjava na podlagi Lekovih nekonsolidiranih rezultatov

Vir: Bilance podjetij in lastni izračuni.

Na podlagi primerjave kazalcev s primerljivimi podjetji je ocenjena povprečna notranja vrednost delnice Leka 64.731 SIT. Primerjava je narejena na dan 20.8.2002. Ta dan je Lek na borzi dosegel vrednost 64.726 SIT, kar priča o tem, da se je njegova tržna vrednost skoraj popolnoma približala njegovi notranji vrednosti. Lek, ocenjen po tej metodi, tako ni ne precenjen, ne podcenjen.

Metod Dragonja (Repovž, 2002, str. 4) je v svojem zadnjem intervjuju dejal: »Naš cilj je, da bi vrednost podjetja do leta 2005 na trgu znašala dvakrat več od njegove prodaje, s čimer bi bilo primerljivo s konkurenčnimi kompanijami na Zahodu«. Če bi upoštevali izjavo predsednika uprave Leka in jo prevedli na rezultate dosežene v letu 2001, bi vrednost delnice znašala 81.242 SIT. V primeru, da bi v prihodnosti prišlo do poskusa prevzema Leka, bi bilo potrebno na izračunano vrednost dodati še prevzemno premijo, ki jo ponavadi plača prevzemnik zaradi dosežene večine v podjetju, ki mu daje pravico upravljanja podjetja. Tovrstne premije se gibljejo

v farmacevtski industriji dokaj visoko (približno 30% premija na tržno ceno), kar pomeni, da bi v primeru prevzema Leka, moral prevzemnik za delnico odšteti okoli 105.615 SIT.

### 5.4.3. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi dividend

Pri izračunu notranje vrednosti delnice na podlagi modela konstante stopnje rasti dividend (DGM) je potrebno določiti tri dejavnike. Model temelji na širši opredelitvi dividend. Podjetje Lek namreč v skladu s svojo dividendno politiko ne izplačuje svojim lastnikom celotnega dobička v obliki dividend. Več kot dve tretjini dobička podjetje zadrži ter ga reinvestira, kar omogoča podjetju hitrejšo rast. V letu 2001 je podjetje izplačalo 1.200 SIT dividende na delnico, v istem letu pa je skupina Lek ustvarila kar 4.225 SIT čistega dobička na delnico. Slednji podatek je potrebno upoštevati pri izračunu. Največji problem se pojavi pri določitvi konstante stopnje rasti, po kateri naj bi podjetje raslo v prihodnje. V praksi podjetja v fazi intenzivne rasti rastejo hitreje, kasneje pa se njihova rast umiri oz. ustali. Za oceno stopnje rasti sem uporabil napovedi za rast svetovne farmacevtske industrije, ki naj bi rasla med 3 in 5% letno (Kranjec, 1999, str. 7). Trg generičnih zdravil naj bi v prihodnjih štirih letih rasel celo po stopnji 14% letno, a takšna stopnja rasti ni vzdržna na dolgi rok. Ker sodi Lek med proizvajalce generičnih zdravil, sem se odločil za optimistično napoved rasti, to je 5% letno. Za zahtevano stopnjo donosa uporabimo že prej uporabljeno vrednost 11,16%. Notranja vrednost delnice je:

$$P_0 = \frac{D_0 * (1 + g)}{k - g} = \frac{4.225 \text{ SIT} * (1 + 0,05)}{0,1116 - 0,05} = 71.975 \text{ SIT}$$

Dobljen rezultat pokaže, da notranja vrednost delnice podjetja Lek znaša 71.975 SIT. Če primerjamo vrednost Leka na borzi na dan 20.8.2002, vidimo, da ocena notranje vrednosti delnice presega tržno vrednost za 11,20%. Na podlagi modela konstantne stopnje rasti dividend lahko rečemo, da je delnica Leka na trgu podcenjena in ima še potencial za nadaljnjo rast.

### 5.4.4. Izračun notranje vrednosti na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov

Napoved neto denarnih tokov temelji na konsolidiranih izkaz podjetja Lek. Podjetje je namreč v zadnjem letu prevzelo dve tuji farmacevtski družbi na Poljskem in v Romuniji, v naslednjih letih pa nameravajo nadaljevati s prevzemnimi aktivnostmi. Poleg tega je bilo na začetku letošnjega leta iz podjetja Lek d.d. izločena kozmetična dejavnost, kar bo imelo vpliv na nekonsolidirane izkaze podjetja. Skupni prihodki od prodaje so presegali prihodke od prodaje matične družbe že za 15% oz. za 10,3 mrd SIT. Zaradi teh razlogov je bolj smiselno uporabiti konsolidirane izkaze skupine Lek. Celotna napoved prihodkov od prodaje po posameznih regijah, njihovi deleži v celotnih prihodkih ter stopnje rasti prodaje so prikazani v prilogi I, kjer so podrobno opisane tudi napovedi posameznih postavk iz izkaza uspeha in bilance stanja.

Tabela 11: Projekcija prostih denarnih tokov namenjenih lastnikom

Leto	Prosti denarni tok lastnikom podjetja (tisoč SIT)	Diskontni faktor	Diskontirana vrednost prostega denarnega toka lastnikom (tisoč SIT)	Diskontirana vrednost prostega denarnega toka lastnikom na delnico (SIT)
2002	5.384.908	0,86	4.631.323	2.396
2003	6.548.026	0,75	4.885.920	2.527
2004	8.683.727	0,65	5.646.247	2.921
2005	13.429.955	0,57	7.636.288	3.950
2006	15.507.830	0,50	7.731.582	3.999
2007	17.379.621	0,44	7.631.145	3.947
2008	18.854.633	0,39	7.323.671	3.788
2009	21.012.728	0,34	7.220.482	3.735
<b>Skupaj</b>				<b>27.264</b>
2009*				42.135
<b>SKUPAJ</b>				<b>69.399</b>

\*vrednost po eksplicitnem obdobju

Vir: Lastni izračuni.

Kot je prikazano v tabeli 11, daje izračun vrednosti diskontiranega prostega denarnega toka, namenjenega lastnikom podjetja, v eksplicitnem obdobju vrednost 27.264 SIT. Izračuna končne vrednosti podjetja po eksplicitnem obdobju znaša 42.135 SIT. Za obdobje po letu 2009 ocenjujem realno rast na ravni 2% letno. Morda se zdi številka pretirana, a ob upoštevanju dejstva, da se prebivalstvo v razvitem delu sveta stara in da vse bolj narašča osveženost prebivalstva glede lastnega zdravja, se zdi številka realnejša. Poleg tega bodo v prihodnje generična zdravila najverjetneje pridobivala na pomenu, saj se že sedaj, zaradi visokih cen zdravil, v mnogih državah soočajo s problemi javnega zdravstva. Z upoštevanje 2-odstotno rastjo po eksplicitnem obdobju, znaša ocena končne vrednosti podjetja 69.399 SIT. Izračunana notranja vrednost podjetja oz. delnice se nanaša na začetek leta 2002, zato je potrebno vrednost še preračunati na sedanjo obdobje, torej 20.8.2002. Tako znaša končna ocena notranje vrednosti delnice Leka 74.856 SIT. Če oceno primerjam s tržno vrednostjo delnice na dan 20.8.2002, ki znaša 64.726 SIT, pridem do ugotovitve, da ocena notranje vrednosti delnice Leka presega tržno vrednost za 15,7%.

