

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VREDNOTENJE SKUPINE KRKA

Ljubljana, december 2007

ŽAN RUPAR

I Z J A V A

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

V Ljubljani, dne 7.12. 2007

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	TEMELJI VREDNOTENJA PODJETIJ	2
2.1	Namen vrednotenja	2
2.2	Predmet vrednotenja.....	4
2.3	Dejavniki vrednotenja	5
2.4	Metode ocenjevanja.....	7
2.4.1	Na donosu zasnovan način vrednotenja	8
2.4.2	Vrednotenje s tržnimi primerjavami	9
2.4.3	Na sredstvih zasnovano vrednotenje	10
3	PREDNOSTI, SLABOSTI IN OMEJITVE POSAMEZNE IZBRANE METODE VREDNOTENJA	12
4	PREDSTAVITEV DRUŽBE IN ANALIZA POSLOVANJA	13
4.1	Panoga	13
4.1.1	Farmacevtska panoga v svetu.....	15
4.2	Analiza poslovanja	16
4.2.1	Analiza družbe.....	18
4.2.2	Finančna analiza.....	23
4.3	Gibanje delnice na borzi.....	27
4.4	Projekcije poslovanja družbe	28
5	OCENA VREDNOSTI DRUŽBE KRKA, D.D.	30
5.1	Vrednost družbe s pomočjo diskontiranega denarnega toka podjetja (DCF).....	30
5.2	Vrednost družbe s pomočjo tržno primerljivih podjetij	34
5.3	Izračun končne vrednosti	37
5.4	Analiza rezultatov	38
6	SKLEP.....	40
	LITERATURA.....	42
	VIRI	43
	PRILOGE	

1 UVOD

Farmacevtska panoga je v 80. letih doživela razcvet ter je bila vodilna dejavnost vse tja do začetka 90. let, ko je primat prevzela računalniška dejavnost ter z njo povezane sorodne panoge kot je internet, itd. Farmacevtska panoga kot taka je še danes ena izmed vodilnih in najbolj donosnih panog, s čimer je tudi močno poudarjena vloga notranje vrednosti delnice teh podjetij, ki delujejo v panogi, saj se številne investicijske družbe odločajo za prevzeme oziroma svoje naložbe znotraj panoge. Prav zaradi donosnosti panoge, le ta vpliva na stopnjo privlačnosti in s tem konkurenco, kar vpliva na neprestano spreminjanje položaja podjetij znotraj trga ter od družb zahteva visoko stopnjo investicij v razvoj in raziskave, ki lahko pomembno vplivajo na razvojni potencial družbe in s tem njeno prihodnjo vrednost.

V razvitejših državah z bolj razvitim tržnim gospodarstvom že vrsto let uporabljajo različne pristope za analize in ugotavljanje vrednosti posameznih družb. Predvsem pogosto so uporabljani številni multiplikatorji dobička, ki pa so pogostokrat napačno uporabljani oziroma razlagani, kar lahko hitro vpliva na domnevno precenjenost ali podcenjenost ocenjevanе družbe. Namen diplomskega dela je tako poudariti pomembnost pravilne uporabe oziroma razlage posameznih uporabljenih vhodnih podatkov ter s tem dobljenih rezultatov posameznih izbranih modelov vrednotenja. Vseeno pa se je potrebno zavedati, da lahko različne ocene oziroma izbrani model vrednosti, odstopajo od tržne vrednosti delnice, prav tako pa se razlikujejo ocene med posameznimi modeli.

Cilj diplomskega dela je prikazati uporabo posameznih metod vrednotenja družbe Krka, d.d., na dan 31.12.2005, s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov in primerljivih podjetij s kapitalskega trga. Diplomsko delo predstavlja poslovanje farmacevtske panoge in farmacevtskih družb, kar je prikazano na najuspešnejši slovenski farmacevtski družbi Krka, d.d. Namen diplomskega dela je predvsem osvetliti pravo vrednost družbe in ugotoviti, ali se vrednost družbe na trgu odraža v njeni pravi vrednosti, ki je izračunana s pomočjo že omenjenih metod. Končni rezultat diplomskega dela je tako vrednost družbe Krka, d.d., na dan 31.12.2005 in odraz njene vrednosti na kapitalskih trgih, kar je podkrepljeno s teoretičnimi spoznanji ter dosežki v praksi.

V prvem delu diplomskega dela so obrazloženi temelji vrednotenja podjetij. Največji poudarek v tem delu je predstaviti namen in predmet vrednotenja ter glavne dejavnike, ki vplivajo na vrednotenje. V tej točki so predstavljeni tudi najpogostejše uporabljeni načini vrednotenja podjetij, ki jih priznavajo mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti.

Temu poglavju sledijo prednosti, slabosti in omejitve posamezne izbrane metode za oceno vrednosti družbe Krka, d.d., na dan 31.12.2005, s čimer je predvsem predstavljena primernost in uporabnost uporabe posamezne metode.

V četrtem delu je predstavljeno poslovanje družbe Krka, d.d., kjer bo največ pozornosti namenjene analizi poslovanja družbe, ki je osnova za nadaljnje projekcije in podlaga za oceno vrednosti družbe. Prav projekcije temeljnih računovodskih izkazov, predvsem izkaza poslovnega izida, so osnova za izračun prihodnjih denarnih tokov. Poudarek v tem delu je tudi na tem, kako napovedovati izkaze in prikazano preteklo gibanje vrednosti družbe oziroma gibanje delnice na borzi in napovedi analitikov o njeni prihodnji vrednosti.

V zadnjem delu, petem poglavju diplomskega dela, je prikazan izračun vrednosti družbe s pomočjo metode diskontiranih denarnih tokov, ki je tudi najbolj primerna in splošno uporabljana metoda v praksi. Druga metoda, ki je uporabljena za izračun, pa je metoda tržno primerljivih podjetij. Ta metoda se sicer v praksi tudi pogosto uporablja, vendar pa je zaradi neprimerljivosti med posameznimi podjetji včasih nekoliko manj zanesljiva. Na koncu je povzeta končna vrednost družbe, ki je izpeljana iz obeh metod ocenjevanja.

2 TEMELJI VREDNOTENJA PODJETIJ

2.1 Namen vrednotenja

Predno se odločimo vrednotiti neko podjetje je potrebno določiti namen vrednotenja podjetja. Po Prattu (1993, str. 38) se navadno vrednotenje vrši v situacijah kot so nakup/prodaja podjetja, zavarovanje premoženja, najem kreditov, pridobitev novega vira financiranja podjetja, izdaja delnic, prevzem ali pripojitve, vstop/izstop partnerjev, izdaja delnic, izračun davka na premoženje, izračun davka na darila, spor med partnerji, oddaja podjetja v najem, zavarovanje kredita, stroškovne študije, poravnava škode, vstop delnic na borzo, likvidacija, stečaj, revizija, privatizacija, dokapitalizacija, skupna vlaganja itd.

Namen ocenjevanja vrednosti določa tudi, kateri standard vrednosti bomo uporabili za vrednotenje. Ocenjevanje vrednosti se lahko uporablja za različne namene, kot so na primer (Praznik, 2004, str. 29):

- ocena stvarnih vložkov; kot standard vrednosti uporabimo tržno vrednost¹;
- določanje osnov za menjalna razmerja; kot standard vrednosti bomo uporabili pošteno vrednost;
- izstop družbenika; kot standard vrednosti uporabimo tržno vrednost;
- kupoprodajo podjetja; kot standard vrednosti uporabimo bodisi investitorjevo vrednost bodisi vrednost za naložbenika²;
- statusna preoblikovanja; kot standard vrednosti uporabimo tržno vrednost včasih pa tudi pošteno vrednost, če je potrebno zaščititi manjšinskega delničarja/družbenika;
- računovodsko poročanje; kot standard vrednosti uporabimo netržne vrednosti, na primer vrednost pri uporabi ali pošteno vrednost³ za računovodsko poročanje;
- likvidacije in stečaje; kot standard vrednosti bomo uporabili tržno vrednost ob predpostavki prisilne ali prostovoljne likvidacije;
- notranje poslovodske odkupe (MBO – Management Buy Out); kot standard vrednosti uporabimo tržno vrednost, včasih lahko tudi pošteno vrednost, če je treba zaščititi manjšinskega delničarja/družbenika.

Namen vrednotenja predstavlja temeljno izhodišče vsem elementom vrednotenja podjetja ter posledično določa vse ostale elemente vrednotenja kot so opredelitev vrste vrednosti, metodologije in faktorjev vrednotenja. Zaradi navedenega mora biti namen jasno izražen in mora vsebovati vse elemente, ki vplivajo na vrednotenje.

V tem diplomskem delu je vrednotenje obravnavano v smislu ugotovitve notranje oziroma prave vrednosti podjetja in njene primerjave s tržno vrednostjo družbe.

¹ Je ocenjen znesek, po katerem bi si na dan ocenjevanja po ustreznem postopku trženja izmenjala premoženje voljan in dobro obveščen kupec ter voljan in dobro obveščen prodajalec, ki delujeta medsebojno neodvisna, razumno in brez prisile.

² Je vrednost za posameznega naložbenika, ki temelji na individualnih zahtevah in pričakovanjih.

³ Se kot standard vrednosti uporablja predvsem pri ocenjevanju vrednosti podjetij v Združenih državah Amerike in sicer pri sodnih sporih med delničarji, ko obvladujoči lastnik z nameravano transakcijo ali drugim dejanjem oškoduje manjšinskega delničarja. Pri nas sledeči standard uporabljamo tudi po Zakonu o gospodarskih družbah in sicer pri statusnih preoblikovanjih družb, kjer zakon ščiti manjšinske delničarje.

Elementi, katere mora opredelitev namena obsegati, so naslednji (Škof, 1994, str. 10):

- vrsta transakcije; gre za navedbo vrste transakcije z navedbo morebitnih specifičnosti (npr. najem posojila za osnovna sredstva);
- predmet transakcije; vsaka transakcija se nanaša na točno določen predmet, ki ga je potrebno opredeliti. Če gre za prodajo podjetja, je potrebno natančno določiti, kaj gre v prodajo (npr. 20% navadnih delnic ali npr. vsa strojna oprema); če se del premoženja zavaruje, je potrebno opredeliti to premoženje itd. Pri prodajah in podobnih transakcijah s podjetjem je izredno pomembno tudi, ali gre za večinski ali manjšinski delež ter ali gre za delujoče podjetje ali mirujoče. Vsekakor je potrebno opredeliti obseg in kvaliteto predmeta vrednotenja.
- subjekt transakcije; vrednotenje bo potekalo različno na primer, ko gre za prodajo delnic na finančnem trgu vnaprej anonimnemu finančnemu investitorju ali pa v primeru, ko gre za strateškega investitorja z vnaprej opredeljenimi interesi. Sledeče je pomembno zaradi izbire standarda vrednosti ter metode ocenjevanja, ki vpliva na končni rezultat vrednotenja. Subjekt transakcije je zato z vidika namena vrednotenja element, ki ga ne smemo izpustiti. Pomembno je zlasti, da subjekte transakcije opredelimo z vidika njihovih interesov – npr. finančni, strateški investitor, agent za prodajo rabljene opreme ali nepremičnin, banka, broker itd;
- način izvedbe transakcije; naročnik vrednotenja, torej tisti, ki potrebuje vrednotenje za izpeljavo določene transakcije, si ponavadi zamisli tudi celoten potek transakcije. Ko gre na primer za združitev dveh podjetij, je izvedba transakcije in uporaba vrednotenja pri tem lahko sila različna. Lahko se naročnik odloči, da bo s pomočjo investitorjeve vrednosti nasprotnemu partnerju v pogajanjih dokazoval potencialne vrednosti podjetja; lahko gresta obe strani v dogovor, da najameta ocenjevalca, ki mu oba zaupata in bosta oba sprejela njegovo vrednost; možno je, da bo naročnik na primer želel imeti nepristransko ocenitev vrednosti samostojnega poslujočega podjetja in se bo na tej podlagi pogajal za vrednost, ki bo na primer višja od tako ocenjene. Torej je že vnaprej zaželeno poznati konkretne motive za način uporabe vrednotenja, kajti le tako je možno, da se ocenjevalec v celoti prilagodi potrebam naročnika pri izvedbi transakcije. Idej o tem, kako oziroma na kakšen način transakcijo izpeljati, pa je lahko vsaj toliko kot je tistih, ki o tem razmišljajo.

2.2 Predmet vrednotenja

Predmet vrednotenja je stvar oziroma dobrina, ki se nato vrednoti skladno z namenom vrednotenja. V diplomskem delu je predmet vrednotenja družba Krka, d.d., vendar pa pri opredelitvi predmeta vrednotenja ni dovolj le navesti, da je to podjetje, ampak je potrebno posebej navesti, katere pravice v zvezi s podjetjem se vrednotijo.

Pri opredelitvi predmeta vrednotenja je torej potrebno opredeliti vrsto in obseg pravic, ki so predmet transakcije in ne sredstva, na katera se posamezne pravice nanašajo.

Prva skupina predmetov se nanaša na podjetje kot celoto, kot pravno osebo. Načeloma gre za najrazličnejše pravice, ki jih imajo nosilci teh pravic do podjetja kot pravne osebe. V grobem lahko razdelimo pravice do podjetja kot celote na tiste, ki izhajajo iz:

- lastniških naložb v podjetje;
- dolgoročnih in kratkoročnih dolžniških naložb v podjetje.

Pravice iz naslova lastniških naložb v podjetje delimo nadalje na tiste, ki izvirajo iz navadnih delnic, prednostnih delnic in odnosa med družbeniki, ki izhajajo iz pogodbe med družbeniki. Pravice iz dolgoročnih dolžniških naložb v podjetje pa so navadno instrumentalizirane v obliki različnih obveznic in v obliki dolgoročnih posojil.

Druga skupina predmetov vrednotenja pa izhaja iz dejstva, da je podjetje kot pravna oseba lahko nosilec različnih vrst premoženja in obveznosti, kar je pravzaprav predpogoj oziroma sredstvo za opravljanje dejavnosti. Zato so tudi posamezna sredstva iz premoženja oziroma pravice do teh sredstev, katerih nosilec je podjetje, predmet vrednotenja. Gre za sredstva kot so nepremičnine, oprema, zaloge, goodwill, terjatve, posojila, vrednostni papirji itd.

Poleg delitve predmeta vrednotenja podjetij na podjetje in na sredstva podjetja, je z vidika vpliva predmeta vrednotenja pomembna tudi delitev na investicijske in neinvesticijske dobrine ter na tržne in netržne dobrine. Ti dve delitvi vrst dobrin oziroma premoženja sta pomembni predvsem zato, ker nakazujeta način pridobivanja koristi (Škof, 1994, str. 20).

2.3 Dejavniki vrednotenja

Glavni dejavniki vrednotenja, ki odločilno vplivajo na vrednost podjetja oziroma katerekoli finančne naložbe so (Pratt, 1993, str. 40):

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

Pričakovani denarni donosi lastnikom največkrat izhajajo iz računovodske definicije dobička, kjer je dobiček podjetja enak razliki med prihodki in odhodki, če je ta razlika pozitivna. Dobiček je tako najpomembnejša kategorija, ki vpliva na vrednost podjetja, saj se iz dobička ustvarjajo donosi lastnikom. Višji kot je dobiček, višja bo vrednost podjetja.

Še boljši pokazatelj vrednosti družbe pa je čisti denarni tok za lastniški kapital⁴, ki ga opredelimo kot sledi (Praznik, 2004, str. 70):

čisti dobiček (po davku od dohodka pravnih oseb)

- + nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij)
 - naložbe v osnovna sredstva (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
 - + denar, pridobljen z dezinvestiranjem (v obsegu, ki je potreben za prilagoditev sredstev načrtovanemu obsegu aktivnosti)
 - vlaganja v obratni kapital (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
 - + denar iz novo najetih posojil (v obsegu, ki je potreben za uresničitev načrtovanega obsega aktivnosti)
 - odplačila anuitet iz najetih posojil
-
- = čisti denarni tok za lastniški kapital

Tukaj prav tako velja načelo, da višji denarni tok pomeni tudi višjo vrednost podjetja.

Druge kategorije, ki še vplivajo na pričakovane denarne donose lastnikom podjetja, so še dividende oziroma sposobnost izplačila dividend, ki so neposreden denarni tok lastnikom. Višina prihodkov vpliva na vrednost podjetja predvsem, kadar gre za storitveno podjetje in pa aktiva podjetja, ki je izrazitejša le pri podjetju, ki je v postopku likvidacije.

Poleg višine donosa je pomembna tudi **časovna razporeditev** denarnih donosov. Pri tem velja, da je koristnost danes potrošene denarne enote večja od koristnosti denarne enote potrošene v prihodnosti. Časovne preference denarja kaže faktor r , ki nam pove, za koliko mora biti denarni znesek na koncu časovnega obdobja relativno večji od denarnega obdobja

⁴ Čisti denarni tok je znesek, ki ga lahko razdelimo lastnikom ali z njim prosto razpolagamo, ne da bi ogrozili načrtovano dejavnost podjetja in načrtovani denarni tok v prihodnosti.

na začetku tega obdobja, da nam predstavlja enako vrednost. Krajše kot je obdobje, nižji je faktor r in obratno.

Zadnji dejavnik vrednosti podjetja pa je **tveganje**, ki odločilno vpliva na končno oceno vrednosti družbe. Večina vlagateljev ni naklonjena tveganju (angl. risk averse). To pomeni, da ob dani donosnosti preferirajo naložbe, ki niso tvegane, napram naložbam, ki so tvegane in katerih denarni tokovi oziroma donosnost je bolj tvegana. Donosnost investicije oziroma podjetja mora biti tem višja, čim večje je tveganje te investicije. Tveganje in zahtevana stopnja naložbe sta torej tesno povezana. V praksi poznamo več teoretičnih modelov izračuna zahtevane stopnje donosnosti, med katerimi so najbolj znani model vrednotenja dolgoročnih naložb CAPM (angl. Capital Assets Pricing Model), povprečno tehtanje stroška kapitala WACC (angl. Weighted Average Capital Cost), arbitražna teorija določanja cen APT (angl. Arbitrage Pricing Theory) in model stalne rasti dividend.

Na končno vrednost pa vplivajo še številni drugi dejavniki, ki so odvisni tudi od ocenjevalca vrednosti podjetja, izbire metode ocenjevanja, dejavnosti podjetja, velikosti družbe in mikroekonomskih ter zunanjih makroekonomskih dejavnikov družbe.

2.4 Metode ocenjevanja

Iz prejšnje točke je razvidno, da vrednost lastniškega kapitala podjetja opredeljujejo pričakovani čisti denarni tok za lastniški kapital oziroma donosi lastnikov podjetja, časovna razporeditev teh donosov in tveganje. Vrednost pa opredeljujejo še številni dejavniki in eden izmed pomembnejših dejavnikov je seveda izbor metode ocenjevanja.

Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (MSOV, 2007) ločijo tri osnovne pristope k vrednotenju le-teh. Splošno uporabljene metodologije ocenjevanja vrednosti podjetij so opredeljene sledeče:

- na donosu zasnovan način; znotraj tega načina obstajajo metoda diskontiranih prihodnjih donosov in metoda uglavničenja (kapitalizacije) normaliziranega donosa;
- način tržnih primerjav; znotraj tega načina obstajajo metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo (postopki uporabe različnih tržnih mnogokratnikov) in metoda primerljivih kupoprodaj podjetij (postopki uporabe različnih tržnih mnogokratnikov);
- na sredstvih zasnovan način; znotraj tega načina obstajata metoda čiste vrednosti sredstev (postopek ocenjevanja vrednosti ob predpostavki likvidacije podjetja ali ob predpostavki delujočega podjetja) in metoda presežnih donosov.

2.4.1 Na donosu zasnovan način vrednotenja

Na donosu zasnovan pristop k vrednotenju podjetij je najbližje splošno sprejeti teoriji vrednosti podjetja. Vrednost podjetja je tako enaka sedanji vrednosti vsote vseh prihodnjih pričakovanih donosov. Pri tem se prihodnji donosi diskontirajo z diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, povezano z ustvarjanjem donosov lastnikov podjetja, kar je bilo že opredeljeno v prejšnjih točkah.

Metoda diskontiranih prihodnjih donosov implicitno predpostavlja, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti vseh prihodnjih donosov lastnikov podjetja. Ta metoda zato zahteva napoved čistih zneskov pričakovanih donosov v določenih časovnih intervalih in diskontno mero, ki izraža strošek kapitala (zahtevana stopnja donosa). Ker se večina naložb v lastniški kapital podjetja obravnava kot da trajajo teoretično v neskončnost, je zato smiselno vsoti vseh prihodnjih donosov prišteti še donose, ki trajajo v neskončnost oziroma prišteti preostalo vrednost (angl. terminal ali residual value).

Sedanja vrednost se izračuna po sledeči formuli (Praznik, 2004, str. 82):

$$SV = \frac{NDT_1}{(1+r)} + \frac{NDT_2}{(1+r)^2} + \frac{NDT_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+r)^n} + \frac{NDT_n \times (1+g)}{(r-g)(1+r)^n} \quad (1)$$

pri čemer je:

- SV – sedanja vrednost
- $NDT_1 \dots NDT_n$ – čisti denarni tok, pričakovan v vsakem obdobju od 1 do n
- r – zahtevana stopnja donosa
- g – pričakovana dolgoročna konstantna stopnja rasti čistega denarnega toka

Metoda diskontiranih denarnih tokov daje možnost uporabe diskontiranja za lastniški kapital ali za celotni kapital, vključno z dolgom podjetja. Če ocenjujemo vrednost lastniškega kapitala podjetja, donos opredelimo tako, da le-ta vključuje le donose imetnikov lastniških vrednostnih papirjev podjetja, se pravi navadnih delnic.

Diskontna stopnja v tem primeru predstavlja oportunitetni strošek kapitala. Če pa se ocenjuje vrednost celotnega kapitala podjetja, pa mora napoved opredeljevati tudi tiste donose, ki so namenjeni vlagateljem podjetja in sicer imetnikom prednostnih delnic, obveznic, posojilodajalcem itd. V tem primeru pa diskontno stopnjo predstavlja tehtano povprečje stroškov kapitala (Praznik, 2004, str. 70).

Glede na naravo dejavnosti in pričakovanih prihodnjih donosov podjetja bo za vrednotenje družbe Krka, d.d., uporabljena metoda diskontiranih pričakovanih denarnih tokov. Prihodki in

dobiček po letih naraščajo, kar je pričakovati tudi v prihodnje, predvsem na račun donosov iz preteklih investicijskih vlaganj, zmanjševanja odplačil za posojila ter pričakovanih novih investicij v razvoj dejavnosti. S tega vidika je tako uporaba na donosih temelječega načina ocenjevanja, in sicer metode diskontiranih prihodnjih donosov, ustrezna.

2.4.2 Vrednotenje s tržnimi primerjavami

Za tržni način ocenjevanja vrednosti velja, da temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj, kot je ocenjevano, empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja (Lušnic, 2006, str. 42). Pristop, temelječ na tržnih primerjavah, je tako zasnovan na predpostavki, da dajejo nakupi oziroma prodaje (ocenjevanemu podjetju podobnih) podjetij zadovoljive informacije za vrednotenje podjetja (Pratt, 2000, str. 226).

Takšno vrednotenje se imenuje tudi relativno vrednotenje in je metoda določanja vrednosti podjetja na podlagi primerjave z vrednostmi, ki jih v danem trenutku dosegajo podobna podjetja. V ozadju te metode vrednotenja je predpostavka, da morajo biti zaradi učinkovitosti trgov podobna podjetja vrednotena podobno (Lavrenčič, 2006, str. 42).

V okviru tržnega načina se uporabljata dve metodi ocenjevanja vrednosti (Praznik, 2004, str. 85):

- metoda primerljivih podjetij uvrščenih na borzi ter
- metoda primerljivih kupoprodaj podjetij.

Najpomembnejši korak pri tej metodi je izbor vzorca primerljivih podjetij, ki kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Primerljiva podjetja so tista, ki imajo podobne značilnosti proizvodov in storitev, ki so podobne po velikosti, s podobno pričakovano rastjo poslovanja ter na katere vplivajo enaki ali podobni ekonomski, tehnološki in drugi dejavniki.

Pri metodah primerljivih podjetij uvrščenih na borzi in primerljivih kupoprodaj podjetij se ocenjuje vrednost podjetja tako, da se določi tržne mnogokratnike, s katerimi se pomnožijo izbrane finančne kategorije ocenjevanega podjetja. V primeru metode primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, temeljijo tržni mnogokratniki na borznih kotacijah teh podjetij, v primeru primerljivih kupoprodaj podjetij pa na cenah realiziranih pri nakupih manjšinskih ali večinskih deležev podjetij (Lušnic, 2006, str. 42).

Iz izbranega vzorca primerljivih podjetij se izračuna vrsta tržnih mnogokratnikov (multiplikatorjev), kot so cena delnice/čisti dobiček, cena delnice/neto denarni tok, cena delnice/dividenda itd. Kazalci se nato prenesejo na ustrezne finančne kategorije obravnavanega podjetja, rezultat pa je izhodišče za določitev tržne vrednosti podjetja.

Tržni način ocenjevanja vrednosti podjetij je vsebinsko zahteven in terja od ocenjevalca vrednosti dobro poznavanje teorije delovanja kapitalskih trgov. Problem je pravilno izbrati primerljive mnogokratnike, še posebej, če na trgu ni na razpolago dovolj podatkov o realiziranih cenah pri prodajah in nakupih manjšinskih ali večinskih deležev podjetij oziroma delnic. Je pa metoda primerna za zrela podjetja, ki so že uveljavljena ter dalj časa na trgu, da jih lahko primerjamo s podjetji v panogi. Multiplikatorji dobička so v praksi široko uporabljeni za vrednotenje družb, vendar pa imajo velik potencial, da so napačno uporabljeni. Ti multiplikatorji so končno določeni na enaki osnovi, ki določajo vrednost podjetja kot model diskontiranega denarnega toka, in sicer pričakovana rast, tveganje in potencial denarnega toka. Družbe z večjo stopnjo rasti, nižjim tveganjem in večjim razmerjem izplačila ter vse ostalo ostane nespremenjeno, se prodajajo po večjih multiplikatorjih dobička kot ostala podjetja. Razlike v osnovi vrednotenja obstajajo tudi med državami, časom in družbami, posledično pa so tudi multiplikatorji različni. Če ne uspemo zajeti vseh teh razlik v osnovi vrednotenja, potem lahko rezultati vodijo do napačnih zaključkov, ki bazirajo samo na direktnih primerjavah multiplikatorjev.

Družba Krka, d.d., se uvršča v dejavnost farmacije. Družbe, ki delujejo v okviru dejavnosti, morajo imeti dva pomembna kriterija, in sicer pretežni del prihodkov mora biti ustvarjen v regiji Centralne Vzhodne Evrope, proizvajati morajo generična zdravila, prav tako pa morajo biti uvrščene na borzo, saj v nasprotnem primeru ne moremo primerjati tržnih kazalcev. Glede na to, da na trgu obstajajo takšne primerljive družbe iz dejavnosti, ki jo ocenjevana družba opravlja, bo ta metoda tudi uporabljena za izračun vrednosti družbe.

2.4.3 Na sredstvih zasnovano vrednotenje

Metoda čiste vrednosti sredstev vrednoti lastniški kapital podjetja po stanju sredstev in obveznosti na točno določen dan, vrednost lastniškega kapitala podjetja pa je razlika med ocenjeno vrednostjo sredstev in ocenjeno vrednostjo obveznosti. Pri tem morajo biti sredstva ocenjena na podlagi tržnih cen, kar pomeni, da je potrebno prilagoditi knjigovodske vrednosti podjetja.

Prilagoditev vrednosti sredstev podjetja lahko temelji na predpostavki poslujočega podjetja (angl. going concern) ali likvidacije le-tega. Pri ocenjevanju posameznih postavk v bilanci se izhaja iz njihove najgospodarnejše uporabe. Pri ocenjevanju vrednosti sredstev obstajajo trije temeljni načini ocenjevanja: na donosu zasnovan način (angl. income approach)⁵, način tržnih

⁵ Predstavlja ekonomski donos, najpogosteje izražen v čistem dobičku pred obdavčitvijo sredstva v uporabi, ki se opredeli kot prihodek iz najema, zmanjšan za stroške, povezane z vzdrževanjem sredstva.

primerjav (angl. market approach)⁶, nabavnovrednostni način (stroškovni, angl. cost approach)⁷.

Običajno se metoda, zasnovana na sredstvih, uporablja za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev. Prav tako je lahko takšna uporaba pristopa zaradi statičnega pogleda na vrednost podjetja sporna. Uporaba pristopa na sredstvih je zato primernejša v primerih likvidacije podjetja, oziroma ko vrednost sredstev predstavlja približek za sedanjo vrednost njegovih donosov (Praznik, 2004, str. 95-99). Največji problem te metode je njena statičnost, ki pri vrednotenju poslujočega podjetja, katerega vrednost opredeljujejo prihodnji donosi, ne upošteva uspešnosti poslovanja v preteklosti.

Zaradi navedenega razloga statičnosti v diplomskem delu ni uporabljena metoda neto vrednosti sredstev ali likvidacijske vrednosti, saj je moč pričakovati višjo vrednost z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov, prav tako pa ni namen likvidacije družbe Krka, d.d., oziroma prenehanje opravljanja dejavnosti v prihodnosti.

Iz navedenega v tem poglavju sledi, da sta za vrednotenje družbe Krka, d.d., najbolj primerni metodi na donosu zasnovan način, saj je najbližje splošno sprejeti teoriji vrednosti podjetja ter metoda relativnega vrednotenja oziroma vrednotenje s tržnimi primerjavami. Splošna teorija predvideva, da je namen podjetja poslovanje v neskončnost ter v prihodnosti zagotavljanje pozitivnih prostih denarnih tokov lastnikom podjetja. Metoda tržnih primerjav je primerna, saj na trgu obstajajo primerljiva podjetja. Na sredstvih temelječ način pa ni primeren zaradi statičnega pogleda na vrednost ter doseganja višje vrednosti družbe z vidika v prihodnosti ustvarjenih denarnih donosov lastnikom podjetja. V nadaljevanju je zato narejena analiza uporabnosti posameznih izbranih metod ter prednosti in slabosti.

⁶ Ocenjevalci običajno primerjajo prodaje podobnih sredstev v času, ki je čim bližji datumu ocenjevanja in na območju z značilnostmi kraja ocenjevanega sredstva.

⁷ Najpogosteje se uporablja metoda za amortizacijo zmanjšane reprodukcijske vrednosti, katera izhaja iz ocene nabavne vrednosti sredstva, ki ga vrednotimo, z natančno enakim novim. Tako dobljena vrednost se najprej zmanjša za funkcionalno zastaranje in se dobi nabavna vrednost za nadomestitev objekta s funkcionalno ustreznim novim.

3 PREDNOSTI, SLABOSTI IN OMEJITVE POSAMEZNE IZBRANE METODE VREDNOTENJA

Na splošno oba izbrana pristopa vrednotenja, diskontirani denarni tok in relativno vrednotenje, dajeta različno oceno vrednosti za enako podjetje. Dalje pa se lahko z uporabo relativnega vrednotenja, z uporabo različnih kazalcev, dobi drugačno vrednost družbe, odvisno seveda od tega, kateri multiplikator vrednotenja se uporabi.

Do razlike v vrednosti podjetja pri vrednotenju z diskontiranim denarnim tokom družbe in relativnim vrednotenjem pride zaradi različnega pogleda na učinkovitost trga oziroma še bolj zaradi tržne neučinkovitosti. Pri diskontiranem denarnem toku se predvideva, da ima trg določene nepravilnosti, ki se čez določeno obdobje odpravijo. Le-te so največkrat prisotne pri celotni panogi oziroma kar celotnemu trgu. Pri relativnem vrednotenju pa se predvidi, da trg naredi napake pri vrednotenju posamezne delnice, vendar se pri povprečju vseh delnic odpravijo. Z drugimi besedami, če se primerja vrednost Krke relativno na ostala generična farmacevtska podjetja, potem je treba predvideti, da je trg v povprečju ocenil ta podjetja pravilno, kljub temu da so bile storjene posamezne napake pri vrednotenju posameznega podjetja. Potemtakem sledi, da je lahko delnica družbe precenjena pri metodi diskontiranega denarnega toka, med tem ko je pri relativnem vrednotenju podcenjena, če so družbe, ki so bile uporabljene pri relativnem vrednotenju precenjene s strani trga. Ravno obratno se zgodi, če je celotna panoga ali trg podcenjen (Damodaran, 2002, str. 466).

Prednosti relativnega vrednotenja so, da upošteva trg kot najboljšega in nevtralnega arbitra. Relativno vrednotenje je možno izvesti dosti hitreje in z mnogo manj predpostavkami v primerjavi z metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF – Discounted Cash Flow).

Relativno vrednotenje je v praksi v primerjavi z metodo diskontiranega denarnega toka tudi lažje razumljivo in odraža trenutno razpoloženje na trgu. Še posebej pa je primerno za ocenjevanje manjšinskega deleža podjetja, kajti cena na borzi odraža, koliko so vlagatelji na trgu pripravljeni plačati za podobno portfeljsko naložbo. Razlogi za široko uporabo relativnega vrednotenja se nahajajo v dejstvu, da je za vrednotenje na podlagi kazalcev potrebno veliko manj predpostavk in ocen kot pri metodi diskontiranega denarnega toka. Prav tako je relativno vrednotenje veliko hitrejše, uporaba kazalcev bolj razumljiva in dostopna uporabnikom. Vrednotenje s pomočjo kazalnikov veliko bolje odraža tudi trenutno stanje trga, saj se ne meri le notranja vrednost, ampak tudi relativna vrednost.

Glede na to, da relativno vrednotenje odraža trenutno razpoloženje trga nasproti metodi diskontiranega denarnega toka, je možno, da precenjuje vrednost podjetja, ko so primerljiva podjetja na trgu precenjena, in podcenjuje vrednost podjetja, ko so primerljiva podjetja na trgu podcenjena. Relativno vrednotenje je zaradi nepreglednosti v model vgrajenih

predpostavk lahko še posebej podvrženo manipuliranju, prav tako pa je težko najti resnično primerljiva podjetja. Različni računovodski standardi in različna davčna zakonodaja med posameznimi državami še dodatno otežujejo primerljivost posameznih družb (Lavrenčič, 2006, str. 43). Glavne slabosti te metode pa so vsekakor preprostost uporabe kazalcev ter oblikovanje skupine primerljivih podjetij, kar lahko rezultira v nekosistentnih ocenah vrednosti, kjer so ključni parametri diskontiranega denarnega toka, kot so tveganje, rast ali denarni tok, popolnoma spregledani.

Glavna dejavnika, ki vplivata na izračunane multiplikatorje relativnega vrednotenja, sta števec in imenovalec izračuna, zato je še posebej pomembna njuna doslednost. Če so v števcu uporabljeni podatki, ki se nanašajo na delnico, potem morajo biti tudi v imenovalcu podatki, ki se nanašajo na delnico. Konsistentnost je tako potrebno zagotoviti tako, da se uporabljajo istovrstni podatki v izračunih. Ko zagotovimo ustreznost kazalcev, pa najtežji del predstavlja primerljivost podjetij. Ne glede na izbiro, nikoli ne bomo našli popolnoma enakih podjetij in bodo vedno obstajale razlike med njimi. Problem primerljivosti pa je še večji, če gre za majhne države, saj je potrebno v tem primeru podjetja primerjati s pomočjo tujih podjetij, kjer pa se pojavijo problemi zaradi drugačnih računovodskih standardov.

V grobem obstajajo vsaj štiri prednosti uporabe diskontiranega denarnega toka napram ostalim metodam. Model vrednoti posamezne komponente podjetja, ki prispevajo k vrednosti podjetja in ne le kapital. S pomočjo modela je zelo lahko ugotoviti, kdaj se bo moralo podjetje dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice. Prav tako je uporaben skladno na različnih nivojih agregacije na primer podjetje kot celota ali posamezna poslovna enota. Izračun je matematično dovolj prilagojen, da pomaga rešiti kompleksnost skoraj vsake situacije, poleg tega pa je razmeroma lahko uporaben z uporabo določenih programov za osebne računalnike (Copeland, 2000, str. 133).

4 PREDSTAVITEV DRUŽBE IN ANALIZA POSLOVANJA

4.1 Panoga

Farmacevtska industrija je panoga, katere glavne naloge so odkrivanje, hitro in varno razvijanje novih zdravilnih učinkovin ter proizvodnja in trženje novih in učinkovitih zdravil. Pri tem pa se velika pozornost posveča varnosti in učinkovitosti zdravil, saj le-te ne smejo ogrožati uporabnikovega zdravja. Najmočnejša farmacevtska podjetja, ki so gonilna sila panoge, se močno razlikujejo od majhnih podjetij, ki so lahko le sledilci, kar je povezano z obsegom sredstev ter znanj, ki omogočajo razvoj novega zdravila in s tem povezane

uspešnosti podjetja. Razvrstitev podjetij je torej odvisna od razvrstitve zdravil, ki se delijo glede na originalnost:

- originalna zdravila – predstavljajo popolno novost v zdravljenju bolezni v določeni terapevtski skupini. Popolnoma nova zdravilna učinkovina zahteva dolgo obdobje razvoja in zelo visoke stroške;
- generična zdravila – so proizvodi, ki jih lahko proizvaja podjetje po preteku patentne zaščite. Razvoja in raziskovanj praktično ni, zato so zdravila stroškovno manj zahtevna.