Tabela 12: Končni izračun notranje vrednosti

Uporabljena metoda	Ocena vrednosti (SIT)	Ponder	Vrednost (SIT)
Metoda različnih kazalcev	64.731	0,25	16.183
Izračun na podlagi dividend	71.978	0,25	17.995
Diskontirani neto denarni tokovi	74.856	0,50	37.428
<b>Skupaj vrednost</b>		<b>1</b>	<b>71.605</b>

Vir: Lastni izračuni.

Na koncu v tabeli 12 povzemam posamezne ocene vrednosti, ki sem jih izračunal na podlagi vseh treh opisanih metod. Vsaki izmed ocen sem določil ponder in izračunal končno oceno notranje vrednosti delnice kot tehtano povprečje njihovih ocenjenih vrednosti. Največji ponder sem določil metodi diskontiranih denarnih tokov. Končna ocena vrednosti delnice Leka tako znaša 71.605 SIT. Ob predpostavki učinkovitega trga kapitala in predpostavki, da pri izračunih

ni bilo narejene nobene večje napake, lahko trdim, da je delnica Leka na borzi podcenjena. Iz tega bi lahko sledilo priporočilo za nakup omenjene delnice.

## 6. SKLEP

Vrednotenje delniških družb je zahtevna naloga, saj vrednost v splošnem temelji na sedanji vrednosti prihodnjih koristi. Ker je prihodnost negotova, so negotove tudi napovedi glede prihodnjega poslovanja podjetja in posledično tudi glede njegove vrednosti. Velja namreč, da je tržna vrednost podjetja, ki kotira na borzi, poleg zahtevane stopnje donosa, pričakovane rasti in nekaterih zunanjih dejavnikov, v največji meri odvisna od ponudbe in povpraševanja. Zaradi neučinkovitosti trgov kapitala tržna vrednost praviloma ni enaka notranji vrednosti podjetja. Glavni namen tega diplomskega dela pa je bil prikaz izračuna notranje vrednosti podjetja, tako v teoriji kot tudi v praksi.

Metod vrednotenja podjetij je veliko. V tem delu sem skušal predstaviti najosnovnejše metode vrednotenja ter tiste metode, ki se največ uporabljajo v vsakdanji praksi. Statične metode vrednotenja temeljijo na izračunih posameznih kazalcev, ki jih nato primerjamo med konkurenčnimi podjetji. Pri tem sem želel opozoriti predvsem na problem izbire skupine primerljivih podjetij, ki je za končne ocene bistvenega pomena. Vedeti je potrebno, da primerjava kazalcev slovenskih podjetij s kazalci tujih podjetij ni povsem pravilna zaradi nekaterih razlik v računovodskih standardih. Z letom 2002 so v Sloveniji začeli veljati novi računovodski standardi, ki probleme primerljivost s tujimi podjetji v veliki meri odpravljajo. Najpogosteje uporabljeni kazalec, multiplikator čistega dobička, ima veliko slabosti, zato se velikokrat uporabljajo tudi alternativni kazalci, kot je npr. vrednost podjetja v primerjavi z dobičkom iz poslovanja, povečanim za amortizacijo (EV/EBITDA). Slednji pri izračunih odpravlja probleme izkrivljenih čistih dobičkov podjetij na račun amortizacije, izrednih prihodkov in prihodkov od financiranja.

Med dinamičnimi metodami vrednotenja velja dividendno diskontni model za najosnovnejši model. Vsi modeli vrednotenja uporabljajo logiko tega modela, ki pravi, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti prihodnjih dividend ali donosov lastnikom, diskontiranih 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 se neposredno napoveduje postavke iz izkazov podjetja, drugi pa je napoved po eksplicitnem obdobju, kjer se predvidi stalna stopnja rasti podjetja v tem obdobju. Za napovedi nam najboljše služijo podatki o preteklem poslovanju podjetja ter analize panoge in njihove projekcije za prihodnost. Kljub temu končne ocene temeljijo na vrsti predpostavk, ki jih analitik določa sam in imajo zaradi tega bolj subjektiven kot objektiven značaj. Vrednotenje tako postane nekaj zelo relativnega in kot takšno še zdaleč ni nekaj eksaktnega. Hitro se lahko zgodi, da znaša končna ocena vrednosti podjetja točno toliko, kot je bilo prvotno zaželeno.

Primer vrednotenja podjetja Lek je pokazal, da je izračunana notranja vrednost delnice v dveh primerih višja od tržne cene na dan 20.8.2002. V primeru izračuna notranje vrednosti delnice na podlagi različnih kazalcev pa se je pokazalo, da je le-ta enaka tržni ceni. Ob predpostavki učinkovitega trga kapitala bi lahko trdili, da je delnica Leka na borzi podcenjena. Ker pa sodi Lek med največja in najbolj likvidna podjetja na Ljubljanski borzi, z relativno velikim deležem tujih lastnikov, je mogoče pričakovati, da se bo postopoma zmanjševala razlika med tržno vrednostjo podjetja in njegovo notranjo vrednostjo.



## LITERATURA

1. Auda Matej: Sodobna finančna analiza na primeru podjetja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 50 str.
2. Barker Richard: Determining Value. Valuation Models and Financial Statements. Harlow : Financial Times / Prentice Hall, 2001. 228 str.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Boston (Mass.) : Irwin/McGraw-Hill, 1996. 937 str.
4. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Ehrhardt Michael C.: Financial Management – Theory and Practice. Ninth Edition. Forth Worth : Dryden Press, 1999. 1087 str.
5. Cook Jacob, Lavrenčič Uroš: Vpliv posebnosti v Slovenskih računovodskih standardih na vrednotenje slovenskih podjetij. Finance, Ljubljana, 12.7.2000, str. 23.
6. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. Third Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2000. 490 str.
7. Damodaran Aswath: The Dark Side of Valuation. New York : Prentice Hall PTR, 2001. 479 str.
8. Damodaran Aswath: Value/EBITDA Multiple.  
[URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/vebitda.pdf>], 3.6.2002, str. 13-14.
9. Ivanko Uroš: Vrednotenje delnic: dobiček, dividende ali denarni tok? Finance, Ljubljana, 17.4.2000, str. 21.
10. Kesič Dragan: Farmacija. Farmacija še naprej dinamična. Finance (Priloga), Ljubljana, 26.2.1999, str. 8.
11. King David W.: The Equity Risk Premium for Cost of Capital Studies. Alternatives to Ibbotson. San Francisco : Business Valuation Review, 1994, september, str. 123-129.
12. Kleindienst Robert: Vrednotenje delnic slovenskih podjetij: umetnost na kvadrat. Finance, Ljubljana, 23.10.2000, str. 10.
13. Kranjec Samo: Farmacija: Prihaja čas velikih in povezanih. Finance (Priloga), Ljubljana, 26.2.1999, str. 7.
14. Lavrenčič Uroš: Vrednotenje visoko zadolženih podjetij. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 51 str.
15. Maček Klančič Marija: Vrednotenje podjetij (na primeru Gradis podjetje za inženiring). Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1993. 47 str.
16. Miller Merton, Modigliani Franco: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. Journal of Business, 34(1961), 4, str. 411-433.
17. Mramor Dušan: Slovar poslovno finančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
18. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
19. Norčič Oto: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Ljubljana : ČZ Uradni list Republike Slovenije, 1994. 322 str.
20. Penman Stephen H.: Return to Fundamentals. Journal of Accounting, Auditing and Finance, 1992, 7, str. 465-483.
21. Pintar Stanka: Vrednotenje lastniških vrednostnih papirjev in ocenjevanje njihove ustreznosti za zavarovanje posojil. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 92 str.

22. Plenborg Thomas: Firm Valuation: Comparing the Residual Income and Discounted Cash Flow Approaches. Scandinavian journal of Management, Frederiksberg, 2002, 18, str. 303-318.
23. Repovž Mija: Ranljivi smo, kot vsa najboljša slovenska podjetja. Delo (Sobotna priloga), Ljubljana, 3.8.2002, str. 4-6.
24. Sekavčnik Bojan: Temeljna analiza delnic s poudarkom na finančni analizi podjetja ter analizi tveganja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 46 str.
25. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.
26. Urbanija Anamarija: Farmacija. Generična zdravila na žlici jabolčne čežane. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, 4, str. 59.

## VIRI

1. Beta koeficienti za različne panoge v ZDA.  
[URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>], 5.6.2002.
2. Gibanje tečaja Lekove delnice na Ljubljanski borzi in promet z njimi.  
[URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=LEKA>], 20.8.2002.
3. IMS Health Inc. [URL: <http://www.imshealth.com>], 17.8.2002
4. Interna gradiva podjetja Publikum d.d.
5. Letno poročilo Krka, d.d. za leto 2001.
6. Letno poročilo Lek, d.d. za leto 2000.
7. Letno poročilo Lek, d.d. za leto 2001.
8. Letno poročilo podjetja Egis za leto 2001.  
[URL: [http://www.egis.hu/en/financial\\_investment\\_info/flash\\_reports/index.html](http://www.egis.hu/en/financial_investment_info/flash_reports/index.html)], 16.8.2002.
9. Letno poročilo podjetja Gedeon Richter za leto 2001.  
[URL: [http://www.richter.hu/English/annual\\_report](http://www.richter.hu/English/annual_report)], 16.8.2002.
10. Letno poročilo podjetja Pliva za leto 2001.  
[URL: <http://www.pliva.hr/results.php?type=a>], 16.8.2002.
11. Letno poročilo podjetja Stada za leto 2001.  
[URL: [http://www.stada.de/english/About/financial\\_reports/Annual\\_Report\\_2001/home.asp](http://www.stada.de/english/About/financial_reports/Annual_Report_2001/home.asp)], 16.8.2002.
12. Novi SRS. [[http://www.si-revizija.si/novi\\_srs/index.html#SRS2001](http://www.si-revizija.si/novi_srs/index.html#SRS2001)], 14.7.2002.
13. Prospects for Generics Pharmaceuticals the USA and Europe – European Generic Association. IMS Health, Inc., 2000, oktober, str. 43-44.
14. SalomonSmithBarney: Global Health Sciences monthly, 14.6.2002, str. 8-9.
15. Tržne premije za tveganje za posamezne države.  
[URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>], 5.6.2002.

# **SLOVAR TUJIH IZRAZOV**

Acquisition - Prevzem podjetja

Base-Case Situation - Izhodiščni položaj

Best-Case Scenario - Najboljši možen izid

DCF (Discounted Cash Flow) - Diskontirani denarni tok

Dividend Conundrum - Dividendna uganka

Free Cash Flow - Prosti denarni tok

Goodwill - Dobro ime

Market Risk Premium - Premija za tržno tveganje

Net Cash Flow - Neto denarni tok

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax) - Dobiček iz poslovanja zmanjšan za prilagojene davke

PM (Profit Margin) - Čista dobičkonosnost prodaje

Risk Averse - Tveganju nenaklonjen

Risk Free Rate - netvegana stopnja donosa

ROE (Return on Common Equity) - Dobičkonosnost navadnega lastniškega kapitala

ROIC (Return on Invested Capital) - Dobičkonosnost vloženega kapitala

Stand-Alone-Risk - Samostojno tveganje

Shareholder Value - Vrednost za delničarje

Shareholder Value Model - Model vrednosti za delničarje

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - Tehtano povprečje stroškov kapitala

Worse-Case Scenario - Najslabši možen izid



# **PRILOGE**

PRILOGA A - Bilanca stanja podjetja Lek d.d. za obdobje 1999 do 2001

PRILOGA B - Izkaz uspeha podjetja Lek d.d. za obdobje 1999 do 2001

PRILOGA C - Konsolidirana bilanca stanja poslovne skupine Lek za obdobje 1999 - 2001

PRILOGA D - Konsolidirani izkaz uspeha poslovne skupine Lek za obdobje 1999 - 2001

PRILOGA E - 10 trenutno največjih proizvajalcev generičnih zdravil v svetu ter primerjava s skupino Lek (tabela in grafikoni)

PRILOGA F - Vodilne farmacevtske družbe v svetu v letu 1998

PRILOGA G - Veljavnost patentov najbolje prodajanih zdravil v svetu

PRILOGA H - Največjih 10 delničarjev podjetja Lek d.d. ter struktura delničarjev na dan 31.12.2001

PRILOGA I - Napovedi prihodkov od prodaje podjetja Lek, d.d. po posameznih regijah ter napovedi najpomembnejših postavk iz izkaza uspeha in bilance stanja za obdobje 2002 do 2009

**PRILOGA A: Bilanca stanja podjetja Lek, d.d. za obdobje 1999 do 2001**

<b>BILANCA STANJA, v mio SIT</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Indeks 01/00</b>
<b>STALNA SREDSTVA</b>	<b>32.441</b>	<b>35.380</b>	<b>42.161</b>	<b>19,2%</b>
NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SREDSTVA	239	0	1.362	
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	22.999	24.216	28.017	15,7%
nepremičnine	14.881	16.254	17.147	5,5%
oprema in druga opr. osn. sredstva	8.118	7.963	10.871	36,5%
DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	7.021	8.603	9.219	7,2%
POPRAVEK KAPITALA	2.182	2.561	3.562	39,1%
<b>GIBLJIVA SREDSTVA</b>	<b>29.537</b>	<b>37.160</b>	<b>41.245</b>	<b>11,0%</b>
ZALOGE	7.369	9.868	10.297	4,4%
material	2.594	4.057	3.337	-17,8%
nedokončana proizvodnja	1.387	1.510	2.081	37,8%
proizvodi	3.114	3.964	4.416	11,4%
blago	274	336	464	37,9%
DOLGOROČNE TERJATVE IZ POSLOVANJA	15	16	14	-9,4%
KRATKOROČNE TERJATVE IZ POSLOVANJA	11.717	13.319	16.960	27,3%
KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	10.041	11.471	13.467	17,4%
DENARNA SREDSTVA	298	2.457	489	-80,1%
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	97	30	17	-42,6%
<b>SREDSTVA SKUPAJ</b>	<b>61.978</b>	<b>72.541</b>	<b>83.405</b>	<b>15,0%</b>
<b>ZUNAJBILANČNA SREDSTVA</b>	<b>5.825</b>	<b>3.063</b>	<b>5.176</b>	<b>69,0%</b>
<b>KAPITAL</b>	<b>46.231</b>	<b>54.248</b>	<b>63.794</b>	<b>17,6%</b>
OSNOVNI KAPITAL	11.599	11.599	11.599	0,0%
VPLAČANI PRESEŽEK KAPITALA	192	192	399	108,4%
REZERVE	8.926	8.921	8.748	-1,9%
PRENESENI ČISTI DOBIČEK PRETEKLIH LET	7.472	9.291	13.338	43,6%
PRENESENA IZGUBA PRETEKLIH LET	0	0	0	
REVALORIZACIJSKI POPRAVEK KAPITALA	14.923	18.616	22.112	18,8%
NERAZDELJENI ČISTI DOBIČEK POSL. LETA	3.120	5.629	7.598	35,0%
IZGUBA POSL. LETA	0	0	0	
<b>DOLGOROČNE REZERVACIJE</b>	<b>8.521</b>	<b>5.761</b>	<b>7.159</b>	<b>24,3%</b>
<b>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>138</b>	<b>1.166</b>	<b>114</b>	<b>-90,2%</b>
<b>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>6.703</b>	<b>9.640</b>	<b>10.068</b>	<b>4,4%</b>
kratkoročne obveznosti iz poslovanja	6.278	9.586	10.068	5,0%
kratkoročne obveznosti iz financiranja	425	54	0	-99,5%
<b>PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE</b>	<b>385</b>	<b>1.726</b>	<b>2.270</b>	<b>31,5%</b>
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>61.978</b>	<b>72.541</b>	<b>83.405</b>	<b>15,0%</b>
<b>ZUNAJBILANČNE OBVEZNOSTI</b>	<b>5.825</b>	<b>3.063</b>	<b>5.176</b>	<b>69,0%</b>

Vir: Letna poročila podjetja Lek, d.d.