Originatorji so podjetja, ki sama razvijajo nova zdravila, kar pa zahteva ogromne vloške v raziskave in razvoj. Ocenjuje se, da je potrebno za razvoj novega zdravila 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. Le-ta omogoča podjetjem ekskluzivno pravico do trženja 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).

Generiki pa so podjetja, ki proizvajajo zdravila, katerim je že potekla patentna zaščita. To pomeni, da proizvajajo kopije originalnih zdravil, ki pa vsebujejo podobne učinkovine kot izvirna 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 izvirnikov. Iz tega izhaja, da so generična zdravila ravno tako učinkovita, a bistveno cenejša v primerjavi z izvirnimi zdravili, tudi do 60 %. Med generično farmacevtsko podjetje sodi tudi v diplomskem delu ocenjevano podjetje Krka, d.d. (Kranjec, 1999, str. 7).

Farmacevtska panoga sodi iz razvojno-raziskovalnega vidika med kapitalno intenzivne panoge. Prav vlaganje v razvojno-raziskovalno dejavnost je pripeljalo farmacevtsko panogo do zelo pomembnega položaja v vsaki družbi. Kompletan proces načrtovanja novega zdravila je strokovno in finančno zelo zahteven. Dejansko lahko stroške novih zdravil krijejo le največja farmacevtska podjetja. Stroški razvoja predstavljajo v podjetjih okoli 15 % vrednosti prodaje.

4.1.1 Farmacevtska panoga v svetu

V letu 2006 je svetovna prodaja prvič presegla znesek 600 milijard USD in to navkljub dejstvu, da se je rast prodaje nekoliko upočasnila na najpomembnejših trgih Evrope in Severne Amerike. V letu 2006 je prodaja zdravil in ostalih medicinskih pripomočkov torej porasla za 7 % (znašala je 602 milijard USD). Največja prodaja je značilna za Severno Ameriko, kjer je v letu 2006 le ta znašala 252 milijarde USD in je zrasla za 5,7 %. Razvijajoči se trgi kot so trgi Kitajske, Rusije, Južne Koreje in Mehike so v letu 2006 dosegli zelo visoko 81-odstotno rast prodaje farmacevtskih izdelkov.

Samooskrba z zdravili in dobičkonosnost panoge sta osnova razloga, ki lahko razložita veliko število farmacevtskih podjetij po vsem svetu. Tako farmacevtski trg sestavlja približno 10.000 podjetij, od tega pa jih manj kot 100 ustvarja 80 % vsega svetovnega prometa. Največji delež svetovne farmacevtske panoge nosijo velika multinacionalna podjetja, ki so prisotna skoraj na vseh svetovnih tržiščih.

V spodnji tabeli je prikazanih 10 največjih farmacevtskih podjetij v letu 2004 in so razvrščeni po velikosti prodaje:

Tabela 1: Prikaz 10 največjih farmacevtskih podjetij v letu 2004 razvrščenih po velikosti prodaje

Podjetje	Prodaja (USD milijoni)	Stroški R&R (USD milijoni)
1. Pfizer	50.516	7.614
2. Johnson & Johnson	47.348	5.203
3. GlaxoSmithKline	37.318	5.204
4. Sanofi-Aventis	31.615	4.927
5. Novartis	28.247	4.207
6. Hoffman-La Roche	25.163	4.098
7. Merck	22.939	4.010
8. AstraZeneca	21.427	3.803
9. Abbott Laboratories	19.680	1.697
10. Bristol-Myers Squibb	19.380	2.500

Vir: Wikipedija, prosta enciklopedija, 2007.

V zadnjih letih je moč opaziti trend povezovanj in sodelovanj s ciljem dosege uspešnejšega poslovanja in kakovostnejšega dolgoročnega razvoja. Najpomembnejše združitve so se zgodile leta 2000 na vodilnih svetovnih farmacevtskih trgih ZDA in Velike Britanije, ko je prišlo do združitve med vodilnima angleškima farmacevtskima družbama Glaxo Wellcome in SmithKline Beecham v novo farmacevtsko družbo GlaxoSmithKline. V ZDA pa sta se

združili dve večji ameriški farmacevtski družbi Pfizer in Warner Lambert v novo družbo z imenom Pfizer.

Bistveni vzroki za začetek izvajanja številnih strateških povezav v svetovni farmacevtski panogi so predvsem:

- naraščajoči stroški razvoja novih zdravil;
- potrebni vložki za izvedbo globalnih marketinških aktivnosti;
- naraščajoči institucionalni pritiski v smeri vse večjega nadzora nad cenami zdravil;
- naraščajoča moč generične konkurence.

Poleg vodilnih farmacevtskih regij lahko opredelimo tudi vodilne farmacevtske trge, kjer lahko svetovni farmacevtski trg razdelimo na pet značilnih prodajnih regij:

- Severna Amerika (ZDA in Kanada)
- Latinska Amerika (srednja in južna Amerika)
- Evropa
- Afrika, Azija in Avstralija
- Ostalo (države bivšega vzhodnega bloka)

V preteklih desetletjih so se farmacevtski velikani osredotočali zlasti na visoko dobičkonosen ameriški in zahodnoevropski trg, medtem ko s strani vlad nadzorovani trgi v vzhodni Evropi, Aziji in drugod niso bili deležni večje pozornosti. Zaradi zdravstvenih reform na najpomembnejših farmacevtskih trgih in s tem povezanim padcem stopnje dobička, pa je poraslo zanimanje tudi za ostale zanimive trge, kot so Kitajska (velika populacija), Južna Afrika in Vietnam (privabljata tuji kapital), Indija (vlada zmanjšuje kontrolo), Vzhodna Evropa (padec političnih in ekonomskih ovir), Japonska (povezovanje z japonskimi podjetji) itd.

4.2 Analiza poslovanja

V prvih 50. letih svojega razvoja je družba Krka, d.d., prešla iz majhnega farmacevtskega laboratorija, ustanovljenega 23. aprila 1954 v Novem mestu, do mednarodnega podjetja z najsodobnejšimi tovarnami in raziskovalnimi laboratoriji.

V teh letih je Krka zrasla v globalno družbo, ki zaposluje več kot 5.800 ljudi, prodaja na več kot 70 svetovnih trgih in proizvaja v lastnih tovarnah v Sloveniji, na Poljskem, v Rusiji in na Hrvaškem.

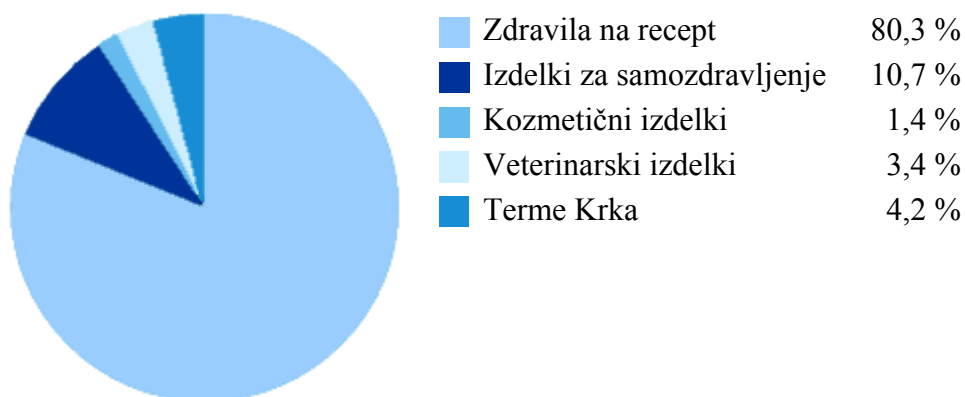
Osnovna naloga Krke je omogočati ljudem zdravo in kakovostno življenje. Uresničujejo jo z bogato paleto izdelkov in storitev, z zdravili na recept, z izdelki za samozdravljenje, s kozmetičnimi in veterinarskimi izdelki ter zdraviliškimi storitvami, z vlaganjem v ljudi in okolje, s sponzorstvom in donatorstvom.

Krka tako utrjuje položaj enega vodilnih farmacevtskih generičnih podjetij na evropskem trgu, kar dosegajo s samostojno s krepitvijo dolgoročnih poslovnih povezav in partnerskih odnosov na področju razvoja, oskrbe z izdelki in trženja.

Temelj predstavlja farmacevtsko-kemijska dejavnost, ki zajema večino poslovanja. Sem sodijo poleg zdravil na recept, izdelkov za samozdravljenje in veterinarskih izdelkov še kozmetični izdelki. Dopolnilno področje delovanja pa so zdraviliško-turistične storitve.

Prodaja skupine Krka po skupinah izdelkov so:

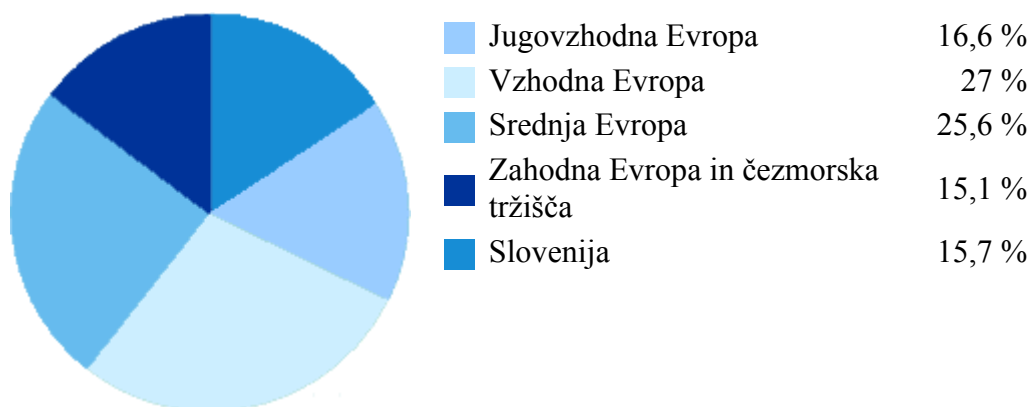
Slika 1: Prikaz prodaje skupine Krka po skupinah izdelkov



Vir: Krka, d.d., spletna stran, 2007.

S svojimi izdelki so prisotni na različnih koncih sveta. V okviru strategije poslovanja so si zastavili cilj uravnotežene prodaje na petih različnih območjih: Slovenija, Jugovzhodna Evropa, Vzhodna Evropa, Srednja Evropa ter Zahodna Evropa in čezmorska tržišča.

Slika 2: Prikaz prodaje skupine Krka po območjih



Vir: Krka, d.d., spletna stran, 2007.

V Krki intenzivno razvijajo generične farmacevtske izdelke z dodano vrednostjo, ki so plod lastnega znanja. Vsa zdravila so visokokakovostna, učinkovita in varna. Svoje izdelke pa tržijo pod lastnimi blagovnimi znamkami.

Analiza družbe

Sestava celotnega kapitala družbe

Knjigovodska vrednost celotnega kapitala družbe je znašala na dan 31.12.2005 kot sledi:

Tabela 2: Prikaz knjigovodske vrednosti kapitala na dan 31.12.2005

<i>Postavka</i>	<i>v 000 SIT</i>	
	<i>Vrednost</i>	<i>Odstotek</i>
a) Lastniški kapital	125.045.773	87,2
Vpoklicani kapital	14.170.448	
Kapitalske rezerve	2.598.736	
Rezerve iz dobička	64.542.300	
Preneseni čisti poslovni izid	5.974.464	
Čisti poslovni izid leta	14.280.823	
Prevrednotovalni popravki kapitala	23.479.002	
b) Dolžniški kapital	18.360.074	12,8
Dolgoročne finančne obveznosti	9.973.126	
Kratkoročne finančne obveznosti	8.386.948	
Celotni kapital	143.405.847	100,00

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005.

Osnovni kapital družbe znaša 14.170.448 tisoč SIT in je razdeljen na 3.542.612 navadnih imenskih delnic z nominalno vrednostjo 4.000 SIT in niso razdeljene v razrede. Knjigovodska vrednost delnice je na dan 31.12.2005 znašala 35.298 SIT. Delnice kotirajo tudi na borzi, na dan 31.12.2005 pa je delnica Krke znašala 102.342 SIT.

Družba 87,2 % svojih aktivnosti financira z lastnimi viri sredstev, 12,8 % virov pa pridobi pri zunanjih financerjih.

Lastništvo

V spodnji tabeli prikazujemo lastniško strukturo družbe Krka, d.d., na dan 31.12.2005 ter deleže v kapitalu (v %):

Tabela 3: Prikaz lastniške strukture na dan 31.12.2005

Lastnik	Število delnic	Delež v %
Slovenska odškodninska družba, d.d.	513.963	14,51
Kapitalska družba, d.d.	343.710	9,70
NFD1 Delniški investicijski sklad, d.d.	132.703	3,75
VS Triglav steber 1	61.089	1,72
Bank Austria Creditanstalt AG	49.057	1,38
KD Galileo, vzajemni sklad	49.006	1,38
New York Fund INC	46.000	1,30
Zavarovalnica Triglav, d.d.	38.830	1,10
Luka Koper, d.d.	34.670	0,98
Mariborske lekarne Maribor	30.000	0,85
Krka, d.d. lastne delnice	162.662	4,59
Ostali delničarji	2.080.922	58,74
Skupaj	3.542.612	100,0

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005.

Konec leta 2005 je imela Krka, d.d., 53.635 delničarjev. Lastništvo družbe se je v tem letu nekoliko skoncentriralo. Razprševanje iz predhodnih let se je ustavilo. Delež mednarodnih vlagateljev se je povečal na 6,2 %. Večinoma na račun zmanjšanja lastniškega deleža slovenskih investicijskih družb in skladov, katerih lastniški delež je konec leta znašal 15,2 %. Lastniški delež slovenskih državnih družb se ni bistveno spremenil in je konec leta znašal 24,6 %. Lastniški deleži ostalih skupin delničarjev se v letu 2005 niso znatno spreminjali.

Trženje in prodaja

Skupina Krka je v letu 2005 prodala za 132,8 milijarde SIT izdelkov in storitev, kar je za 17 % več kot v letu 2004. Prodaja skupine Krka prikazujemo v naslednji tabeli.

Tabela 4: Prodaja skupine Krka in družbe Krka, d.d. po regijah v letu 2005 (v milijonih SIT)

	Skupina Krka	Delež v %	Družba Krka	Delež v %
Slovenija	24.185	18	18.337	16
Jugovzhodna Evropa	22.629	17	20.027	17
Vzhodna Evropa	32.763	25	31.501	27
Srednja Evropa	33.425	25	26.708	23
Zahodna Evropa in čezmorska tržišča	19.756	15	19.997	17
Skupaj	132.758	100	116.570	100

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005.

Največjo prodajno rast je Krka dosegla v regijah Vzhodna Evropa in Srednja Evropa, nekoliko manjšo, a še vedno dvoštevilično, pa v regiji Jugovzhodna Evropa. Največji delež prodaje po skupinah izdelkov v družbi Krka predstavljajo zdravila na recept in sicer v višini skoraj 80 %. Sledijo jim izdelki za samozdravljenje, zdraviliško-turistične storitve, veterinarski izdelki in kozmetični izdelki.

Tabela 5: Prodaja skupine Krka in družbe Krka, d.d. po skupinah izdelkov v letu 2005 (v milijonih SIT)

	Skupina Krka	Delež v %	Družba Krka	Delež v %
Izdelki za humano uporabo	121.884	92	111.762	96
Zdravila na recept	105.743	80	95.974	82
Izdelki za samozdravljenje	14.108	11	13.826	12
Kozmetični izdelki	2.033	2	1.962	2
Veterinarski izdelki	4.796	4	4.603	4
Zdraviliškoturistična dejavnost	5.848	4		
Ostalo	230		205	
Skupaj	132.758	100	116.570	100

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005.

Krka proizvaja številna zdravila za humano uporabo za zdravljenje bolezni iz najpomembnejših indikacijskih skupin. Vodilna so zdravila za zdravljenje srčno-žilnih bolezni s skoraj 50-odstotnim deležem.

Raziskave in razvoj

Krka svoje izdelke trži pod lastnimi blagovnimi znamkami, s čimer dodatno podpira dodano vrednost Krkinih proizvodov. V letu 2005 so v Sloveniji prijavili 42 blagovnih znamk ter vložili prijave za 54 mednarodnih registracij blagovnih znamk. V letu 2005 so vložili patentne prijave za 14 novih izumov, na osnovi prioritetnih prijav iz leta 2004 pa še 17 mednarodnih patentnih prijav.

Na tradicionalnih tržiščih so v letu 2005 registrirali 272 izdelkov v 552 oblikah. V imenu Krke, d.d., Novo mesto in Krke Sverige AB ter v imenu partnerjev so v zahodnoevropskih državah pridobili 113 registracij za 12 izdelkov v 41 oblikah. V letu 2005 je tako družba Krka namenila 9.556.081 tisoč SIT sredstev v raziskave in razvoj novih zdravil, kar predstavlja 8,2 % v prihodkih družbe.

Osnovni cilj razvojne dejavnosti so tako razvoj tehnologij za proizvodnjo zdravilnih učinkovin in farmacevtskih oblik ter izvajanje vseh potrebnih testiranj in raziskav, ki omogočajo registracijo farmacevtskih izdelkov, izdelkov za samozdravljenje, veterinarskih izdelkov in kozmetičnih izdelkov. Zaradi vloge, ki jo ima pri utrjevanju položaja Krka, d.d., kot uspešno evropsko farmacevtsko podjetje, je razvojna dejavnost eno od ključnih področij družbe.

Tabela 6: Število novih registracij družbe Krka, d.d, po regijah v obdobju 2003-2005.

	Slovenija		Jugovzhodna Evropa		Vzhodna Evropa		Srednja Evropa	
	število izdelkov	število oblik	število izdelkov	število oblik	število izdelkov	število oblik	število izdelkov	število oblik
2005	10	34	84	141	76	111	102	266
2004	16	22	220	355	66	89	63	110
2003	6	11	44	67	59	87	32	45

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005.

Zaposleni in management

Krkina poslovna uspešnost je tesno pogojena z zaposlenimi in z aktiviranjem njihovega znanja in sposobnosti. Zaradi uresničevanja zahtevnih poslovnih načrtov je bilo potrebno dodatno zaposlovanje. V Sloveniji so zaposlovali predvsem na področju razvoja in raziskav ter marketinga, izrazito pa so povečali število zaposlenih v marketingu v predstavništvih in odvisnih družbah v tujini.

Konec leta 2005 je bilo v skupini Krka zaposlenih 5.224 delavcev, od tega 2.954 v družbi Krka v Sloveniji, 1.024 v predstavništvih v tujini, 620 v podjetjih v tujini in 626 v družbi Krka Zdravilišča. Število zaposlenih se je glede na prejšnje leto povečalo za 443 delavcev oziroma za 8,4 %. V družbah zunaj Slovenije je bilo zaposlenih 1.644 delavcev, kar je 31 % vseh zaposlenih v skupini.

V naslednji tabeli je prikazana izobrazbena struktura zaposlenih v družbi Krka.