**PRILOGA B: Izkaz uspeha podjetja Lek, d.d. za obdobje 1999 do 2001**

<b>IZKAZ USPEHA, v mio SIT</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Indeks 01/00</b>
<b>ČISTI PRIHODKI IZ PRODAJE</b>	<b>46.251</b>	<b>54.953</b>	<b>68.263</b>	<b>24,2%</b>
čisti prih. iz prodaje pr.in st.dom.trg	11.893	12.389	12.686	2,4%
čisti prih. iz prodaje pr.in st.tuji trg	33.004	41.118	52.971	28,8%
čisti prih. iz prodaje bl.in mat.dom.trg	971	1.149	2.254	96,3%
čisti prih. iz prodaje bl.in mat.tuj trg	383	297	352	18,8%
<b>POVEČANJE VRED.ZALOG PROIZVODNJE</b>	<b>0</b>	<b>507</b>	<b>1.022</b>	<b>101,8%</b>
<b>ZMANJŠANJE VRED.ZALOG PROIZVODNJE</b>	<b>601</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>VREDNOST USREDSTVENIH LASTNIH PROIZVODOV</b>	<b>225</b>	<b>302</b>	<b>285</b>	<b>-5,8%</b>
<b>DRUGI PRIHODKI IZ POSLOVANJA</b>	<b>1.105</b>	<b>415</b>	<b>431</b>	<b>3,9%</b>
<b>KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA</b>	<b>46.979</b>	<b>56.177</b>	<b>70.001</b>	<b>24,6%</b>
<b>STROŠKI BLAGA, MATERIALA IN STORITEV</b>	<b>24.094</b>	<b>28.845</b>	<b>35.917</b>	<b>24,5%</b>
nabavna vrednost prodanega blaga	1.041	1.432	2.211	54,5%
stroški materiala	14.671	16.868	21.894	29,8%
stroški storitev	8.383	10.546	11.812	12,0%
<b>STROŠKI DELA</b>	<b>11.281</b>	<b>13.305</b>	<b>16.234</b>	<b>22,0%</b>
plače	8.370	9.622	11.314	17,6%
stroški za socialno varnost	1.368	1.583	1.864	17,7%
drugi stroški dela	1.543	2.099	3.056	45,6%
<b>AMORT.NEOPR.DOLG.SRED.IN OPR.OSN.SRED.</b>	<b>4.737</b>	<b>4.889</b>	<b>4.861</b>	<b>-0,6%</b>
<b>ODPISI OBRATNIH SREDSTEV</b>	<b>1.685</b>	<b>1.339</b>	<b>2.536</b>	<b>89,4%</b>
<b>REZERVACIJE</b>	<b>1.265</b>	<b>1.603</b>	<b>1.800</b>	<b>12,3%</b>
<b>DRUGI ODHODKI POSLOVANJA</b>	<b>260</b>	<b>348</b>	<b>610</b>	<b>75,4%</b>
<b>DOBIČEK IZ POSLOVANJA</b>	<b>3.657</b>	<b>5.848</b>	<b>8.042</b>	<b>37,5%</b>
<b>PRIHODKI OD FINANCIRANJA</b>	<b>3.984</b>	<b>4.399</b>	<b>4.888</b>	<b>11,1%</b>
prih. na podlagi deležev iz dobička	627	366	1.123	206,9%
prihodki iz obresti in drugi iz financ.	3.356	4.033	3.765	-6,6%
<b>ODPISI DOLG. IN KRATK. FINANČNIH NALOŽB</b>	<b>77</b>	<b>58</b>	<b>222</b>	<b>280,4%</b>
<b>STROŠKI OBRESTI IN DRUGI ODHODKI FIN.</b>	<b>3.299</b>	<b>3.220</b>	<b>4.049</b>	<b>25,8%</b>
<b>DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVANJA</b>	<b>4.264</b>	<b>6.969</b>	<b>8.659</b>	<b>24,3%</b>
<b>IZREDNI PRIHODKI</b>	<b>293</b>	<b>542</b>	<b>1.166</b>	<b>115,3%</b>
od odprave rezervacij	10	0	0	
drugi izredni prihodki	284	542	1.166	115,3%
<b>IZREDNI ODHODKI</b>	<b>696</b>	<b>362</b>	<b>442</b>	<b>22,2%</b>
za poravnavo izgube prejšnjih let	0	0	0	
drugi izredni odhodki	696	362	442	22,2%
<b>CELOTNI DOBIČEK davek iz dobička (izgube)</b>	<b>3.862</b>	<b>7.149</b>	<b>9.383</b>	<b>31,3%</b>
davek iz dobička (izgube) & drugi davki	-742	-1.520	-1.785	17,5%
<b>ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA</b>	<b>3.120</b>	<b>5.629</b>	<b>7.598</b>	<b>35,0%</b>

Vir: Letna poročila podjetja Lek, d.d.

**PRILOGA C: Konsolidirana bilanca stanja poslovne skupine Lek za obdobje 1999 - 2001**

<b>BILANCA STANJA, v mio SIT</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Indeks 01/00</b>
<b>SREDSTVA</b>	<b>63.090</b>	<b>74.474</b>	<b>87.612</b>	<b>17,6%</b>
<i>STALNA SREDSTVA</i>	<i>32.007</i>	<i>34.604</i>	<i>40.676</i>	<i>17,5%</i>
Neopredmetena dolgoročna sredstva	245	4	1.642	40950,0
Opredmetena osnovna sredstva	24.405	26.060	31.156	19,6%
Dolgoročne finančne naložbe	5.175	5.979	4.316	-27,8%
Popravek kapitala	2.182	2.561	3.562	39,1%
<i>GIBLJIVA SREDSTVA</i>	<i>31.083</i>	<i>39.870</i>	<i>46.936</i>	<i>17,7%</i>
Zaloge	8.010	10.884	11.651	7,0%
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	36	48	18	-62,5%
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	11.930	14.260	20.359	42,8%
Kratkoročne finančne naložbe	10.077	11.499	13.101	13,9%
denarna sredstva	910	3.114	1.745	-44,0%
Aktivne časovne razmejitev	120	65	62	-4,6%
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>63.090</b>	<b>74.474</b>	<b>87.612</b>	<b>17,6%</b>
<i>CELOTNI KAPITAL</i>	<i>46.946</i>	<i>55.474</i>	<i>65.776</i>	<i>18,6%</i>
<i>KAPITAL</i>	<i>46.929</i>	<i>55.454</i>	<i>65.557</i>	<i>18,2%</i>
Osnovni kapital	11.599	11.599	11.599	0,0%
Vplačani presežek kapitala	192	192	399	107,8%
Rezerve	8.926	8.921	8.749	-1,9%
Preneseni čisti dobiček prejšnjih let	8.042	9.989	14.529	45,4%
Revalorizacijski popravek kapitala	14.922	18.616	22.112	18,8%
Nerazdeljeni čisti dobiček poslovnega leta	3.248	6.137	8.169	33,1%
<b>MANJŠINSKI KAPITAL</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>219</b>	<b>995,0%</b>
<i>DOLGOROČNE REZERVACIJE</i>	<i>8.525</i>	<i>5.763</i>	<i>7.161</i>	<i>24,3%</i>
<i>DOLGOROČNE OBVEZNOSTI</i>	<i>138</i>	<i>1.187</i>	<i>131</i>	<i>-89,0%</i>
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	133	119	124	4,2%
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	5	1.068	7	-99,3%
<i>KRATKOROČNE OBVEZNOSTI</i>	<i>7.481</i>	<i>12.050</i>	<i>14.544</i>	<i>20,7%</i>
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	1.172	857	1.205	40,6%
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	5.909	9.380	10.643	13,5%
Pasivne časovne razmejitev	400	1.813	2.696	48,7%

Vir: Letna poročila podjetja Lek, d.d.



**PRILOGA D:** Konsolidirani izkaz uspeha poslovne skupine Lek za obdobje 1999 - 2001

<b>IZKAZ USPEHA, v mio SIT</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Indeks 01/00</b>
Čisti prihodki iz prodaje in usredstvenih lastnih	49.332	59.247	78.528	32,5%
Proizvajalni stroški in nabavna vrednost prodanih	21.181	23.643	38.026	60,8%
<b>KOSMATI DOBIČEK IZ PRODAJE</b>	<b>28.151</b>	<b>35.604</b>	<b>40.502</b>	<b>13,8%</b>
Stroški prodaje	10.294	11.614	16.150	39,1%
Stroški uprave	9.583	11.070	7.207	-34,9%
Stroški razvoja	5.521	7.018	8.187	16,7%
Drugi prihodki iz poslovanja	1.376	571	664	16,3%
<b>DOBIČEK IZ POSLOVANJA</b>	<b>4.129</b>	<b>6.473</b>	<b>9.622</b>	<b>48,6%</b>
Prihodki od deležev iz dobička podjetij v skupini	0	0	0	0%
Prihodki od deležev iz dobička drugih	545	273	406	48,7%
Prihodki od deležev iz dobička drugih povezanih	32	24	90	275,0%
Prihodki od obresti in drugi prihodki od financiranja	3.451	4.325	4.197	-3,0%
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	77	58	42	-27,6%
Odhodki za obresti in drugi odhodki financiranja	3.942	3.392	4.550	34,1%
<b>DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVANJA</b>	<b>4.138</b>	<b>7.645</b>	<b>9.723</b>	<b>27,2%</b>
Izredni prihodki	602	554	1.257	126,9%
Izredni odhodki	672	409	472	15,4%
<b>CELOTNI DOBIČEK</b>	<b>4.068</b>	<b>7.790</b>	<b>10.508</b>	<b>34,9%</b>
Davki iz dobička	819	1.651	2.277	37,9%
Drugi davki	0	0	4	
<i>ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA</i>	<i>3.249</i>	<i>6.139</i>	<i>8.227</i>	<i>34,0%</i>
Čisti dobiček manjšinskih lastnikov	1	2	58	2800,0
<b>ČISTI DOBIČEK VEČINSKIH LASTNIKOV</b>	<b>3.248</b>	<b>6.137</b>	<b>8.169</b>	<b>33,1%</b>

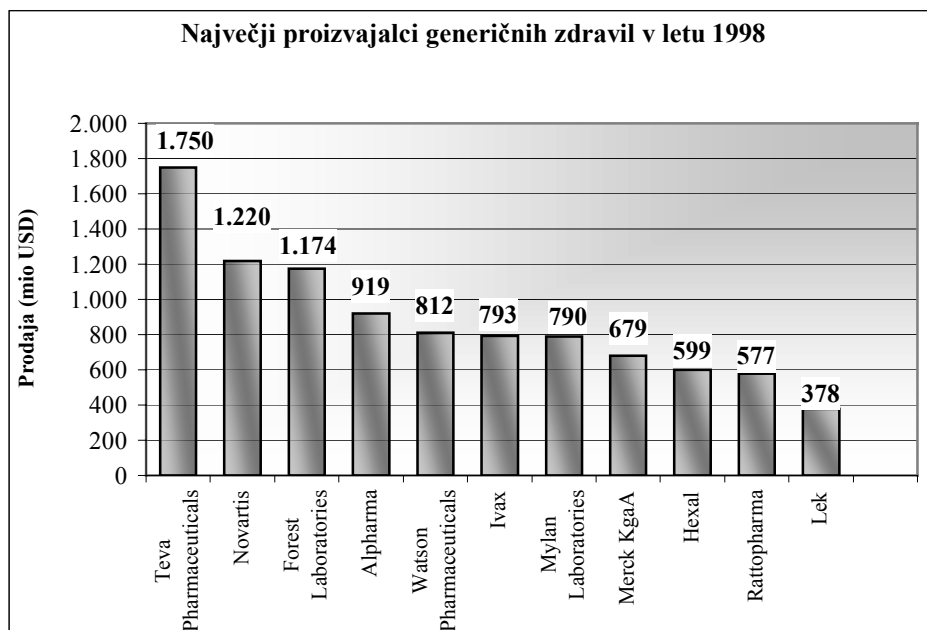
Vir: Letna poročila podjetja Lek, d.d.

**PRILOGA E:** 10 trenutno največjih proizvajalcev generičnih zdravil v svetu ter primerjava s skupino Lek (tabela in grafikon)

	<b>PODJETJE</b>	<b>DRŽAVA</b>	<b>PRODAJA (mio USD)</b>
1.	Teva Pharmaceuticals	Izrael	1.750
2.	Novartis*	Švica	1.220
3.	Forest Laboratories	ZDA	1.174
4.	Alpharma	ZDA	919
5.	Watson Pharmaceuticals	ZDA	812
6.	Ivax	ZDA	793
7.	Mylan Laboratories	ZDA	790
8.	Merck KgaA	Nemčija	679
9.	Hexal	Nemčija	599
10.	Rattopharma	Nemčija	577
/	<i>Lek</i>	<i>Slovenija</i>	378

\*samo generični del

Vir: Kesič, 1999, str. 8 ter lastni izračuni.



**PRILOGA F: Vodilne farmacevtske družbe v svetu v letu 1998**

	<b>PODJETJE</b>	<b>DRŽAVA</b>	<b>PRODAJA (mio USD)</b>	<b>TRŽNI DELEŽ V SVETU v %</b>
1.	Merck&Co. Inc.	ZDA	14.600	4,7
2.	Aventis	Francija	13.500	4,4
3.	AstraZeneca	VB	13.100	4,3
4.	GlaxoWellcome	VB	13.000	4,2
5.	Novartis	Švica	12.000	3,9
6.	Pfizer	ZDA	11.800	3,8
7.	Bristol Myers Squibb	ZDA	10.900	3,5
8.	AHP	ZDA	9.500	3,1
9.	Roche Holding	Švica	9.400	3,1
10.	Johnson&Johnson	ZDA	8.200	2,7

Vir: Urbanija, 2002, str. 59.