Tabela 7: Izobrazbena struktura zaposlenih v skupini Krka v obdobju 2001-2005

Stopnja izobrazbe	2005	2004	2003	2002	2001
Doktorji znanosti	51	48	47	38	34
Magistri znanosti	153	137	130	117	109
Univerzitetna izobrazba	2.018	1.664	1.393	1.240	1.004
Visokostrokovna izobrazba	221	151	130	96	71
Višješolska izobrazba	206	206	213	221	225
Srednješolska izobrazba	1.104	1.080	1.055	1.034	1.017
Ostalo	1.471	1.495	1.554	1.585	1.599
Stanje na dan 31.12.	5.224	4.781	4.522	4.332	4.059

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005.

Uspešno nastopanje na starih in novih tržiščih doma in v svetu zahtevajo visoko usposobljene strokovnjake in delavce. Z novimi zaposlitvami se je število univerzitetno izobraženih delavcev v Krki povečalo in v skupini Krka predstavlja že 39% vseh zaposlenih. Konec leta je bilo zaposlenih 2.222 delavcev z univerzitetno izobrazbo, med njimi 51 doktorjev znanosti in 153 magistrov znanosti.

Organizacijska struktura

Upravljanje družbe Krka deluje po tako imenovanem dvotirnem sistemu, po katerem podjetje vodi uprava, njeno delovanje pa nadzoruje nadzorni svet.

Organi družbe so uprava, nadzorni svet, skupščina, na kateri delničarji uresničujejo svoje pravice v zadevah družbe. V skladu z določbami Zakona o gospodarskih družbah je skupščina delničarjev najvišji organ družbe. Na njej se neposredno udejanja volja delničarjev družbe ter sprejemajo temeljne in statutarne odločitve. Pravico do udeležbe na skupščini in do glasovalne pravice imajo delničarji, vpisani v delniško knjigo na presečni datum, objavljen v sklicu, ter njihovi zastopniki in pooblašenci.

Naložbe in investicijska vlaganja

Družba Krka je v letu 2005 namenila za naložbe 18 milijard SIT. Na ravni skupine Krka so vlaganja dosegla 21,5 milijarde SIT. Na višji znesek naložb skupine Krka so vplivale predvsem naložbe v razvoj družbe Krka zdravilišča in gradnjo proizvodno-distribucijskega centra na Hrvaškem.

Skupina Krka je namenila za naložbe 16,2 % čistega prihodka od prodaje, družba Krka pa 15,4 %. Najpomembnejšo naložbo predstavlja gradnja novega obrata za proizvodnjo zdravilnih učinkovin Sinteza 4.

Strategija razvoja v prihodnje

Ključne strateške usmeritve v prihodnjih petih letih družbe Krka, d.d., so usmerjenost na evropska tržišča in tržišča Srednje Azije ter krepitev farmacevtsko – kemijske dejavnosti.

Družba tako do leta 2010 načrtuje več kot 10–odstotno povprečno letno rast prodaje, uvajanje novih izdelkov na tržišče ter krepitev marketinško prodajne mreže. Cilj družbe je tudi vertikalna integracija ter ohranitev samostojnosti brez združevanja z vodilnimi svetovnimi farmacevtskimi podjetji. Končni cilj je tako nadaljnje delovanje v dobro družbe, zaposlenih, delničarjev in družbene skupnosti.

4.2.1 Finančna analiza

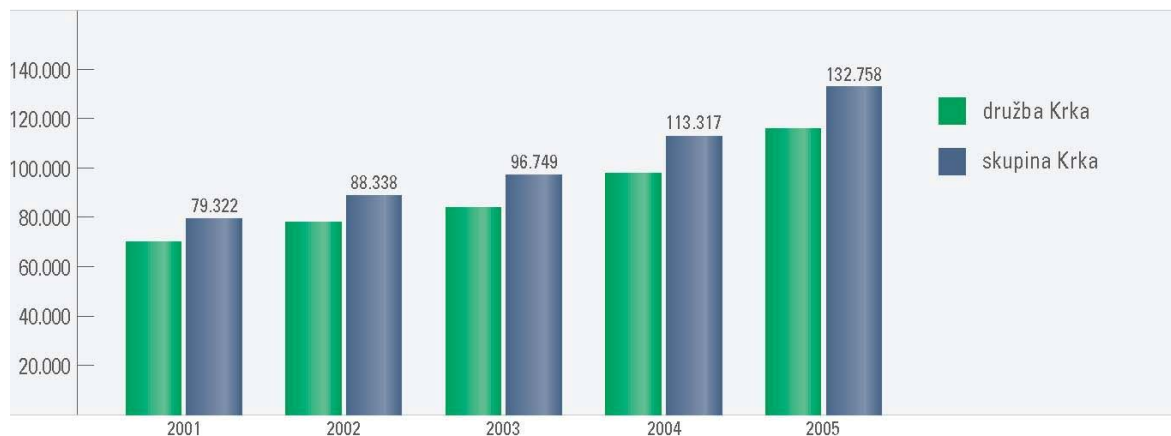
Vsi računovodski izkazi, ki se nahajajo v prilogi 1, so bili pripravljeni v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP) in slovenskimi računovodskimi standardi (v nadaljevanju SRS).

Analiza izkaza poslovnega izida

Čisti prihodki od prodaje skupine so se povečali za 17 %, družbe pa za 19 %. Stopnja rasti prodaje je presegla petletno povprečje, na kar so vplivale ekonomske razmere na nekaterih ključnih tržiščih, zlasti v Ruski federaciji, ter organizacijske in kadrovske spremembe v okviru marketinško-prodajne mreže. Največji del prihodkov od prodaje je bil ustvarjen s prodajo zdravil na recept. Rast je bila 21–odstotna, kar je v primerjavi z letom 2004 prineslo 18 milijard več. Med regijami so največjo rast dosegli Vzhodna Evropa z 48 in Srednja Evropa s 34–odstotno rastjo. Delež prodaje na tržiščih zunaj Slovenije se je v letu dni povečal z 78 % na 82 %.

Družba je skupno ustvarila 133 milijarde SIT, skupina Krka pa 149 milijard SIT prihodkov, kar predstavlja 23-odstotno rast v primerjavi s predhodnim letom. Višja rast prihodkov od rasti prodaje je posledica odprave rezervacij družbe Krka za dobljeno tožbo v zvezi z zdravlili za zdravljenje bolezni srca in ožilja v višini 11,4 milijarde SIT, kar je vplivalo na veliko povečanje ostalih prihodkov.

Slika 3: Prikaz prodaje Krke, d.d., v obdobju od leta 2001 do 2005.



Vir: Letno poročilo družbe Krka, d.d., 2005.

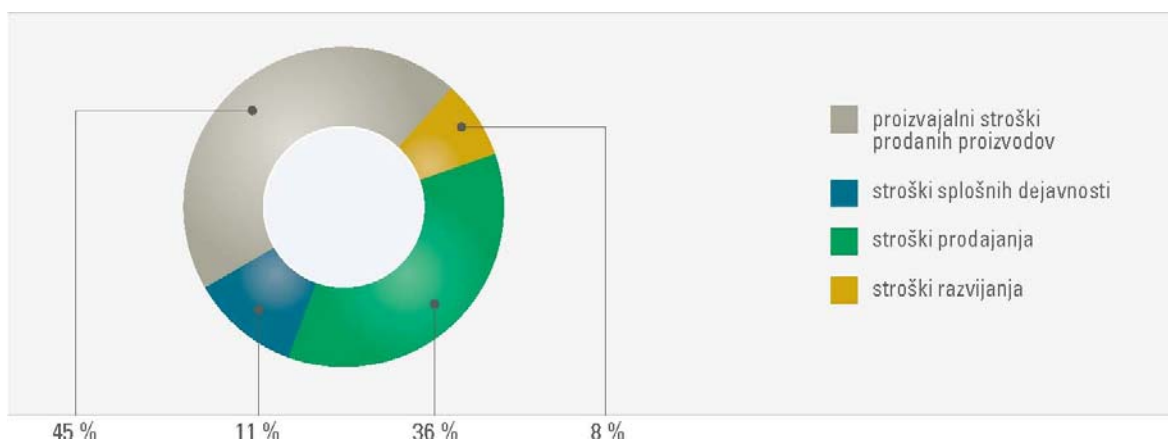
Odhodki skupine Krka v višini 119,4 milijarde SIT so bili za 16 % večji kot leta 2004. Brez upoštevanja novo oblikovanih rezervacij je bila rast odhodkov skupine 11-odstotna, kar je za 6-odstotnih točk manj od rasti prodaje. Med poslovnimi odhodki skupine Krka v višini 116,4 milijarde SIT predstavljajo 51,8 milijarde SIT proizvodjalni stroški prodanih proizvodov, 41,6 milijarde SIT stroški prodajanja, 9,6 milijarde SIT stroški razvijanja in 13,4 milijarde SIT stroški splošnih dejavnosti.

V primerjavi s prehodnim letom so se proizvodjalni stroški prodanih proizvodov skupine Krka povečali manj od rasti prodaje. Njihov delež v prihodkih od prodaje se je v zadnjih petih letih zmanjšal z 48 % na 39 %.

Na to je vplivala racionalizacija poslovanja in uvajanje sodobne tehnologije, ki ob velikih proizvedenih količinah zagotavlja večjo produktivnost in s tem zmanjševanje deleža teh stroškov. Drugačna gibanja pa Krka dosega pri stroških prodajanja in stroških razvijanja, kjer so zaradi vedno večjih zahtev tržišča in vedno hujše konkurence potrebna vsako leto večja vlaganja. Širitev lastne marketinške mreže na vseh pomembnejših Krkinih tržiščih je imela za posledico rast stroškov prodajanja. Ti so v letu 2005 znašali 41,6 milijarde SIT, kar predstavlja v poslovnih odhodkih 36-odstotni delež. Stroški prodajanja vključujejo tudi 12,5 milijarde SIT oblikovanih rezervacij družbe Krka za tožbo v zvezi z zdravilom za zdravljenje bolezni srca in ožilja. Stroški razvijanja skupine Krka so bili v primerjavi z letom 2004 višji za 16 % in so nastali v pretežni meri v obvladujoči družbi. Stroški razvijanja v celoti

predstavljajo odhodek poslovnega leta, ker družba teh stroškov ne kapitalizira. Stroški splošnih dejavnosti skupine so se povečali za 3 %.

Slika 4: Prikaz strukture poslovnih odhodkov Krke, d.d, v letu 2005



Vir: Letno poročilo družbe Krka, d.d., 2005.

Skupina Krka je tako ustvarila dobiček iz poslovanja v višini 28,5 milijarde SIT. Ta je za 59 % večji kot leta 2004. Dobiček pred davki se je povečal za 61 % in je dosegel 29,5 milijarde SIT. Davek od dobička znaša 6,2 milijarde SIT, od tega odmerjeni davek 9,8 milijarde SIT in odloženi davek 3,6 milijarde SIT. Čisti dobiček skupine Krka je tako znašal 23,3 milijarde SIT in se je povečal za 49 %, družbe Krka pa 21,5 milijarde SIT, kar je za 7,4 milijarde SIT ali 53 % več kot leto prej.

Analiza bilance stanja

Sredstva skupine Krka so konec leta 2005 znašala 188,8 milijarde SIT in so se v letu dni povečala za 21 %. V strukturi sredstev se je delež kratkoročnih sredstev z 31 % v začetku leta povečal na 36 % konec leta. Dolgoročna sredstva so ob koncu leta 2005 predstavljala 64 % bilančne vsote in so bila za 13 % večja kot leto prej.

Med dolgoročnimi sredstvi, ki so ob koncu leta 2005 znašala 120,5 milijarde SIT, predstavljajo s 108,2 milijarde SIT najpomembnejšo postavko zemljišča, zgradbe in oprema, ki so se v letu dni povečala za 10 % oziroma za 9,6 milijarde SIT in dosegla 75 % delež vseh sredstev. Kratkoročna sredstva so se v letu dni povečala za 41 % in so ob koncu leta znašala 68,4 milijarde SIT. K rasti so največ prispevale zaloge in terjatve. Zaradi čedalje večjega količinskega obsega proizvodnje in prodaje, priprave zalog za prodajo in proizvodnjo za prvo trimesečje leta 2006 in zaradi oblikovanja varnostnih zalog, zlasti za prodajno najpomembnejše izdelke, so se zaloge povečale za 45 % oziroma 8,9 milijarde SIT in so ob koncu leta 2005 znašale 29 milijard SIT. Poslovne terjatve so se povečale za 38 % in so ob

koncu leta znašale 33 milijard SIT. Vzrok povečanja je bila visoka prodaja v zadnjih mesecih leta.

Kapital skupine se je povečal za 18 % in ima v celotni strukturi virov sredstev 61-odstotni delež. K rasti je največ prispeval čisti dobiček skupine v letu 2005 v višini 23,3 milijarde SIT. Na zmanjšanje pa izplačilo dividend v višini 4,8 milijarde SIT.

Dolgoročne rezervacije so se povečale za 5,5 % in vključujejo 10,7 milijarde SIT rezervacij za obveznosti do zaposlenih in 12,8 milijarde SIT rezervacij za tožbe. Družba Krka je oblikovala rezervacije v višini 12,5 milijarde SIT za novo tožbo v zvezi za zdravilo za zdravljenje srca in ožilja, ki še poteka, obenem pa v celoti odpravila rezervacijo v zvezi s tožbo za zdravilo simvastatin v višini 11,4 milijarde SIT, ker se je spor pravnomočno končal v Krkino korist. V bilancah po MSRP sta tako družba kot skupina oblikovali tudi obveznosti do zaposlenih za nagrade ob upokojitvi in jubilejne nagrade.

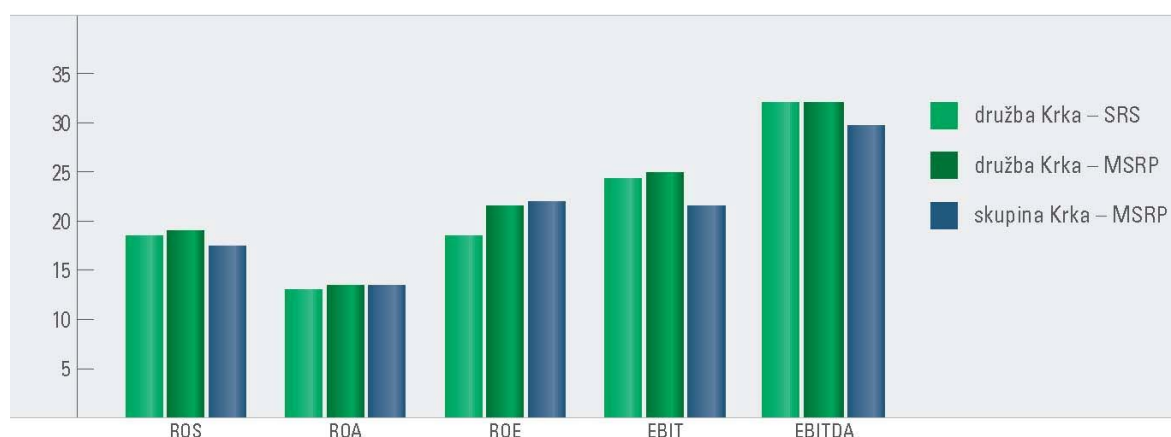
Dolgoročna posojila so konec leta znašala 11,7 milijarde SIT in so se zmanjšala za 20 %. Družba Krka se ni dodatno zadolževala, zmanjšanje je skoraj v celoti posledica odplačil obstoječih posojil. Dodatno pa sta se zadolžili odvisni družbi Krka zdravilišča in Krka – Fara, Zagreb, vendar v manjšem obsegu.

Kratkoročne obveznosti v višini 37,9 milijarde SIT so predstavljale 20 % bilančne vsote. V okviru tega zneska so kratkoročne poslovne obveznosti konec leta znašale 14,0 milijarde SIT in so se povečale za 5,0 milijarde SIT oziroma za 55 %. Povečanje je bilo posledica večjih obveznosti dobaviteljev, tako zaradi večjega obsega nabav v zadnjem trimesečju leta, kot tudi zaradi dogovorjenih daljših plačilnih rokov. Zaradi velikega povečanja odmerjenega davka od dobička, se je obveznost do države povečala na 6,7 milijarde SIT. Kratkoročna posojila v višini 9,1 milijarde so se povečala za 74 %, skupaj pa so se dolgoročna in kratkoročna posojila v letu dni povečala za 5 %. Med rezervacijami in ostalimi kratkoročnimi obveznostmi, v znesku 8,1 milijarde SIT, predstavljajo dobro polovico kratkoročne rezervacije za pogodbeno določene popuste kupcem, za izdelke prodane v letu 2005.

Analiza kazalnikov poslovanja

Vsi doseženi kazalniki poslovanja, tako za skupino kot za družbo Krka, so bili boljši kot v letu 2004. Delež čistega dobička v prihodkih od prodaje (ROS) skupine Krka je dosegel 17,6 % (družba Krka 18,4 %), donosnost sredstev 13,5 % (družba Krka 13,5 %), donosnost kapitala 22,05 % (družba Krka 21,3 %), dobiček iz poslovanja v prodaji 21,5 % (družba Krka 24 %) in EBITDA v prodaji 29,7 % (družba Krka 31,9 %).

Slika 5: Prikaz kazalnikov poslovanja v letu 2005 (v %)



Vir: Letno poročilo družbe Krka, d.d., 2005.

4.3 Gibanje delnice na borzi

Trgovanje z delnico

Enotni tečaj delnice družbe, od leta 1997 kotira na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Od oktobra 2005 je delnica družbe Krka, d.d., uvrščena v prvo kotacijo delnic in je ena izmed najbolj likvidnih vrednostnih papirjev na tej borzi, ki na dan 30. december 2005 znaša 102.342 SIT ter je bila od knjigovodske vrednosti, ki je znašala 35.298 SIT, višja za 190 %. Enotni tečaj delnice družbe je v letu 2005 zrasel za 22 %.

V letu 2005 je rast tečaja Krkine delnice presegla rast večine izbranih delniških indeksov. Občutno je presegla rast slovenskega borznega indeksa (SBI20) in indeksa farmacevtske panoge Standard&Poor's (S&P Pharmaceuticals Industry Index). V zadnjem četrtletju pa je pospešeno dohitevala vrednost indeksa FTSE, ki vsebuje delnice farmacevtskih in biotehnoloških podjetij (FTSE All Share Pharmaceuticals & Biotechnology Index).

V letu 2005 je bila letna vrednost prometa s Krkino delnico 43 milijard SIT in je v primerjavi z letom 2004 zrasla za 6 %. Povprečni dnevni promet s Krkino delnico je v letu 2005 znašal 172 milijonov SIT. Konec leta je bila tržna kapitalizacija Krke 362,6 milijarde SIT, kar predstavlja najvišjo tržno kapitalizacijo med družbami na Ljubljanski borzi. Krkina kapitalizacija je konec leta 2005 predstavljala 11% celotne kapitalizacije borze.