**PRILOGA G: Veljavnost patentov najbolj prodajanih zdravil v svetu**

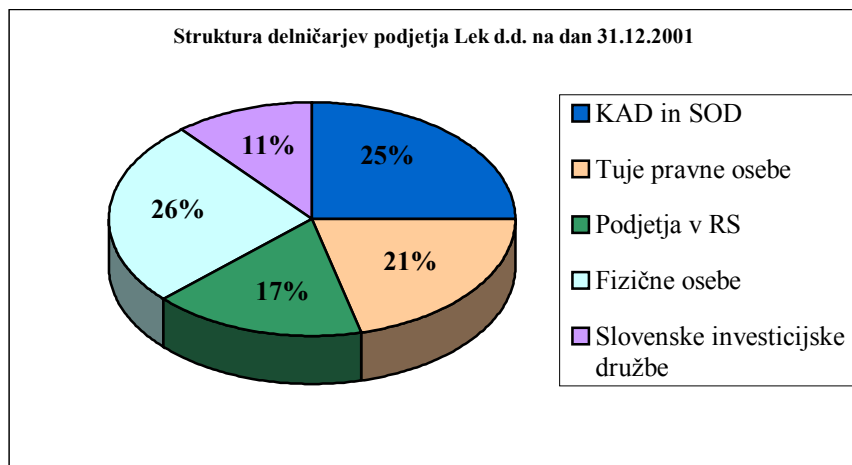
<b>ZDRAVILO</b>	<b>PODJETJE</b>	<b>DRŽAVA</b>	<b>PRODAJA ZDRAVILA 2000 (mio USD)</b>	<b>Veljavnost patenta (v ZDA)</b>
<b>Losec</b> (želodčna razjeda)	Astra Zeneca	VB/Švedska	6,1	2001
<b>Zocor</b> (zniževanje holesterina)	Merck	ZDA	5,3	2005
<b>Norvasc</b> (visok krvni tlak)	Pfizer	ZDA	3,4	2003
<b>Prevacid</b> (želodčna razjeda)	TAP Pharma	ZDA/Jap.	3,4	2005
<b>Claritin</b> (alergija)	Schering-Plough.	ZDA	3,0	2002
<b>Prozac</b> (depresija)	Eli Lilly	ZDA	2,9	2001
<b>Zeloft</b> (depresija)	Pfizer	ZDA	2,1	2005
<b>Ciprobay</b> (infekcije)	Bayer	Nemčija	1,8	2003
<b>Pravachol</b> (holestarin)	Bristol-Myers	ZDA	1,7	2003
<b>Zestril</b> (visok tlak)	Astra Zeneca	VB	1,3	2005
<b>Prinivil</b> (visok tlak)	Merck	ZDA	1,0	2002
<b>Flixotide</b> (astma)	GlaxoSmithKline	VB	1,2	2003

Vir: Urbanija, 2002, str. 59.

**PRILOGA H:** Največjih 10 delničarjev podjetja Lek d.d ter struktura delničarjev na dan 31.12.2001

IMETNIK	ŠTEVILO DELNIC	DELEŽ v %
KAPITALSKA DRUŽBA, D.D.	261.533	14,59
SLOVENSKA ODŠKODNINSKA DRUŽBA D.D.	194.614	10,86
WEST MERCHANT BANK LIMITED	84.400	4,71
NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD .D.D	72.663	4,05
TRIGLAV STEBER 1 PID D.D.	70.228	3,92
BANK AUSTRIA AG	55.729	3,11
LAZARD CAPITAL MARKETS	48.249	2,69
ABANKA D.D.	43.363	2,42
NORTHERN TRUST COMPANY	28.452	1,59
KAPITALSA DRUŽBA D.D. – PPS	27.524	1,54
DRUGI	906.027	50,54

Vir: Letno poročilo podjetja Lek, d.d. za leto 2001.



**PRILOGA I:** Napovedi prihodkov od prodaje podjetja Lek, d.d. po posameznih regijah ter napovedi najpomembnejših postavk iz izkaza uspeha in bilance stanja za obdobje 2002 do 2009

<i>V mio SIT</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Prodaja skupaj</b>	<b>78.528</b>	<b>93.405</b>	<b>109.735</b>	<b>127.787</b>	<b>142.029</b>	<b>156.420</b>	<b>171.442</b>	<b>185.495</b>	<b>198.950</b>
Rast nominalno	32,5%	18,9%	17,5%	16,5%	11,1%	10,1%	9,6%	8,2%	7,3%
Rast realno	25,5%	12,1%	12,9%	11,9%	7,2%	6,7%	6,6%	5,6%	4,6%
<b>C in V Evropa</b>	<b>20.417</b>	<b>25.183</b>	<b>30.177</b>	<b>35.596</b>	<b>40.035</b>	<b>44.758</b>	<b>49.781</b>	<b>54.564</b>	<b>58.319</b>
Delež	26,0%	27,0%	27,5%	27,9%	28,2%	28,6%	29,0%	29,4%	29,3%
Rast nominalno		23,3%	19,8%	18,0%	12,5%	11,8%	11,2%	9,6%	6,9%
<b>Slovenija</b>	<b>14.920</b>	<b>16.477</b>	<b>17.821</b>	<b>19.639</b>	<b>21.511</b>	<b>23.365</b>	<b>25.269</b>	<b>26.706</b>	<b>28.224</b>
Delež	19,0%	17,6%	16,2%	15,4%	15,1%	14,9%	14,7%	14,4%	14,2%
Rast nominalno		10,4%	8,2%	10,2%	9,5%	8,6%	8,1%	5,7%	5,7%
<b>SND</b>	<b>11.779</b>	<b>13.678</b>	<b>15.577</b>	<b>17.760</b>	<b>19.888</b>	<b>22.164</b>	<b>24.598</b>	<b>26.665</b>	<b>28.905</b>
Delež	15,0%	14,6%	14,2%	13,9%	14,0%	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%
Rast nominalno		16,1%	13,9%	14,0%	12,0%	11,4%	11,0%	8,4%	8,4%
<b>JV Evropa</b>	<b>17.276</b>	<b>20.107</b>	<b>22.958</b>	<b>25.906</b>	<b>28.408</b>	<b>30.999</b>	<b>33.607</b>	<b>36.208</b>	<b>39.010</b>
Delež	22,0%	21,5%	20,9%	20,3%	20,0%	19,8%	19,6%	19,5%	19,6%
Rast nominalno		16,4%	14,2%	12,8%	9,7%	9,1%	8,4%	7,7%	7,7%
<b>EU, ZDA, ostalo</b>	<b>6.282</b>	<b>7.159</b>	<b>7.990</b>	<b>8.917</b>	<b>9.892</b>	<b>10.918</b>	<b>11.999</b>	<b>13.137</b>	<b>14.382</b>
Delež	8,0%	7,7%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%
Rast nominalno		14,0%	11,6%	11,6%	10,9%	10,4%	9,9%	9,5%	9,5%
<b>Prodaja novih</b>		<b>1.794</b>	<b>5.094</b>	<b>8.600</b>	<b>9.602</b>	<b>10.430</b>	<b>11.279</b>	<b>12.152</b>	<b>12.968</b>
Delež		1,9%	4,6%	6,7%	6,8%	6,7%	6,6%	6,6%	6,5%
Rast nominalno			183,9%	68,8%	11,7%	8,6%	8,1%	7,7%	6,7%
<b>Azija, Afrika, ostalo</b>	<b>7.853</b>	<b>9.007</b>	<b>10.119</b>	<b>11.368</b>	<b>12.692</b>	<b>13.786</b>	<b>14.909</b>	<b>16.063</b>	<b>17.141</b>
Delež	10,0%	9,6%	9,2%	8,9%	8,9%	8,8%	8,7%	8,7%	8,6%
Rast nominalno		14,7%	12,3%	12,3%	11,7%	8,6%	8,1%	7,7%	6,7%

Vir: Lastni izračuni.