Krka izplačuje dividende enkrat letno, in sicer v roku 60 dni od zasedanja redne skupščine delničarjev, na kateri delničarji odločajo o predlagani višini dividend, ki je v letu 2005 znašala 1.600 SIT bruto.

Čisti dobiček na delnico je izračunan kot razmerje med čistim dobičkom in izdanim številom delnic, zmanjšanim za 162.662 lastnih delnic. Čisti dobiček na delnico družbe v skladu s SRS je v letu 2005 znašal 6.385 SIT.

Knjigovodska vrednost delnice je izračunana kot razmerje med celotnim kapitalom, zmanjšanim za vrednost rezerv za lastne delnice, in številom izdanih delnic, zmanjšanim za število lastnih delnic. Za družbo Krka je na dan 31.12.2005 znašala 35.615 SIT.

Najpogosteje uporabljeni kazalnik vrednotenja družb predstavlja mnogokratnik P/E (enotni tečaj/dobiček na delnico), ki se izračuna tako, da ceno delnice delimo s čistim dobičkom na delnico podjetja in je v letu 2005 znašal 16-kratnik dobička.

Slika 6: Trgovanje s Krkino delnico v letu 2005



Vir: Letno poročilo družbe Krka, d.d., 2005.

4.4 Projekcije poslovanja družbe

Na osnovi analize poslovanja so prikazane projekcije poslovanja za šestletno obdobje od leta 2005 do leta 2011, in sicer simulacije prihodkov, odhodkov, neto dobičkov in ostalih postavk prostih čistih denarnih tokov družbe v prihodnje.

Projekcije so izdelane v tekočih cenah na dan 31.12.2005 in zato upoštevajo tudi predvidene učinke inflacije.

Projekcije prihodkov

Projekcije prihodkov so planirane za vsak geografski segment prodaje posebej. Vse projekcije prihodkov na ravni družbe so razvidne iz Tabele 1 v Prilogi 2.

Pri projekcijah prihodkov po posameznem geografskem segmentu sem upošteval sledeče:

- projekcije prihodkov posameznega geografskega območja so planirane na osnovi preteklih podatkov oziroma analize preteklih prihodkov. Pri tem so uporabljene napovedi rasti prodaje na posameznih trgih, in sicer kakršno pričakuje družba Krka, d.d, v prihodnje ter tudi sam vpliv rasti in posameznega trga;
- prihodkov porabe in odprave dolgoročnih rezervacij, drugih prihodkov povezanih s poslovnimi učinki, usredstvenih lastnih proizvodov in storitev ter spremembe vrednosti zalog v prihodnosti niso planirane;
- prevrednotovalnih poslovni prihodki so predvideni na osnovi povprečja preteklega triletnega obdobja.

Projekcije stroškov ter ostalih postavk izkaza poslovnega izida

Stroške ter ostale postavke v izkazu poslovnega izida so planirane na nivoju družbe na osnovi deleža v prihodkih in sicer ob naslednjih predpostavkah:

- osnovo za planiranje stroškov materiala, storitev in dela predstavlja analiza deleža v prihodkih v preteklem triletnem obdobju. Stroški prihodnjega poslovanja so tako planirani v približno enakem deležu v prihodkih kot v preteklosti;
- prav tako so na deležu v prihodkih planirani drugi stroški ter prevrednotovalni poslovni prihodki in odhodki.

Projekcije pričakovanih čistih denarnih tokov

Projekcije pričakovanih prostih denarnih tokov so razvidne iz Priloge 3.

Čistemu poslovnemu izidu iz planiranega izkaza poslovnega izida je:

- prišteta amortizacija, ki se nahaja v Prilogi 3, Tabela 1;
- odštete investicije; predvidene so investicije v obstoječe kapacitete, ki se nahajajo v Prilogi 3, Tabela 1. V rezidualu je upoštevano, da bodo investicije na dolgi rok enake amortizaciji;
- planirana so tudi dodatno potrebna neto obratna sredstva na nivoju 29 % v prihodkih in so razvidna iz Priloge 3, Tabeli 2.

Čisti denarni tok po zadnjem obdobju projekcij predstavlja rezidual (teoretično v neskončnost), kjer neto dobiček predstavlja dobiček zadnjega obdobja (zmanjšan za davek od dohodka). Predvidevana pa so tudi pomanjkanja pri obratnih sredstvih, saj je v rezidualu predvidena rast v višini 2,5 %. Projekcije denarnega toka so razvidne iz Priloge 3, Tabele 3.

5 OCENA VREDNOSTI DRUŽBE KRKA, D.D.

5.1 Vrednost družbe s pomočjo diskontiranega denarnega toka podjetja (DCF)

Za izračun vrednosti družbe je uporabljena formula opisana v točki 2.4.1. Čisti denarni tok podjetja sem opredelil v projekcijah denarnega toka, kot že opisano zgoraj, in se nahajajo v Prilogi 3, Tabeli 3. Poleg projekcije pričakovanih donosov lastnikom podjetja je tako za izračun potrebna še diskonta mera, ki izraža strošek kapitala.

Pri ocenjevanju vrednosti na donosu zasnovanega načina je bistvena opredelitev stroška kapitala. Današnja vrednost je enaka prihodnjemu donosu, diskontiranemu z oportunitetnim stroškom kapitala.

Strošek kapitala je pričakovana mera donosa, ki jo zahteva trg za vlaganja v določeno naložbo.

Z ekonomskega vidika predstavlja to oportunitetni strošek in temelji na načelu nadomestitve: naložbenik ne bo vlagal v določeno naložbo, če obstaja boljša alternativna možnost. Najpomembnejša sestavina primerljivosti je tveganje in pomeni stopnjo zanesljivosti, da bo investitor uresničil pričakovani donos v določenem času. Ker tveganja ni mogoče neposredno opazovati, so analitiki z uporabo razpoložljivih tržnih podatkov razvili razne načine ocenjevanja stroška kapitala (Brigham, 1998, str. 351).

Strošek kapitala je enak diskontni meri in se imenuje tudi zahtevana ali pričakovana mera donosa. Diskontna mera je letno izražena mera donosa, izražena v odstotku, po kateri se vsak znesek prihodnjega donosa diskontira nazaj na sedanjo vrednost.

Določanje sestavin stroškov kapitala je odvisna od tega ali se vrednoti celotni ali lastniški kapital podjetja. V danem primeru ob uporabi posrednega postopka vrednotenja lastniškega kapitala po metodi diskontiranega denarnega toka, je v prvi fazi izračunana vrednost celotnega kapitala, zato je potrebna uporaba tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC).

Od tako dobljene vrednosti celotnega kapitala je nato odštet neto dolg na dan ocenjevanja vrednosti in tako izračunana vrednost predstavlja vrednost lastniškega kapitala.

WACC je skupek stroškov posameznih sestavin celotnega kapitala podjetja, pri čemer se vsaka od teh obteži z njenim deležem v sestavi celotnega kapitala, opredeljenim s tržno vrednostjo posamezne sestavine.

WACC se izračuna na osnovi naslednje formule (Pratt, 2000, str.185):

$$WACC = (k_e * W_e) + (k_p * W_p) + (k_{d(pt)}[1 - t] * W_d) \quad (2)$$

pri čemer je:

- $WACC$ – tehtano povprečje stroškov kapitala
- k_e – strošek kapitala, ki velja za navadne delnice
- W_e – odstotek kapitala, ki velja za navadne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržnih vrednosti
- k_p – strošek kapitala, ki velja za prednostne delnice
- W_p – odstotek kapitala, ki velja za prednostne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržnih vrednosti (v danem primeru ni prednostnih delnic)
- $k_{d(pt)}$ – strošek dolga pred obdavčitvijo
- t – davčna stopnja
- W_d – odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala, opredeljen na osnovi tržnih vrednosti

Glede na to, da se določi odstotek sestavine v sestavi celotnega kapitala na osnovi tržnih vrednosti, pri čemer je tržna vrednost lastniškega kapitala neznanka, je treba pri izračunavanju teh odstotkov v preglednici uporabiti krožni sklic z ustreznim številom ponavljanj.

Glede na to, da se ocenjuje tržna vrednost obvladujočega 100 % deleža lastniškega kapitala, je potrebno upoštevati pri vrednotenju tudi ciljno zadolženost družbe. Uteži, ki se nanašajo na posamezne sestavine kapitala, so tako izračunane na podlagi ciljne zadolženosti, ki znaša 6,4 %. Lastniški kapital predstavlja 93,6 %, dolg pa 6,4 % celotnega kapitala, kar se upošteva pri izračunu uteži. Davčna stopnja je upoštevana višini 25 %. Izračun stroškov dolga pred obdavčitvijo je izračunana iz podatkov o tržnih obrestnih merah, ki so takrat veljale na trgu in je znašala 5 % letno.

Glede na namen vrednotenja, v danem primeru za ocenitev stroška kapitala, je uporabljen CAPM model. CAPM je sestavljen iz netvegane mere kapitala, ki ji prištejemo mero za splošno tveganje pomnoženo s splošnim kapitalskim tveganjem. Merilo za splošno tveganje je

beta in izraža občutljivost (merjena s kovarianco) donosov nad netvegano mero donosa na trgu.

Empirične raziskave so pokazale, da model CAPM ni popolnoma uporaben za izračun stroškov kapitala vseh podjetij, posebej manjših in podjetij zunaj ZDA, zato se uporablja dopolnjena formula. Osnovni formuli je tako dodan popravek za (ne)likvidnost lastniškega kapitala zaradi majhnosti podjetja in popravek zaradi deželnega tveganja, kajti osnovni podatki so pridobljeni iz podatkov za ZDA in jih je potrebno ustrezno prilagoditi:

$$k_e = r = r_f + \beta \times (r_m - r_f) + p + d \quad (2)$$

Oznake pomenijo:

- $k_e = r$ – strošek lastniškega kapitala (k_e) oziroma zahtevana stopnja donosa (r);
- r_f^8 – nominalna mera donosa 20-letne zakladne menice ZDA, ki znaša 4,61 %;
- $(r_m - r_f)$ – razlika med povprečno stopnjo donosa delnic in 20 -letnih državnih obveznic v ZDA (1926-2005) znaša 7,08 %;
- p – donos delnic majhnih podjetij, ki presega donos, ocenjen s CAPM. V tem primeru je ocenjen na 1,02 %.
- d – prilagoditev za deželno tveganje (Slovenija). V danem primeru jo ocenjujem na 1,48 %. Deželno tveganje je povzeto po podatkih, ki jih objavlja Institutional Investor.

Razlikovati moramo med beto brez zadolženosti, to je beta podjetja, in beto z zadolženostjo oziroma beto lastniškega kapitala. Ob predpostavki zanemarjanja sistematičnega tveganja dolga, se beta lastniškega kapitala izračuna s pomočjo vzvoda po enačbi (kjer je D dolg podjetja, E lastniški kapital, T pa stopnja davka na dobiček):

$$\beta_e = \beta_a \times \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - T) \right) \quad (4)$$

⁸ Nominalna mera donosa zakladne menice vključuje pričakovano stopnjo inflacijo v ZDA.

Beta za oceno vrednosti družbe Krka, d.d., je ocenjena na osnovi povprečne bete sredstev v panogi Medical-generic drugs. Povprečna beta sredstev znaša 1,5; ciljna stopnja zadolžitve znaša 6,4 %, odstotek lastniškega kapitala po tržni vrednosti 93,6 % in povprečna efektivna davčna stopnja T je 25 %.

Beta lastniškega kapitala se torej izračuna po sledeči formuli:

$$\beta_e = \beta_a \times \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - T) \right) = 1,5 \times \left(1 + \frac{0,064}{0,936} \times (1 - 0,25) \right) = 1,58$$

Strošek kapitala oz. diskontna stopnja tako znaša:

$$k_e = r = rf + \beta \times (rm - rf) + p + d \times \beta = 4,61 + 1,58 \times 7,08 + 1,02 + 1,48 = 18,3$$

Na podlagi vseh zgoraj navedenih izračunov posameznih spremenljivk se izračuna WACC kot sledi:

$$WACC = (k_e * W_e) + (k_{d(pt)} [1 - t] * W_d) = 18,3 * 93,6 + 5 * 0,75 * 6,4 = 17,37$$

Na podlagi vseh zgoraj navedenih podatkov znaša WACC 17,37 %. Vsi izračuni zahtevane stopnje donosnosti so prikazani v prilogi 4.

Rezultat vrednotenja v tem delu je tako 100% delež lastniškega kapitala družbe Krka, d.d., na dan 31.12.2005, pri tem pa je bila kot vrsta vrednosti uporabljena tržna vrednost in na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti, ob uporabi posrednega postopka metode diskontiranih pričakovanih čistih denarnih tokov.

Ocena tržne vrednosti 100 % deleža lastniškega kapitala po stanju in cenah na dan 31.12.2005 ob uporabi posrednega postopka metode diskontiranja prihodnjih neto denarnih tokov je razvidna iz priloge 5.

Ker se ocenjuje vrednost 100 % obvladujočega deleža lastniškega kapitala po posrednem postopku metode diskontiranega denarnega toka, je od dobljene sedanje vrednosti celotnega kapitala v višini 292.955.505 tisoč SIT potrebno odšteti neto dolg, ki pa na dan 31.12.2005 znaša 18.741.429 tisoč SIT. Tako dobljeno vrednost pa je nato potrebno povečati za denarna sredstva družbe v višini 758.768 tisoč SIT, dolgoročne finančne naložbe v višini 35.332.315 tisoč SIT, kratkoročne finančne naložbe v višini 3.863.593 tisoč SIT in zmanjšati za pomanjkanje obratnega kapitala v višini 442.609 tisoč SIT.

Vrednost 100 % deleža lastniškega kapitala po stanju in cenah na dan 31.12.2005 ob uporabi posrednega postopka metode diskontiranja prihodnjih neto denarnih tokov tako znaša 313.726.143 tisoč SIT.

Tako izračunana vrednost ne vsebuje diskontov na račun pomanjkanja tržljivosti in obvladljivosti, ki jih je potrebno aplicirati na tako izračunano vrednost.

5.2 Vrednost družbe s pomočjo tržno primerljivih podjetij

S to metodo se izračuna vrednost tako, da se na osnovi tržnih podatkov o borznih kotacijah delnic primerljivih podjetij določi tržne mnogokratnike, ki se uporabijo za izračun vrednosti ocenjevanega podjetja. Pri borznih kotacijah je opravka s cenami manjšinskih popolno tržljivih deležev. S to metodo se izračuna kot osnovna vrednost za manjšinskega lastnika, za katero se predpostavlja popolna tržljivost.

Bistvo metode primerljivih na borzo uvrščenih podjetij je ocena cene delnice podjetja v razmerju do vrednosti v smislu donosa, premoženja in drugih dejavnikov vrednosti.

Pri metodi primerljivih na borzi uvrščenih podjetij se pomnožijo temeljne finančne spremenljivke podjetja z mnogokratniki, ki se dobijo iz borznih kotacij primerljivih podjetij.

Mnogokratnik ocenjevanja vrednosti je inverzna funkcija mere uglavničenja (kapitalizacije), kar se izrazi z naslednjo enačbo:

$$MV = \frac{I}{c} = \frac{I}{d - g} \quad (5)$$

kjer je:

- MV – mnogokratnik ocenjevanja vrednosti
- C – mera uglavničenja (kapitalizacije)
- d – diskontna stopnja
- g – stopnja rasti

Mnogokratniki lastniškega kapitala so najpogosteje uporabljani pokazatelji relativne vrednosti. Njihova skupna točka je števec, ki ga predstavlja cena delnice in je v večini primerov jasen, medtem ko je določitev imenovalca velikokrat zapletena.

Mnogokratniki lastniškega kapitala so (Damodaran, 2002, str. 454):

- mnogokratnik cena/donos (MVE/E – angl. Price to earnings), kjer se tržna kapitalizacija lastniškega kapitala deli s čistim dobičkom na delnico;
- mnogokratnik cena/knjigovodska vrednost (MVE/BV – angl. Price to book value), ki se dobi tako, da tržno kapitalizacijo lastniškega kapitala deliš z njeno knjigovodsko vrednostjo;
- mnogokratnik cena/prodaja (MVE/S – angl. Price to sales), ta mnogokratnik se izračuna tako, da deliš tržno kapitalizacijo lastniškega kapitala s prodajo na delnico;
- mnogokratnik cena/dobiček pred obdavčitvijo (MVE/EBT – angl. Price to EBT), kjer tržno kapitalizacijo lastniškega kapitala deliš z donosom pred obdavčitvijo;
- mnogokratnik cena/bruto denarni tok (MVE/CF – angl. Price to cash flow), kjer tržno kapitalizacijo lastniškega kapitala deliš s čistim dobičkom na delnico in prišteješ nederne stroške na delnico.

Mnogokratnike celotnega kapitala uporabljamo običajno takrat, kadar se primerljiva podjetja pomembno razlikujejo po sestavi sredstev in kapitala. Mnogokratniki celotnega kapitala pa so (Damodaran, 2002, str. 455):

- mnogokratnik cena celotnega kapitala/EBIT ($MVIC/EBIT$), kjer deliš ceno celotnega kapitala z dobičkom iz poslovanja;
- mnogokratnik cena celotnega kapitala/EBITDA ($MVIC/EBITDA$), ta mnogokratnik se izračuna tako, da deliš ceno celotnega kapitala z dobičkom pred stroški financiranja, davki in amortizacijo;
- mnogokratnik cena celotnega kapitala/knjigovodska vrednost celotnega kapitala, ki se dobi tako, da se cena celotnega kapitala deli s knjigovodsko vrednostjo lastniškega in dolgovanega kapitala.

Prvi korak pri uporabi te metode je izbor podjetij, ki so po svoji dejavnosti, pokrivanju trga, velikosti in drugih kriterijih primerljiva s Krko, d.d., in kotirajo na borzi. Na ta način je narejena primerjava 10 podjetij:

- Teva Pharmaceutical Industries Limited;
- Watson Pharmaceuticals, Inc.;

- Pliva, d.d.;
- STADA Arzneimittel VNA;
- Actavis Group hf.;
- Zentiva a.s.;
- Barr Pharmaceuticals, Inc.;
- Gedeon Richter PLC.

Vse izbrane družbe, delujejo v okviru dejavnosti Krke, d.d., in izpolnjujejo najpomembnejše kriterije, in sicer je njihov pretežni del prihodkov ustvarjen v regiji Centralne Vzhodne Evrope, proizvajajo generična zdravila in so uvrščena na borzo.

V primerjavi z zgoraj opredeljenimi podjetji družba Krka, d.d.:

- ponuja podobne storitve;
- je druga največja po prihodkih;
- je srednje donosna;
- je nekoliko bolj zadolžena.

Iz primerjave je izločeno eno podjetje zaradi bistvenega odstopanja njegovih mnogokratnikov od povprečja, in sicer podjetje Pliva.

Upoštevajoč ugotovitve iz finančne analize v prejšnjem poglavju in primerjalne analize s primerljivimi podjetji v prilogi, so za izbiro tržnih mnogokratnikov izbrani mnogokratniki celotnega kapitala (prihodki, dobiček iz poslovanja) in mnogokratnik lastniškega kapitala (dobiček iz poslovanja). Pri uporabi mnogokratnikov celotnega kapitala je potrebno pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala od dobljene vrednosti odšteti tržno vrednost dolga in prednostnih delnic.

Tržni mnogokratnik je predpostavljen iz cen delnic na dan 31.12.2005 oziroma zadnje veljavne tržne vrednosti pred tem datumom in zadnjih celoletnih rezultatov poslovanja primerljivih podjetij, ki so bili razpoložljivi v času ocenjevanja. Pri večjem vzorcu primerljivih podjetij se pri izbiri mnogokratnika običajno uporabi mediana mnogokratnikov izbranih podjetij, ki predstavlja srednjo vrednost v vzorcu. Prednost mediane pred aritmetično sredino je ta, da skrajne vrednosti ne vplivajo na velikost mediane.

Tako dobljen mnogokratnik je dodatno prilagojen, in sicer za elemente deželne tveganja⁹ in elemente tveganja za majhnost podjetja¹⁰. Vsi izračuni posameznih mnogokratnikov za vrednotenje so prikazani v Prilogi 6, Tabela 1 in 2.

Z množenjem tako opredeljenih mnogokratnikov (MVIC/Prihodki, MVIC/EBIT in MVE/EBIT) in ustreznih finančnih postavk za leto 2005 se izračuna ocenjeno izhodiščno vrednost celotnega kapitala oziroma lastniškega kapitala družbe Krka, d.d., ki izhaja iz dejavnosti. V primeru ocene vrednosti celotnega kapitala sem od dobljene ocene vrednosti celotnega kapitala odšteje vsoto kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti iz financiranja na dan ocenjevanja vrednosti.

Dobljeno vrednost 100 % deleža lastniškega kapitala iz poslovne dejavnosti, kateri je prišteta vrednost kratkoročnih in dolgoročnih finančnih naložb ter poslovno nepotrebnih sredstev, predstavlja vrednost 100 % lastniškega kapitala na obvladujoči in tržni osnovi. Upošteva se tudi prilagojena vrednost dolgoročnih finančnih naložb tako kot pri metodi diskontiranega denarnega toka.

Na podlagi vsega navedenega je tako dobljena ocena vrednosti 100 % deleža v lastniškem kapitalu družbe Krka, d.d., na dan 31.12.2005 v višini 491.625.191 tisoč SIT.

Tako izračunana vrednost ne vsebuje diskontov na račun pomanjkanja tržljivosti in obvladljivosti, ki jih je potrebno aplicirati na tako izračunano vrednost, izračun vrednosti pa je prikazan v Prilogi 7.

5.2.1 Izračun končne vrednosti

Pri sklepanju o notranji vrednosti družbe Krka, d.d., se izhaja iz rezultatov, ki so dobljeni z uporabo metode diskontiranih denarnih tokov in metode primerljivih na borzo uvrščenih podjetij, pri čemer je prvi prisojena utež 2/3 in drugi 1/3.

⁹ Na ameriških podatkih temelječa diskontna mera zahteva prilagoditve s specifičnimi dejavniki, ki veljajo za posamezno državo (deželno tveganje). Za določitev deželne tveganja so uporabljeni podatki baze Institutional Investor (Country Credit Ratings, September 2006).

¹⁰ Pribitek za majhnost podjetja izhaja iz spoznanj, ki dokazujejo, da stopnja tveganja in temu ustrezen strošek kapitala naraščata z zmanjševanjem velikosti podjetja. Podatke o pribitkih za majhnost podjetja najdemo v bazi Ibbotson Associates (Stocks, bonds, bills and inflation. Valuation edition, 2006 Yearbook).

Upoštevajoč zgoraj navedeno in upoštevajoč, da vrednost družbe Krka, d.d., na dan 31.12.2005, ob uporabi metode metode diskontiranja prihodnjih čistih denarnih tokov znaša 313.726.143 tisoč SIT ter ob uporabi metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzo v višini 491.625.191 tisoč SIT, tako končna vrednost ob uporabi uteži znaša 373.025.825,67 tisoč SIT. Glede na to, da ima družba 3.542.612 navadnih delnic, bi tako ocena tržne vrednosti delnice na dan 31.12.2005 znašala 105.296,83 SIT.

5.3 Analiza rezultatov

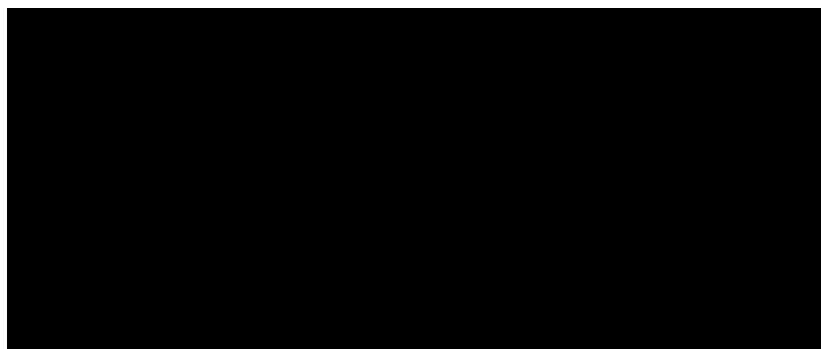
Potrebno je poudariti, da je končna cena odvisna tudi od številnih dejavnikov, ki so vpleteni v posamezno transakcijo.

Dejanska cena, dosežena v transakciji, ki vključuje podjetje, lahko odstopa od ocenjene tržne vrednosti zaradi različnih faktorjev, kot so motivacija obeh strank, pogajalske sposobnosti strank, struktura transakcije (npr. finančna struktura, prenos obvladovanja itd.) ali drugih dejavnikov, specifičnih za to transakcijo.

Zaradi sledečih dejavnikov so narejeni še dodatni izračuni občutljivosti ter razpon vrednosti ene delnice Krka, d.d., ter se s tem skuša približati k njeni pravi notranji vrednosti, ki je odvisna od večih dejavnikov.

Za izračun vrednosti 100 % deleža lastniškega kapitala po na dan 31.12.2005 ob uporabi posrednega postopka metode diskontiranja prihodnjih neto denarnih tokov, je uporabljena še matrika vrednosti oziroma analiza občutljivosti glede na spremembo zahtevane stopnje donosa (v tem primeru WACC) in residualne stopnje rasti. Rast residuala predstavlja stopnja inflacije, saj so vsi izračuni prikazani v tekočih cenah.

Tabela 8: Matrika vrednosti ob uporabi metode diskontirane vrednosti



Vir: Lastni izračuni.

Prav tako pa je za izračun vrednosti 100 % deleža lastniškega kapitala na dan 31.12.2005 ob uporabi metode primerljivih na borzo uvrščenih podjetij uporabljen interval vrednosti glede na izbran multiplikator vrednotenja.

Tabela 9: Razpon vrednosti ob uporabi metode primerljivih na borzo uvrščenih podjetij

	MVIC / EBIT	MVE / EBIT	MVE / Dobiček pred davki
Ocenjena vrednost 100% deleža lastniškega kapitala na neobvladujoči in polno tržni osnovi	512.108.441	491.625.191	464.139.935
Izbran razpon vrednosti	Nizka 464.139.935	Srednja 489.291.189	Visoka 512.108.441

Vir: Lastni izračuni.

S pomočjo dobljenih rezultatov je nato izračunan razpon vrednosti za 100 % delež v lastniškem kapitalu po različnih metodah vrednotenja. Pri tem se ravno tako upošteva uteži, in sicer je metodi diskontiranih denarnih tokov prisojene 2/3 uteži in metodi relativnega vrednotenja 1/3 uteži. Na podlagi tega so dobljene naslednje vrednosti družbe Krka, d.d., ter interval ocene tržne vrednosti 1 delnice na dan 31.12.2005.

Tabela 10: Razpon vrednosti ocene tržne vrednosti 1 delnice na dan 31.12.2005

v 000 SIT	Nizko	Srednje	Visoko
Razpon vrednosti za 100% delež v lastniškem kapitalu po različnih metodah vrednotenja			
Na donosu zasnovan način - metoda diskontiranega denarnega toka	276.032.194	313.726.143	363.375.375
Način tržnih primerjav - metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij	464.139.935	489.291.189	512.108.441
Sklep	338.735.000	372.248.000	412.953.000
ali za eno (1) delnico v Sit	95.617,30	105.077,27	116.567,38

Vir: Lastni izračuni.

Ocena tržne vrednosti ene delnice družbe Krka, d.d, naj bi se tako gibala na intervalu od 95.617,30 SIT do 116.567,38 SIT, kar predstavlja tudi interval njene prave notranje vrednosti. Potrebno je omeniti še, da je knjigovodska vrednost delnice na dan 31.12.2005 znašala 35.298 SIT, na borzi pa je delnica Krke znašala 102.342 SIT. Iz navedenega lahko sklenemo, da je vrednost dobljena s pomočjo diskontiranega denarnega toka podcenjena nasproti vrednosti dobljeni s pomočjo relativnega vrednotenja, kar nakazuje na dejstvo, da so primerljiva podjetja na trgu precenjena ter je s tem tudi nekoliko precenjena vrednost družbe Krka, d.d. Glede na to, da je metoda relativnega vrednotenja preveč poenostavljena ter ne upošteva stopenj rasti, tveganja in denarnega toka, je izračunana ponderirana vrednost, ki večjo utež pripisuje metodi vrednotenja diskontiranega denarnega toka. Tako dobljena vrednost

odpravlja pomanjkljivosti posamezne metode ter je tako bližje njeni pravi notranji vrednosti. Za natančnejši pregled vrednosti pa je predstavljen interval prave notranje vrednosti delnice Krka, d.d., ki tudi odraža gibanje delnice na borzi na dan ocenjevanja.

6 SKLEP

Modeli uporabljeni v diplomskem delu zahtevajo veliko napovedi, posplošitev in prilagoditev, kar poraja dvom o pravi vrednosti družbe Krka, d.d. Poraja se vprašanje, če z modeli vrednotenja sploh računamo notranjo vrednost družbe, in ali ni to le subjektivna ocena ocenjevalca. Cilj diplomskega dela je bil tako ugotoviti, katera metoda najboljše pojasnjuje notranjo vrednost delnice. Za odpravo napak, ki pa jih vsebujeta obe metodi, pa je uporabljen ponder vrednosti posamezne metode ter interval vrednosti, ki pojasnjuje oceno prave notranje vrednosti družbe.

Ocena prave notranje vrednosti je rezultat uporabe različnih tehnik vrednotenja, katerih se lahko poslužujemo v postopku vrednotenja. Iz tega sledi, da je posamezen model različno uporaben v različnih fazah transakcije, nobena izmed tehnik vrednotenja pa ne more biti uporabljena v vsaki fazi, zato je pomembno, da hkrati uporabljamo več različnih tehnik, ki dajejo boljši rezultat, kar je na praktičnem primeru prikazano tudi v diplomskem delu.

Vrednost podjetja, dobljena s pomočjo prikazanih izračunov, predstavlja oceno tržne vrednosti delnice družbe Krka, d.d. Vrednost družbe je dobljena s pomočjo metod, ki se v vsakdanji praksi najpogosteje uporabljajo. Pri tem je bila uporabljena statična metoda izračuna posameznih kazalcev, ki jih primerjamo med konkurenčnimi podjetji znotraj panoge ter metoda diskontiranih denarnih tokov.

Vrednost, dobljena s pomočjo diskontiranega denarnega toka je nižja kot je vrednost družbe, dobljena s pomočjo metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzo. Katera izmed cen prikazuje pravo vrednost družbe je težko določiti, zato je potrebno tudi bolj podrobno analizirati dejavnike, ki so vpleteni v posamezno transakcijo. Dejanska cena lahko odstopa od ocenjene tržne vrednosti zaradi različnih faktorjev, končna cena pa je vsekakor odvisna od ponudbe in povpraševanja na trgu vrednostnih papirjev.

S pomočjo izračunov je moč ugotoviti, da je vrednost, dobljena s pomočjo metode diskontiranega denarnega toka, nižja kot znaša cena na borzi na datum ocenjevanja, med tem ko je cena, dobljena s pomočjo tržnih multiplikatorjev, višja od cene na trgu. Iz navedenega sledi, da so primerljive družbe na trgu nekoliko precenjene s strani trga, kar kaže tudi na precenjenost družbe Krka, d.d., pri tem načinu vrednotenja. Posledično je zato v primeru

metode diskontiranih denarnih tokov vrednost delnice družbe Krka, d.d., nižja od cene na borzi, kar kaže na podcenjenost delnice pri tem načinu vrednotenja.

Iz navedenega je tako težko ugotoviti pravo notranjo vrednost delnice družbe Krka, d.d., zato je smotrno za izračun notranje vrednosti uporabiti uteži posamezne metode ter izračunati interval vrednosti znotraj katerega se giblje prava vrednost delnice. V prihodnje se bo cena delnice Krke, d.d., na borzi po vsej verjetnosti gibala znotraj meja intervala notranje vrednosti delnice, kakor je prikazano tudi v izračunu v diplomskem delu. Sama odstopanja izven tega intervala pa bodo nakazovala na neučinkovitost trga kapitala oziroma anomalije trga (zunanjih dejavnikov), ki pa so v največji meri odvisna od ponudbe in povpraševanja. Prav zaradi stopnje učinkovitosti trga kapitala, pa tržna vrednost praviloma ni enaka njeni notranji vrednosti.

LITERATURA

1. Brigham F. Eugene, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Management. 8th ed. Masson (Ohio) : Thomson Learning, 2004. 1038 str.
2. Brigham F. Eugene, Houston F. Joel: Fundamentals of Financial Management, 8th ed. South-Western : Thomson Learning, 1998. 898 str.
3. Brealey A. Richard, Myers C. Stewart, Marcus J. Alan: Fundamentals of Corporate Finance. Third Edition. The McGraw-Hill Companies : University of Phoenix, 2001. 639 str.
4. 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.
5. Črnigoj Matjaž: Na donosu zasnovan pristop k vrednotenju podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, 2004. 54 str.
6. Damodaran Aswath: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd ed. Third Avenue (New York) : John Wiley & Sons, 2002. 992 str.
7. Damodaran Aswath: The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies. Upper Saddle River (New Jersey) : Prentice Hall, 2001. 479 str.
8. Črnigoj Matjaž: Na donosu zasnovan pristop k vrednotenju podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, 2004. 54 str.
9. Keown J. Arthur et al.: Financial Management: principles and applications. 10th ed. Upper Saddle River (New Jersey) : Prentice Hall, 2005. 801 str.
10. Kesič Dragan: Farmacija še naprej dinamična. Finance (Priloga Farmacija), Ljubljana, 26.2.1999. 8 str.
11. Kranjec Samo: Prihaja čas velikih in povezanih. Finance (Priloga Farmacija), Ljubljana, 26.2.1999. 7 str.
12. Lavrenčič Irena: Kaj je relativno vrednotenje?. Kapital: Ljubljana, 2006, 388. str. 41-42
13. Lušnic Karin: Uporaba načina tržnih primerjav pri ocenjevanju vrednosti podjetij, Zbornik referatov 9. letne konference ocenjevalcev vrednosti, Ljubljana 2006, 1.in 2. junij. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2006. str. 41-61.

14. Maček K. Marija: Vrednotenje podjetij (na primeru Gradis podjetje za inženiring). Diplomsko delo. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, 1993. 47 str.
15. Peterlin Jožko: Finančna tveganja in vrednost podjetja. Koper : Fakulteta za management, 2003. 275 str.
16. Pratt P. Shannon: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 4th ed. Homewood : Richard. D. Irwin Inc., 2000. 923 str.
17. Pratt P. Shannon: Valuing Small Businesses and Professional Practices. Second Edition. Homewood : Business One Irwin, 1993. 692 str.
18. Praznik Bojan: Premije in diskonti pri ocenjevanju vrednosti podjetij. Revizor, Ljubljana, 13 (2002). 6, str. 47-64.
19. Praznik Bojan: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 151 str.
20. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Ljubljana : Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.

VIRI

1. Damodaran Online. [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], september 2006.
2. Deželno tveganje: Institutional Investor, marec 2006.
3. Hal B. Heaton, PhD, Valuing Small Businesses: The Cost of Capital. [URL: <http://207.208.196.137/webpac-bin/pdf/ValuingSmallBusinesses.pdf>], januar 1998.
4. Stocks, bonds, bills and inflation : Ibbotson Associates. Valuation Edition, 2006 Yearbook.
5. International Valuation Standards: International Valuation Standard Comittee. eighth edition, 2007
6. Letno poročilo 2005, družba Krka, 31.12.2005. str. 1-70.
7. Letno poročilo 2004, družba Krka, 31.12.2004. str. 1-72.
8. Letno poročilo 2003, družba Krka, 31.12.2003. str.1-69.

9. Povzetek letnega poročila 2005, družba Krka, 31.12.2005.
10. Stopnja donosa 20-letne zakladne menice ZDA. [URL: www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.html], 2006.
11. Wikipedija, prosta enciklopedija, 2007.
12. Krka d.d., spletna stran. [URL: www.krka.si].

SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV

Angleški izraz

Risk averse
CAPM –Capital Assets Pricing Model
WACC – Weighted Average Capital
Cost
APT – Arbitrage Pricing Theory
Terminal ali residual value
Going concern
Income approach
Market approach
Cost approach
Price to earnings
Price to book value
Price to sales
Price to EBT
Price to cash flow

Slovenski izraz

Nenaklonjen tveganju
Model vrednotenja dolgoročnih naložb
Povprečno tehtanje stroška kapitala
Arbitražna teorija določanja cen
Preostala vrednost
Poslujoče podjetje
Na donosu zasnovan način
Način tržnih primerjav
Nabavnovrednostni način
Mnogokratnik cena/donos
Mnogokratnik cena/knjigovodska vrednost
Mnogokratnik cena/prodaja
Mnogokratnik cena/dobiček pred obdavčitvijo
Mnogokratnik cena/bruto denarni tok

PRILOGE

Naslov Priloge	Stran
PRILOGA 1: Temeljni računovodski izkazi družbe Krka, d.d. v obdobju od leta 2003 do leta 2005	1
PRILOGA 2: Projekcije prihodkov in odhodkov družbe za obdobje od leta 2006 do leta 2011	5
PRILOGA 3: Projekcije denarnih tokov za obdobje od leta 2006 do leta 2011	8
PRILOGA 4: Izračun zahtevane stopnje donosnosti	10
PRILOGA 5: Ocena tržne vrednosti 100 % deleža lastniškega kapitala na dan 31.12.2005 ob uporabi metode diskontiranja prihodnjih neto denarnih tokov	11
PRILOGA 6: Multiplikatorji izbranih podjetij	12
PRILOGA 7: Ocena tržne vrednosti 100 % deleža lastniškega na dan 31.12.2005 ob uporabi metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzo	14

PRILOGA 1: Temeljni računovodski izkazi družbe Krka, d.d. v obdobju od leta 2003 do leta 2005

Tabela 1: Izkaz poslovnega izida za obdobje od 1.1.2003 do 31.12.2005

v 000 SIT	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003/2004	2004/2005
Čisti prihodki od prodaje	85.387.877	97.977.511	116.570.332	94,8%	97,0%	87,5%	14,74%	18,98%
Drugi prihodki	4.637.792	3.068.125	16.610.328	5,2%	3,0%	12,5%	-33,85%	441,38%
Prihodek skupaj	90.025.669	101.045.637	133.180.660	100,0%	100,0%	100,0%	12,24%	31,80%
Stroški poslovanja								
Stroški materiala	28.046.251	27.372.515	33.574.525	31,2%	27,1%	25,2%	-2,40%	22,66%
Stroški storitev	14.157.456	16.146.326	18.599.374	15,7%	16,0%	14,0%	14,05%	15,19%
Stroški dela	22.902.209	26.359.527	28.657.196	25,4%	26,1%	21,5%	15,10%	8,72%
Amortizacija	7.767.251	8.250.664	9.128.862	8,6%	8,2%	6,9%	6,22%	10,64%
Prevednotovalni poslovni odhodki pri osnovnih sredstvih	54.492	353.599	198.452	0,1%	0,3%	0,1%	548,90%	-43,88%
Prevednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	866.383	1.146.400	925.677	1,0%	1,1%	0,7%	32,32%	-19,25%
Drugi odhodki iz poslovanja	1.303.182	3.832.049	13.908.010	1,4%	3,8%	10,4%	194,05%	262,94%
	75.097.224	83.461.080	104.992.096	83,4%	82,6%	78,8%	11,14%	25,80%
Dobiček/izguba iz poslovanja	14.928.445	17.584.557	28.188.564	16,6%	17,4%	21,2%	17,79%	60,30%
Prihodki iz financiranja	3.870.133	3.549.249	3.162.387	4,3%	3,5%	2,4%	-8,29%	-10,90%
Stroški financiranja	6.045.533	4.169.900	3.974.877	6,7%	4,1%	3,0%	-31,03%	-4,68%
Dobiček/izguba pri prodaji sredstev				0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	n.a.
Dobiček/izguba pred davki in izrednimi dogodki	12.753.044	16.963.906	27.376.073	14,2%	16,8%	20,6%	33,02%	61,38%
Izredni prihodki	112.715	112.051	64.723	0,1%	0,1%	0,0%	-0,59%	-42,24%
Izredni odhodki	14.395	10.799	25.220	0,0%	0,0%	0,0%	-24,98%	133,54%
Dobiček pred davki	12.851.364	17.065.158	27.415.576	14,3%	16,9%	20,6%	32,79%	60,65%
Čisti dobiček/izguba	11.022.412	14.101.384	21.580.823	12,2%	14,0%	16,2%	27,93%	53,04%

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

Tabela 2: Bilanca stanja za obdobje od leta 2003 do leta 2005

v 000 SIT	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003/2004	2004/2005
Stalna sredstva								
Neopredmetena dolgoročna sredstva	2.198.129	4.337.508	5.240.167	1,5%	2,9%	2,9%	97,3%	20,8%
Opredmetena osnovna sredstva	59.322.654	67.607.520	73.440.344	41,1%	44,7%	40,2%	14,0%	8,6%
Dolgoročne finančne naložbe	30.456.748	31.823.296	35.332.315	21,1%	21,1%	19,3%	4,5%	11,0%
	91.977.531	103.768.324	114.012.827	63,7%	68,7%	62,4%	12,8%	9,9%
Gibliva sredstva								
Zaloge	21.038.789	18.538.074	26.926.295	14,6%	12,3%	14,7%	-11,9%	45,2%
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	6.012	6.829	3.489.639	0,0%	0,0%	1,9%	13,6%	51000,3%
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	28.925.298	25.610.482	33.692.951	20,0%	17,0%	18,4%	-11,5%	31,6%
Kratkoročne finančne naložbe	1.472.022	1.919.757	3.863.593	1,0%	1,3%	2,1%	30,4%	101,3%
Denar in sredstva na banki	828.450	1.100.954	758.768	0,6%	0,7%	0,4%	32,9%	-31,1%
Aktivne časovne razmejitev	59.199	136.367	82.048	0,0%	0,1%	0,0%	130,4%	-39,8%
	52.329.770	47.312.463	68.813.294	36,3%	31,3%	37,6%	-9,6%	45,4%
SREDSTVA SKUPAJ	144.307.301	151.080.787	182.826.121	100,0%	100,0%	100,0%	4,7%	21,0%
Kratkoročne obveznosti								
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	16.610.240	4.756.448	8.729.869	11,5%	3,1%	4,8%	-71,4%	83,5%
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	8.002.593	10.719.052	22.019.754	5,5%	7,1%	12,0%	33,9%	105,4%
Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti do podjetij v	3.930.618	1.710.155	157.079	2,7%	1,1%	0,1%	-56,5%	-90,8%
Pasivne časovne razmejitev	1.406.330	1.372.234	3.834.318	1,0%	0,9%	2,1%	-2,4%	179,4%
	29.949.782	18.557.889	34.741.020	20,8%	12,3%	19,0%	-38,0%	87,2%
Dolgoročne obveznosti in rezervacije								
Rezervacije za obveznosti in stroške	13.344.329	12.025.182	13.027.768	9,2%	8,0%	7,1%	-9,9%	8,3%
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	4.509.154	13.786.543	10.011.560	3,1%	9,1%	5,5%	205,7%	-27,4%
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	n.a.
	17.853.483	25.811.725	23.039.328	12,4%	17,1%	12,6%	44,6%	-10,7%
Obveznosti skupaj	47.803.265	44.369.614	57.780.348	33,1%	29,4%	31,6%	-7,2%	20,9%
Kapital								
Vpoklicani kapital	14.170.448	14.170.448	14.170.448	9,8%	9,4%	7,8%	0,0%	0,0%
Kapitalske rezerve	2.598.736	2.598.736	2.598.736	1,8%	1,7%	1,4%	0,0%	0,0%
Rezerve iz dobička	47.820.807	55.230.357	64.542.300	33,1%	36,6%	35,3%	15,5%	16,9%
Preneseni čisti poslovni izid	5.014.357	3.583.658	5.974.464	3,5%	2,4%	3,3%	-28,5%	66,7%
Čisti poslovni izid tekočega leta	5.011.206	9.101.384	14.280.823	3,5%	6,0%	7,8%	81,6%	56,9%
Prevednotovalni popravek kapitala	21.888.482	22.026.590	23.479.002	15,2%	14,6%	12,8%	0,6%	6,6%
	96.504.036	106.711.173	125.045.773	66,9%	70,6%	68,4%	10,6%	17,2%
OBVEZNOSTI IN KAPITAL SKUPAJ	144.307.301	151.080.787	182.826.121	100,0%	100,0%	100,0%	4,7%	21,0%

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

Tabela 3: Kazalniki poslovanja za obdobje od leta 2003 do leta 2005

<i>v 000 SIT</i>	2003	2004	2005
<i>Rast (nominalno)</i>			
Prihodki	n.a.	14,7%	19,0%
EBITDA	n.a.	30,3%	104,2%
EBIT	n.a.	17,8%	60,3%
<i>Likvidnost</i>			
Denar / sredstva	0,6%	0,7%	0,4%
Quick Ratio	1,04	1,55	1,21
Current Ratio	1,75	2,55	1,98
Obratni kapital / prihodki	40,8%	30,2%	28,7%
<i>Zadolženost</i>			
Obrestno kritje	-2,47	-4,22	-7,09
Obveznosti / Sredstva	33,1%	29,4%	31,6%
Kapital / Sredstva	66,9%	70,6%	68,4%
<i>Učinkovitost</i>			
Dnevi terjatev	124	95	105
Dnevi zalog	90	69	84
Prihodki / Stalna sredstva	0,98	0,97	1,17
Prihodki / Sredstva	0,59	0,65	0,64
<i>Donosnost</i>			
EBITDA marža	8,0%	9,2%	14,3%
EBIT marža	16,6%	17,4%	21,2%
EBITDA / Sredstva	5,0%	6,2%	10,4%
EBIT / Sredstva	10,3%	11,6%	15,4%
<i>DuPont analiza</i>			
Čisti dobiček / Prihodki	12,2%	14,0%	16,2%
Prihodki / Sredstva	59,2%	64,9%	63,8%
Sredstva / Lastniški kapital	149,5%	141,6%	146,2%
DuPont pokazatelj	10,8%	12,8%	15,1%

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

PRILOGA 2: Projekcije prihodkov in odhodkov družbe za obdobje od leta 2006 do leta 2011

Tabela 1: Projekcije prihodkov za obdobje od leta 2006 do leta 2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Prihodki						
v '000 SIT						
Slovenija	19.253.582	20.408.797	21.837.413	23.584.406	25.942.847	29.055.988
rast v %	5%	6%	7%	8%	10%	12%
Jugovzhodna Evropa	24.033.232	27.638.216	30.402.038	33.442.242	36.786.466	38.625.789
rast v %	20%	15%	10%	10%	10%	5%
Vzhodna Evropa	44.101.260	57.331.638	68.797.966	77.053.721	84.759.094	93.235.003
rast v %	40%	30%	20%	12%	10%	10%
Srednja Evropa	36.056.224	45.070.280	54.084.336	60.574.456	66.631.902	73.295.092
rast v %	35%	25%	20%	12%	10%	10%
Zahodna Evropa in čezmorska tržišča	22.996.182	25.525.762	28.588.853	32.305.404	36.828.161	42.352.385
rast v %	15%	11%	12%	13%	14%	15%
Čisti prihodki od prodaje	146.440.480	175.974.693	203.710.606	226.960.230	250.948.469	276.564.258
rast v %	25,6%	20,2%	15,8%	11,4%	10,6%	10,2%
Poraba in odprava dolgoročnih rezervacij	0	0	0	0	0	0
rast v %						
Drugi prihodki, povezani s poslovnimi učinki	0	0	0	0	0	0
rast v %						
Prevrednotovalni poslovni prihodki	203.092	203.092	203.092	203.092	203.092	203.092
rast v %	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Usredstveni lastni proizvodi in storitve	0	0	0	0	0	0
rast v %						
Sprememba vrednosti zalog	0	0	0	0	0	0
rast v %						
Drugi prihodki	203.092	203.092	203.092	203.092	203.092	203.092
rast v %	-98,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Prihodki skupaj	146.643.572	176.177.785	203.913.698	227.163.322	251.151.561	276.767.350
rast v %	10,1%	20,1%	15,7%	11,4%	10,6%	10,2%

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

Tabela 2: Projekcije odhodkov za obdobje od leta 2006 do leta 2011

Stroški poslovanja

v '000 SIT / %

Stroški materiala v % prihodkov	36.660.893 25,0%	44.044.446 25,0%	50.978.424 25,0%	56.790.830 25,0%	62.787.890 25,0%	69.191.837 25,0%
Stroški osnovnega materiala in prodanega blaga v % prihodkov	32.261.586 22,0%	38.759.113 22,0%	44.861.014 22,0%	49.975.931 22,0%	55.253.343 22,0%	60.888.817 22,0%
Stroški porabljene energije v % prihodkov	2.346.297 1,60%	2.818.845 1,60%	3.262.619 1,60%	3.634.613 1,60%	4.018.425 1,60%	4.428.278 1,60%
Drugi stroški materiala v % prihodkov	2.053.010 1,4%	2.466.489 1,4%	2.854.792 1,4%	3.180.287 1,4%	3.516.122 1,4%	3.874.743 1,4%
Stroški storitev v % prihodkov	20.603.422 14,1%	24.929.157 14,2%	28.853.788 14,2%	32.143.610 14,2%	35.537.946 14,2%	39.162.580 14,2%
Stroški sejmov, reklame in reprezentance v % prihodkov	7.185.535 4,9%	8.808.889 5,0%	10.195.685 5,0%	11.358.166 5,0%	12.557.578 5,0%	13.838.367 5,0%
Stroški intelektualnih in osebnih storitev v % prihodkov	5.132.525 3,5%	6.166.222 3,5%	7.136.979 3,5%	7.950.716 3,5%	8.790.305 3,5%	9.686.857 3,5%
Stroški storitev v zvezi z vzdrževanjem sredstev v % prihodkov	1.466.436 1,0%	1.761.778 1,0%	2.039.137 1,0%	2.271.633 1,0%	2.511.516 1,0%	2.767.673 1,0%
Stroški prevoznih storitev v % prihodkov	1.466.436 1,0%	1.761.778 1,0%	2.039.137 1,0%	2.271.633 1,0%	2.511.516 1,0%	2.767.673 1,0%
Povračila stroškov zaposlenem v zvezi z delom v % prihodkov	879.861 0,6%	1.057.067 0,6%	1.223.482 0,6%	1.362.980 0,6%	1.506.909 0,6%	1.660.604 0,6%
Stroški storitev fizičnih oseb, ki ne opravljajo dejavnosti v % prihodkov	1.466.436 1,0%	1.761.778 1,0%	2.039.137 1,0%	2.271.633 1,0%	2.511.516 1,0%	2.767.673 1,0%
Stroški plačilnega prometa, bančnih storitev in zavarovanj v % prihodkov	879.861 0,6%	1.057.067 0,6%	1.223.482 0,6%	1.362.980 0,6%	1.506.909 0,6%	1.660.604 0,6%
Stroški najemnin v % prihodkov	586.574 0,4%	704.711 0,4%	815.655 0,4%	908.653 0,4%	1.004.606 0,4%	1.107.069 0,4%
Stroški posredniških provizij v % prihodkov	366.609 0,25%	440.444 0,25%	509.784 0,25%	567.908 0,25%	627.879 0,25%	691.918 0,25%
Stroški ostalih storitev v % prihodkov	1.173.149 0,8%	1.409.422 0,8%	1.631.310 0,8%	1.817.307 0,8%	2.009.212 0,8%	2.214.139 0,8%
Stroški dela št. zaposlenih konec leta strošek dela na zaposlenega strošek odpravnin v % prihodkov	30.215.404 4100 7.370 20,6%	32.418.181 4300 7.539 18,4%	34.706.301 4500 7.713 17,0%	37.082.526 4700 7.890 16,3%	39.549.697 4900 8.071 15,7%	41.285.041 5000 8.257 14,9%
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri osnovnih sredstvih v % prihodkov	146.644 0,10%	176.178 0,10%	203.914 0,10%	227.163 0,10%	251.152 0,10%	276.767 0,10%
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih v % prihodkov	1.173.149 0,80%	1.409.422 0,80%	1.631.310 0,80%	1.817.307 0,80%	2.009.212 0,80%	2.214.139 0,80%
Drugi stroški/prihodki v % prihodkov	14.645.294 10,0%	17.594.875 10,0%	20.364.861 10,0%	22.686.801 10,0%	25.082.506 10,0%	27.640.755 10,0%
Izdatki za varstvo okolja v % prihodkov	293.287 0,2%	352.356 0,2%	407.827 0,2%	454.327 0,2%	502.303 0,2%	553.535 0,2%
Dotacije, pomoči, sofinanciranje v % prihodkov	513.253 0,4%	616.622 0,4%	713.698 0,4%	795.072 0,4%	879.030 0,4%	968.686 0,4%
Štipendije in nagrade dijakom in študentom v % prihodkov	24.929 0,02%	29.950 0,02%	34.665 0,02%	38.618 0,02%	42.696 0,02%	47.050 0,02%
Dajatve, ki niso odvisne od stroškov dela v % prihodkov	263.958 0,2%	317.120 0,2%	367.045 0,2%	408.894 0,2%	452.073 0,2%	498.181 0,2%
Oblikovanje rezervacij v % prihodkov	13.197.921 9,0%	15.856.001 9,0%	18.352.233 9,0%	20.444.699 9,0%	22.603.640 9,0%	24.909.061 9,0%
Ostali stroški v % prihodkov	351.945 0,24%	422.827 0,24%	489.393 0,24%	545.192 0,24%	602.764 0,24%	664.242 0,24%

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

Tabela 3: Projekcije izkaza poslovnega izida za obdobje od leta 2006 do leta 2011

<i>v 000 SIT</i>	<i>napoved</i> 2006	<i>napoved</i> 2007	<i>napoved</i> 2008	<i>napoved</i> 2009	<i>napoved</i> 2010	<i>napoved</i> 2011
Čisti prihodki od prodaje	146.440.480	175.974.693	203.710.606	226.960.230	250.948.469	276.564.258
Drugi prihodki	203.092	203.092	203.092	203.092	203.092	203.092
Prihodek skupaj	146.643.572	176.177.785	203.913.698	227.163.322	251.151.561	276.767.350
Stroški poslovanja						
Stroški materiala	36.660.893	44.044.446	50.978.424	56.790.830	62.787.890	69.191.837
Stroški storitev	20.603.422	24.929.157	28.853.788	32.143.610	35.537.946	39.162.580
Stroški dela	30.215.404	32.418.181	34.706.301	37.082.526	39.549.697	41.285.041
Amortizacija	10.249.862	12.583.862	15.009.862	17.435.862	17.262.083	16.330.391
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri osnovnih sredstvih	146.644	176.178	203.914	227.163	251.152	276.767
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	1.173.149	1.409.422	1.631.310	1.817.307	2.009.212	2.214.139
Drugi stroški/prihodki	14.645.294	17.594.875	20.364.861	22.686.801	25.082.506	27.640.755
Stroški poslovanja skupaj	113.694.666	133.156.121	151.748.460	168.184.099	182.480.487	196.101.511
Dobiček/izguba iz poslovanja	32.948.905	43.021.664	52.165.238	58.979.223	68.671.074	80.665.839
EBITDA	43.198.767	55.605.526	67.175.100	76.415.085	85.933.157	96.996.230
v %	29,5%	31,6%	32,9%	33,6%	34,2%	35,0%
EBIT	32.948.905	43.021.664	52.165.238	58.979.223	68.671.074	80.665.839
v %	22,5%	24,4%	25,6%	26,0%	27,3%	29,1%

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

PRILOGA 3: Projekcije denarnih tokov za obdobje od leta 2006 do leta 2011

Tabela 1: Projekcije amortizacije in investicij za obdobje od leta 2006 do leta 2011