<b>Izkaz uspeha v mio SIT</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Rast prihodkov	18,9%	17,5%	16,5%	11,1%	10,1%	9,6%	8,2%	7,3%
<b>Prihodki</b>	<b>93.405</b>	<b>109.735</b>	<b>127.787</b>	<b>142.029</b>	<b>156.420</b>	<b>171.442</b>	<b>185.495</b>	<b>198.950</b>
Proizvajalni stroški in nabavna vrednost prodanih količin	44.996	52.527	60.745	67.063	73.440	79.862	86.272	92.431
KOSMATI DOBIČEK IZ PRODAJE	48.409	57.209	67.042	74.966	82.980	91.580	99.223	106.519
Amortizacija	5.995	6.707	7.388	7.759	8.128	8.278	8.819	9.361
<b>DOBIČEK IZ POSLOVANJA</b>	<b>12.157</b>	<b>14.677</b>	<b>17.582</b>	<b>20.070</b>	<b>22.604</b>	<b>25.497</b>	<b>27.822</b>	<b>30.044</b>
Prihodki iz financiranja	5.559	5.269	5.279	5.220	5.192	5.191	5.216	5.324
Odkodki iz financiranja	2.840	2.794	2.781	2.751	2.719	2.684	2.644	2.610
DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVANJA	14.876	17.152	20.081	22.539	25.077	28.004	30.394	32.758
<b>ČISTI DOBIČEK</b>	<b>12.066</b>	<b>13.964</b>	<b>16.211</b>	<b>17.903</b>	<b>19.840</b>	<b>22.063</b>	<b>23.996</b>	<b>25.818</b>

Opomba: Ker so navedene samo glavne postavke iz izkaza uspeha, posameznih vrednosti ni mogoče med seboj seštevati.

Vir: Lastni izračuni.

<b>Bilanca stanja v mio SIT</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>STALNA SREDSTVA</b>	<b>43.568</b>	<b>47.661</b>	<b>51.579</b>	<b>53.612</b>	<b>55.605</b>	<b>57.927</b>	<b>61.108</b>	<b>64.247</b>
Neopredmetena dolgoročna sredstva	1.442	1.242	1.042	842	642	642	642	642
Opredmetena osnovna sredstva	34.248	38.541	42.659	44.892	47.085	49.407	52.588	55.727
Dolgoročne finančne naložbe	4.316	4.316	4.316	4.316	4.316	4.316	4.316	4.316
<b>GIBLJIVA SREDSTVA</b>	<b>53.790</b>	<b>60.904</b>	<b>68.768</b>	<b>74.972</b>	<b>81.241</b>	<b>87.785</b>	<b>93.907</b>	<b>99.768</b>
Zaloge	15.394	18.086	21.061	23.408	25.780	28.256	30.572	32.790
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	23.095	27.133	31.596	35.118	38.676	42.391	45.865	49.192
Kratkoročne finančne naložbe	13.101	13.101	13.101	13.101	13.101	13.101	13.101	13.101
<b>SREDSTVA SKUPAJ</b>	<b>97.359</b>	<b>108.565</b>	<b>120.347</b>	<b>128.584</b>	<b>136.846</b>	<b>145.712</b>	<b>155.015</b>	<b>164.015</b>
<b>KAPITAL</b>	<b>72.457</b>	<b>79.873</b>	<b>87.401</b>	<b>91.874</b>	<b>96.206</b>	<b>100.889</b>	<b>106.031</b>	<b>110.836</b>
DOLGOROČNE REZERVACIJE	8.083	9.167	10.429	11.832	13.377	15.070	16.902	18.867
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI	131	131	131	131	131	131	131	131
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI	13.655	15.831	18.237	20.136	22.054	24.056	25.929	27.722
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>97.359</b>	<b>108.565</b>	<b>120.347</b>	<b>128.584</b>	<b>136.846</b>	<b>145.712</b>	<b>155.015</b>	<b>164.015</b>

Opomba: Ker so navedene samo glavne postavke iz bilance stanja, posameznih vrednosti ni mogoče med seboj seštevati.

Vir: Lastni izračuni.

Prodaja: Napoved prodaje je pri vrednotenju na podlagi diskontiranih denarnih tokov daleč najpomembnejša postavka iz izkaza uspeha. Nanjo je vezana velika večina postavk, tako iz izkaza uspeha, kot iz bilance stanja. Napovedi prodaje sem se lotil tako, da sem najprej razdelil prodajo Leka po geografskih območjih. Nato sem za vsako izmed teh območij na podlagi študije IMS Health-a (Oktober 2000) napovedal stopnje rasti. Omenjene napovedi so narejene za obdobje do leta 2004. Ker je logično, da se rast na teh trgih po letu 2004 ne bo morala povečevati s tako veliko stopnjo kot sedaj, sem za vsako nadaljnjo leto do leta 2009 postopoma zniževal stopnje rasti za eno do štiri odstotne točke, odvisno od države.

Za Lekovo najpomembnejšo regijo veljata srednja in vzhodna Evropa, kjer je najpomembnejši trg Poljska. Zanj sem predvidel letno realno stopnjo rasti 14,8%, ki sem jo povečal še za dodatnih 20% na račun prevzemnih aktivnosti. Leta 2009 letna rast znaša le še 4% letno. Najmanjšo rast sem v skladu z analizami IMS Health-a predvidel za Češko, ki sodi med

razvitejše države v regiji in ima kot takšna že sedaj nižje stopnje rasti. V povprečju znaša napovedana nominalna rast v letu 2002 za celotno regijo 24,4% in se do leta 2009 zniža na 6,8%.

Za Slovenijo, kot drugi najpomembnejši trg je pričakovana povprečna letna rast do leta 2004 13,4%. Glede na to, da Lek in Krka postopoma izgubljata svoj tržni delež na domačem trgu na račun uvoženih zdravil, tako velike stopnje rasti za Lek ni mogoče pričakovati. Zato sem kar precej zmanjšal stopnjo rasti, ki v mojih napovedih za leto 2002 znaša 10,4% in se zniža do leta 2009 na 5,7%.

Med državami iz skupnosti neodvisnih držav, je najpomembnejša Rusija, saj predstavlja 68% delež prodaje znotraj omenjene regije. Ker je v preteklosti prodaja Leka na ruskem trgu rasla hitreje od napovedi za Rusijo, sem tudi zdajšnje napovedi o letni rasti (6,7%) povečal za polovico. Na ravni celotne regije sem ocenil rast v letu 2002 na 16,12%, ki pa se do leta 2009 zniža na 8,40%. Rast je v zadnjem letu nekoliko večja od rasti predvidene za območje centralne in vzhodne Evrope, to pa zato, ker naj bi se države iz skupnosti neodvisnih držav razvijale nekoliko počasneje.

Za države jugovzhodne Evrope sem predvidel najmanjšo rast v Makedoniji, kjer naj bi do leta 2004 beležili le 0,1% realno rast. Za kasnejša leta pa sem predvidel dvig realne stopnje rasti na 5%. Na Hrvaškem, ki je najpomembnejši posamezni trg iz te regije, pa bodo v prvem letu prihodki rasli realno 9,36% letno. Zelo dobro rast pričakujem tudi v Romuniji, predvsem zaradi prevzema podjetja PharmaTech in izgradnje novih proizvodnih obratov.

Za območje Evropske unije, ZDA in ostalih razvitih držav, je najtežje predvideti stopnje rasti prodaje, predvsem zaradi velikega potenciala na trgih ZDA. Vprašanje je, koliko tega potenciala bo podjetje dejansko uspelo izkoristiti. Problem sem rešil tako, da sem ločil prodajo novih treh zdravil, ki se oz. se bodo prodajal v ZDA in prodajo zdravil v ostalih razvitih državah. Za Amoksiklav sem predvidel začetek prodaje v letu 2003 in začetnih 10 mio USD prodaje, za začetek prodaje Omeprazola pa sem vzel leto 2004 in začetno prodajo v višini 9 mio USD. Realna rast bo v prvih letih precej visoka, do konca napovedanega obdobja pa se izenači z rastjo prodaje za ostale razvite države, to je 6,7%. Za države iz tretjega sveta pa znaša napovedana realna rast v letu 2009 najmanj med vsemi regijami, to je 4%.

Stroški prodaje so v preteklih štirih letih predstavljali med 19,6% in 20,8% prihodkov iz prodaje. Ker bo podjetje v prihodnjih letih intenzivneje nastopilo na trgih ZDA, sem za napoved stroškov prodaje predpostavil najvišji delež od prihodkov iz prodaje, ki ga je podjetje imelo v zadnjih štirih letih, to je 20,8%.

Pri prihodkih iz financiranja je potrebno za leto 2002 povečati prihodke iz obresti, poleg realne obrestne mere, še za stopnjo inflacije. Novi SRS namreč predvidevajo, da se med prihodke in odhodke iz obresti ne šteje več le realni del obresti, pač pa celotne obresti. Za prihodke od deležev iz dobička drugih povezanih podjetij sem predpostavil rast v skladu z zahtevano stopnjo donosa, vključno z inflacijo. Za prihodke iz naslova tečajnih razlik pa sem predvidel postopno zmanjšanje do konca leta 2009 za 1 mrd SIT.

Podjetje Lek je imelo skozi vsa leta zaradi svoje strukture kapitala negativen revalorizacijski izid. Le-ta je se je upošteval kot odhodek iz financiranja. Zaradi novih SRS in ukinitve revalorizacije, se bodo na ta račun močno zmanjšali odhodki iz financiranja, kar bo povzročilo veliko rast dobička v letu 2002. Večji dobiček bo tako v veliki meri rezultat novih računovodskih standardov. Podjetje ima v svoji strukturi kapitala relativno majhen delež dolga, zato ne pričakujem večje rasti odhodkov za financiranje. Poleg tega se pričakuje za Slovenijo postopno zniževanje inflacije, kar bo pozitivno vplivalo na zniževanje odhodkov iz naslova tečajnih razlik. Odpis finančnih naložb je bil v preteklih letih zanemarljivo majhen, zato ga bom v napovedi povečeval zgolj z rastjo prodaje.

Lek ima v primerjavi z ostalimi konkurenti relativno visoke stroške razvoja. Ti so v skladu s strategijo podjetja, ki namerava v prihodnjih letih povečati svojo inovativnost in tako razširiti svojo proizvodnjo s kakovostnimi zdravili, z večjo dodano vrednostjo. V letu 2001 so stroški razvoja predstavljali 10,43% celotnih prihodkov od prodaje. Glede na to, da konkurenti dosegajo nižje stroške razvoja, se bo moral delež sredstev namenjenih razvoju zmanjšati. Podjetje samo namerava znižati stroške razvoja na največ 10% prihodkov od prodaje. V skladu s tem sem v napovedi postopoma zniževal stroške razvoja vse do konca napovedanega obdobja 2009, ko stroški razvoja predstavljajo le še 10% prihodkov od prodaje.

Neopredmetena dolgoročna sredstva so se v letu 2001 na račun prevzema romunskega podjetja PharmaTech močno povečala. 1,6 mrd SIT nepredmetnih dolgoročnih sredstev gre predvsem na račun dobrega imena. Le-ta se bodo v prihodnjih letih na račun amortizacije postopoma zniževala.

V zadnjih letih je imel Lek zelo visoko stopnjo amortizacije. Leta 1998 je le-ta znašala 26,09% opredmetenih osnovnih sredstev. Do leta 2001 se je stopnja znižala na 16,81%. Glede na primerljiva podjetja, je v prihodnje bolj smiselno pričakovati stopnjo amortizacije na višini iz leta 2001, torej 16,81%.

V prihodnje pričakujem, da se bo prodaja podjetja Lek povečevala. Povečevanje prihodkov iz prodaje bo v veliki meri na račun povečane prodaje, manj verjetno pa je, da bi se prihodki povečevali na račun višjih cen generičnih zdravil. Iz tega sledi, da bo moral Lek nenehno investirati v povečanje svojih kapacitet, bodisi doma bodisi v podjetjih v tujini. V primerjavi z letom 2000, so v letu 2001 povečali investicije<sup>24</sup> na 8,5 mrd SIT (leto prej le 4,5 mrd SIT). Tudi v prihodnjih letih sem predpostavil velik delež investicij. Od tega največ v letih 2003 in 2004, ko bo moralo podjetje povečati svoje kapacitete z investiranjem v osnovna sredstva, da bo lahko še naprej povečevalo prodajo. Ker sem v analizi predpostavil 2% rast za obdobje po letu 2009, sem v tem letu predvidel še en močnejši investicijski cikel, ki bi lahko zagotavljal nadaljnjo rast po letu 2009.

---

<sup>24</sup> Investicije določimo tako, da vrednosti, za katero so se v tekočem letu povečala opredmetena osnovna sredstva, prištejemo še vrednost amortizacije. (Po starih SRS bi morali odšteti še znesek revalorizacije opredmetenih osnovnih sredstev.)



V Leku so v zadnjih letih močno zmanjšali delež zalog glede na prihodke. V letu 2001 je ta delež znašal najmanj v zadnjih štirih letih, to je 14,35% prihodkov. V napovedi sem predvidel, da bo Lek sposoben ohranjati delež svojih zalog na ravni 16,48%, kar je enako povprečju stanja zalog glede na prihodke zadnjih treh let.

Kratkoročne terjatve so predstavljale v letu 2001 slabo petino vseh sredstev podjetja. Njihov delež v prihodkih pa se je v zadnjih treh letih gibal med 24,18% in 25,93%. Za napoved sem uporabil izračunano povprečje deležev kratkoročnih terjatev v prihodkih za zadnja tri leta.

Za postavko rezervacij, sem predvidel nadaljnjo rast rezervacij v skladu z rastjo prodaje. Za delež rezervacij v prihodkih sem uporabil povprečje iz zadnjih štirih let, kar znaša 2,52% prihodkov. Razlog za takšno odločitev je v tem, ker Lek-u kot proizvajalcu generičnih zdravil preti veliko tožb s strani proizvajalcev - originatorjev. To dejstvo je potrebno upoštevati še toliko bolj, ker bo v prihajajočih letih poteklo veliko število patentov za originalna zdravila in je moč pričakovati obrambne reakcije velikih podjetij v obliki najrazličnejših tožb napram proizvajalcem njihovih kopij. V premoženjski bilanci sem povečeval rezervacije za razliko med novonastalimi rezervacijami in odpisanimi rezervacijami.

Podjetje Lek je relativno malo zadolženo. Denarni tokovi so dovolj veliki, zato podjetju zagotavljajo uspešno poslovanje tudi brez potrebnega dodatnega zadolževanja. Velik del denarnega toka gre na račun zadržanih dobičkov, saj podjetje izplačuje le približno tretjino čistega dobička v obliki dividend. Zato v napovedi dolga nisem predvidel dodatnega kratkoročnega in dolgoročnega zadolževanja. Glede na trenutno strukturo kapitala, predstavlja podjetje Lek idealno prevzemno tarčo. Podjetje praktično ni zadolženo, velik delež denarja pa ima naloženega v kratkoročnih finančnih naložbah.