<i>v 000 SIT</i>	2005	napoved 2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011
<u>Sredstva, ki se amortizirajo</u>							
Neopredmetena dolgoročna sredstva	5.240.167	6.098.094	6.590.021	6.715.948	6.475.875	5.869.802	5.578.000
Zgradbe	32.952.235	32.791.746	34.263.257	35.274.768	35.826.279	35.917.790	36.779.201
Oprema in nadomestni deli	23.136.721	25.189.421	25.642.121	24.494.821	21.747.521	20.000.000	20.100.000
Skupaj	61.329.123	64.079.261	66.495.399	66.485.537	64.049.675	61.787.592	62.457.201
<u>Neopredmetena dolgoročna sredstva</u>							
Plus: investicije		2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Manj: amortizacija		-1.142.073	-1.508.073	-1.874.073	-2.240.073	-2.606.073	-2.291.802
Neto sprememba		857.927	491.927	125.927	-240.073	-606.073	-291.802
Amortizacija obstoječih neopredmetenih dolgoročnih sredstev							
Neto vrednost na začetku obdobja	18,3%	5.240.167					
Amortizacija za obdobje		-959.073	-959.073	-959.073	-959.073	-959.073	-444.802
Amortizacija novih investicij							
Vrednost investicij		2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Amortizacija	18,3%	-183.000	-366.000	-366.000	-366.000	-366.000	-200.000
			-183.000	-366.000	-366.000	-366.000	-366.000
				-183.000	-366.000	-366.000	-366.000
					-183.000	-366.000	-183.000
Amortizacija investicij za obdobje		-183.000	-549.000	-915.000	-1.281.000	-1.647.000	-1.847.000
<u>Zgradbe</u>							
Plus: investicije		3.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	6.000.000
Manj: amortizacija		-3.160.489	-3.528.489	-3.988.489	-4.448.489	-4.908.489	-5.138.589
Neto sprememba		-160.489	1.471.511	1.011.511	551.511	91.511	861.411
Amortizacija obstoječih zgradb							
Neto vrednost na začetku obdobja	9,2%	32.952.235					
Amortizacija za obdobje		-3.022.489	-3.022.489	-3.022.489	-3.022.489	-3.022.489	-3.022.489
Amortizacija novih investicij							
Vrednost investicij		3.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	6.000.000
Amortizacija	9,2%	-138.000	-276.000	-276.000	-276.000	-276.000	-100
			-230.000	-460.000	-460.000	-460.000	-460.000
				-230.000	-460.000	-460.000	-460.000
					-230.000	-460.000	-276.000
Amortizacija investicij za obdobje		-138.000	-506.000	-966.000	-1.426.000	-1.886.000	-2.116.100
<u>Oprema in nadomestni deli</u>							
Plus: investicije		8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	9.000.000
Manj: amortizacija		-5.947.300	-7.547.300	-9.147.300	-10.747.300	-9.747.521	-8.900.000
Neto sprememba		2.052.700	452.700	-1.147.300	-2.747.300	-1.747.521	100.000
Amortizacija obstoječe opreme							
Neto vrednost na začetku obdobja	22,2%	23.136.721					
Amortizacija za obdobje		-5.147.300	-5.147.300	-5.147.300	-5.147.300	-2.547.521	
Amortizacija novih investicij							
Vrednost investicij		8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	8.000.000	9.000.000
Amortizacija	20,0%	-800.000	-1.600.000	-1.600.000	-1.600.000	-1.600.000	-1.600.000
			-800.000	-1.600.000	-1.600.000	-1.600.000	-1.600.000
				-800.000	-1.600.000	-1.600.000	-1.600.000
					-800.000	-1.600.000	-1.600.000
Amortizacija investicij za obdobje		-800.000	-2.400.000	-4.000.000	-5.600.000	-7.200.000	-8.900.000
<u>Investicije in amortizacija - vsota za obdobje</u>							
Amortizacija skupaj		-10.249.862	-12.583.862	-15.009.862	-17.435.862	-17.262.083	-16.330.391
Investicije skupaj		13.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	17.000.000

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

Tabela 2: Projekcije obratnega kapitala za obdobje od leta 2006 do leta 2011.

<i>v 000 SIT</i>	2005	<i>napoved</i> 2006	<i>napoved</i> 2007	<i>napoved</i> 2008	<i>napoved</i> 2009	<i>napoved</i> 2010	<i>napoved</i> 2011
Zaloge	26.926.295						
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	3.489.639						
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	33.692.951						
Aktivne časovne razmejitve	82.048						
	64.190.933						
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	22.176.833						
Pasivne časovne razmejitve	3.834.318						
	26.011.151						
Obratni kapital	38.179.782						
kot % prihodkov (na letni osnovi)	28,7%						
Ciljna stopnja obratnega kapitala	29,0%						
Primanjkljaj/presežek obratnega kapitala	-442.609						
Potreben obseg obratnega kapitala	38.622.391	42.526.636	51.091.558	59.134.972	65.877.363	72.833.953	80.262.531
Potrebne naložbe v obratni kapital	442.609	3.904.244	8.564.922	8.043.415	6.742.391	6.956.589	7.428.579

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

Tabela 3: Projekcije denarnega toka za obdobje od leta 2006 do leta 2011.

<i>v 000 SIT</i>	<i>napoved</i> 2006	<i>napoved</i> 2007	<i>napoved</i> 2008	<i>napoved</i> 2009	<i>napoved</i> 2010	<i>napoved</i> 2011	Rezidual
EBIT	32.948.905	43.021.664	52.165.238	58.979.223	68.671.074	80.665.839	
% rast	17%	31%	21%	13%	16%	17%	
davek na EBIT	-8.237.226	-10.755.416	-13.041.309	-14.744.806	-17.167.769	-20.166.460	
EBIT po davkih	24.711.679	32.266.249	39.123.929	44.234.417	51.503.306	60.499.379	62.011.864
Plus: amortizacija	10.249.862	12.583.862	15.009.862	17.435.862	17.262.083	16.330.391	
Bruto denarni tok	34.961.541	44.850.111	54.133.791	61.670.279	68.765.389	76.829.770	62.011.864
Manj: povečanje obratnega kapitala	-3.904.244	-8.564.922	-8.043.415	-6.742.391	-6.956.589	-7.428.579	-2.006.563
Manj: izdatki za investicije	-13.000.000	-15.000.000	-15.000.000	-15.000.000	-15.000.000	-17.000.000	
Prosti denarni tok pred financiranjem	18.057.297	21.285.189	31.090.376	39.927.888	46.808.799	52.401.192	60.005.300

Vir: Letno poročilo Krka, d.d., 2005;

Lastni izračuni.

PRILOGA 4: Izračun zahtevane stopnje donosnosti.

Izračun koeficienta beta

Beta z zadolženostjo za Podjetje	=	1,58	Beta brez zadolženosti x (1 + (1 - davčna stopnja) x (dolg/lastniški kapital))
Beta brez zadolženosti - primerljiva podjetja	=	1,50	Beta brez zadolženosti v panogi Medical-generic drugs
% dolga	=	6,4%	
% lastniškega kapitala po tržni vrednosti	=	93,6%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje	=	25,0%	Ciljna davčna stopnja

Ocena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala po modelu CAPM

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	=	18,30%	Netvegana stopnja donosa + (beta x prihodek za kapitalno tveganje) + prihodek za majhno podjetje + prihodek za deželno tveganje
Netvegana mera donosa	=	4,61%	Nominalna mera donosa 20-letne zakladne menice ZDA
Beta z zadolženostjo - Podjetje	=	1,58	
Prihodek za kapitalno tveganje	=	7,08%	Razlika med povprečno stopnjo donosa delnic in 20 -letnih državnih obveznic v ZDA (1926-2005)
Deželne prilagoditve	=	1,48%	Deželno tveganje po Institutional Investor
Prihodek za majhnost	=	1,02%	Donos delnic majhnih podjetij, ki presega donos, ocenjen s CAPM
Dodatna posebna tveganja Podjetja	=		

Povprečni tehtani strošek kapitala

Povprečni tehtani strošek kapitala	=	17,37%	(% lastniškega kapitala x zahtevana stopnja donosa) + (% dolga x (1 - davčna stopnja) x strošek dolga)
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	=	18,30%	Izračun po modelu CAPM
Strošek dolga pred obdavčitvijo	=	5,00%	Nominalna obrestna mera dolga
Strošek dolga po obdavčitvi	=	3,75%	
% dolga	=	6,4%	Ciljna stopnja zadolžitve
% lastniškega kapitala po tržni vrednosti	=	93,6%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje	=	25,0%	Ciljna davčna stopnja

Viri podatkov:

Beta: Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Prihodek za kapitalno tveganje: Ibbotson Associates, SBBI, Valuation Edition, 2006 Yearbook

Stopnja donosa 20-letne zakladne menice ZDA: www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.html

Prihodek za majhnost: Ibbotson Associates, SBBI, Valuation Edition, 2006 Yearbook

Deželno tveganje: Institutional Investor, March 2006

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 5: Ocena tržne vrednosti 100% deleža lastniškega kapitala na dan 31.12.2005 ob uporabi metode diskontiranja prihodnjih neto denarnih tokov.

<i>v 000 SIT</i>	<i>Izračun vrednosti</i>	<i>napoved 2006</i>	<i>napoved 2007</i>	<i>napoved 2008</i>	<i>napoved 2009</i>	<i>napoved 2010</i>	<i>napoved 2011</i>	<i>Rezidual</i>
EBIT		32.948.905	43.021.664	52.165.238	58.979.223	68.671.074	80.665.839	
% rast		17%	31%	21%	13%	16%	17%	
davek na EBIT		-8.237.226	-10.755.416	-13.041.309	-14.744.806	-17.167.769	-20.166.460	
EBIT po davkih		24.711.679	32.266.249	39.123.929	44.234.417	51.503.306	60.499.379	62.011.864
Plus: amortizacija		10.249.862	12.583.862	15.009.862	17.435.862	17.262.083	16.330.391	
Bruto denarni tok		34.961.541	44.850.111	54.133.791	61.670.279	68.765.389	76.829.770	62.011.864
Manj: povečanje obratnega kapitala		-3.904.244	-8.564.922	-8.043.415	-6.742.391	-6.956.589	-7.428.579	-2.006.563
Manj: izdatki za investicije		-13.000.000	-15.000.000	-15.000.000	-15.000.000	-15.000.000	-17.000.000	
Prosti denarni tok pred financiranjem		18.057.297	21.285.189	31.090.376	39.927.888	46.808.799	52.401.192	60.005.300
Časovni faktor (mid year convention)		0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	
Diskontni faktor		0,92	0,79	0,67	0,57	0,49	0,41	
Sedanja vrednost (SV) prostega denarnega toka pred financiranjem		16.667.728	16.739.732	20.832.640	22.795.127	22.768.819	21.717.084	
Vsota SV denarnega toka	121.521.131							
SV preostale vrednosti	171.434.374							
Ocenjena vrednost investiranega kapitala		Predpostavke				Potencial zadolžitve/izbrana zadolžitve		
za 100% delež, ob tržni predpostavki brez elementov kontrole	292.955.505	<i>WACC</i>				17,4%	EBIT (na letni ravni)	51.388.708
		<i>Residualna stopnja rasti</i>				2,5%	zahtevano obrestno kritje	6
		<i>Obratni kapital / prihodki</i>				29,0%	letni strošek obresti	8.564.785
Manj: obrestovani dolg	-18.741.429							
Plus: denarna sredstva	758.768							
Plus: dolgoročne finančne naložbe	35.332.315	Preostala vrednost					Potencial zadolžitve	171.295.694
Plus: kratkoročne finančne naložbe	3.863.593	Preostali denarni tok				60.005.300	Razmerje dolg/MVIC (ocenjena vrednost	58,5%
Plus: presežek obratnega kapitala	-442.609	Preostala vrednost				413.654.316	100% deleža kapitala)	
		Analiza občutljivosti (WACC in Residualna stopnja rasti)					Izbrana stopnja zadolžitve	6,4%
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala Podjetja							Izbrana zadolžitve	18.749.152
za 100% delež, ob tržni predpostavki brez elementov kontrole	313.726.143							
		15,6%	354.669.109	358.939.792	363.375.375			
Manj: odbitek za pomanjkanje kontrole	0%	17,4%	310.618.621	313.726.143	316.939.249			
Manj: odbitek za pomanjkanje tržljivosti	0%	19,1%	276.032.194	278.357.849	280.754.023			
Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala za 100% delež popravljen za diskont za pomanjkanje tržnosti	313.726.143	Sprememba v %						
				14,4%				
		-1,0%			1,0%			
				-11,3%				
Lastniški delež, ki je predmet ocenjevanja	100,00%							
Ocenjena tržna vrednost 100% lastniškega kapitala 100% delež popravljen za diskont za pomanjkanje tržnosti	313.726.143							

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 6: Multiplikatorji izbranih podjetij.

Tabela 1: Podatki za izračune multiplikatorjev.

v '000	Teva Pharmaceutical Industries Limited	Watson Pharmaceuticals, Inc.	Pliva	STADA Arzneimittel VNA	Actavis	Zentiva	Barr Pharmaceuticals, Inc.	Gedeon Richter PLC	Mediana	Povprečje
Država	ISR	ZDA	HRV	NEM	ISL	CES	ZDA	HUN		
Ticker	TEVA	WPI	PLVA-R-A	SAZ	ACT		BRL	RICHTER		
Datum	31.12.2005	31.12.2005	31.12.2005	31.12.2005	31.12.2005	31.12.2005	31.12.2005	31.12.2005		
Valuta fin. Postavk	\$	\$	\$	EUR	EUR	CZK	\$	HUF		
Finančni podatki (v '000)										
Prihodki	5.250.400	1.646.203	976.313	1.022.059	551.384	11.839.351	1.087.561	171.720.000		
EBITDA	1.551.600	425.238	310.940	161.190	148.471	3.243.236	460.748	56.179.000		
EBITDA %	29,6%	25,8%	31,8%	15,8%	26,9%	27,4%	42,4%	32,7%	27,4%	28,7%
EBIT	1.312.900	218.512	207.077	107.060	106.512	2.578.286	415.683	39.591.000		
EBIT %	25,0%	13,3%	21,2%	10,5%	19,3%	21,8%	38,2%	23,1%	21,8%	21,6%
Dobiček pred davki	1.308.600	219.416	188.747	97.516	91.479	2.669.774	434.524	46.186.000		
Čisti dobiček	1.072.300	138.233	183.656	51.583	81.003	1.928.619	281.593	45.313.000		
neto marža v %	20,4%	8,4%	18,8%	5,0%	14,7%	16,3%	25,9%	26,4%	16,3%	16,7%
Dolgoročni dolg iz financiranja	1.773.300	587.935	223.536	258.723	883.905	2.074.400	11.520	403.000		
Kratkoročni dolg iz financiranja	375.500	0	103.784	48.214	24.494	1.681.593	5.462	118.000		
Davek od dobička	18%	37%	3%	47%	11%	28%	35%	2%		
Tržni podatki										
Datum cene delnice	30.12.05	30.12.05	30.12.05	30.12.05	30.12.05	30.12.05	30.12.05	30.12.05		
Cena navadne delnice	43,01	32,51	66,57	27,55	0,67	1.136,00	62,29	38.315		
Št. navadnih delnic	646.660.148	111.205.000	17.420.768	53.500.300	3.329.101.000	38.136.230	105.759.365	18.633.135		
MVE ['000]	27.812.853	3.615.275	1.159.777	1.473.933	2.219.401	43.322.757	6.587.751	713.928.568		
Dolg iz financiranja ['000]	2.148.800	587.935	327.320	306.937	908.399	3.755.993	16.982	521.000		
MVIC ['000]	29.961.653	4.203.210	1.487.097	1.780.870	3.127.800	47.078.750	6.604.733	714.449.568		
Beta - Ibbotson - nezadolžena	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,5	
Beta popravljena za finančni vzvod	1,59	1,65	1,91	1,67	2,04	1,59	1,50	1,50	1,6	
Struktura kapitala										
Dolg iz financiranja / MVE	7,7%	16,3%	28,2%	20,8%	40,9%	8,7%	0,3%	0,1%	8,7%	
MVE / MVIC	92,8%	86,0%	78,0%	82,8%	71,0%	92,0%	99,7%	99,9%	92,0%	
Dolg iz financiranja / MVIC	7,2%	14,0%	22,0%	17,2%	29,0%	8,0%	0,3%	0,1%	8,0%	

Vir: Lastni izračuni.

Tabela 2: Izračuni multiplikatorjev.

v '000	Teva Pharmaceutical Industries Limited	Watson Pharmaceuticals, Inc.	Pliva	STADA Arzneimittel VNA	Actavis	Zentiva	Barr Pharmaceuticals, Inc.	Gedeon Richter PLC	Mediana	Povprečje
Multiplikatorji za vrednotenje										
MVIC / Prihodki	5,7	2,6	1,5	1,7	5,7	4,0	6,1	4,2	4,16	4,27
MVIC / EBITDA	19,3	9,9	4,8	11,0	21,1	14,5	14,3	12,7	14,33	14,70
MVIC / EBIT	22,8	19,2	7,2	16,6	29,4	18,3	15,9	18,0	18,26	20,04
MVE / Prihodki	5,3	2,2	1,2	1,4	4,0	3,7	6,1	4,2	4,03	3,83
MVE / Dobiček pred davki	21,3	16,5	6,1	15,1	24,3	16,2	15,2	15,5	16,23	17,71
MVE / Čisti dobiček	25,9	26,2	6,3	28,6	27,4	22,5	23,4	15,8	25,94	24,24
MVE / EBIT	21,2	16,5	5,6	13,8	20,8	16,8	15,8	18,0	16,80	17,57
MVE / EBITDA	17,9	8,5	3,7	9,1	14,9	13,4	14,3	12,7	13,36	12,98
Popravki multiplikatorjev									Podatki za podjetje	
Netvegana mera donosa	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%	4,61%	
Pribitek za kapitalsko tveganje	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	
Beta popravljena za finančni vzvod	1,59	1,65	1,91	1,67	2,04	1,59	1,50	1,50	1,50	
Preliminarni strošek kapitala	15,9%	16,3%	18,1%	16,4%	19,1%	15,9%	15,2%	15,2%	15,2%	
Deželne prilagoditve	0,01%	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,03%	1,48%	
Pribitek za majhnost	0,50%	1,02%	1,81%	1,02%	1,02%	1,02%	1,02%	1,02%	1,02%	
Dodatna posebna tveganja Podjetja	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	16,41%	17,34%	20,00%	17,42%	20,10%	16,94%	16,27%	16,29%	17,73%	
razlika potencialne dolgoročne rasti EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Popravek multiplikatorja za tveganje in rast	93%	98%	113%	98%	113%	96%	92%	92%	100%	
Povprečni popravek mutiplikatorja	97%									
Mediana popravkov multiplikatorja	96%									
Izračun za deželne prilagoditve										
Ocena za državo podjetja	85,00	93,50	58,10	92,80	90,00	72,50	93,50	65,30	77,30	
Ocena za ZDA	93,50	93,50	93,50	93,50	93,50	93,50	93,50	93,50	93,50	
Pribitek za kapitalsko tveganje	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	
Deželne prilagoditve	0,01	0,00	0,04	0,00	0,00	0,02	0,00	0,03	1,48%	

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 7: Ocena tržne vrednosti 100% deleža lastniškega na dan 31.12.2005 ob uporabi metode primerljivih podjetij uvrščenih na borzo.

	MVIC / EBIT	MVE / EBIT	MVE / Dobiček pred davki
Vrednost postavke v '000 SIT za Krko	28.188.564	28.188.564	27.415.576
Multiplikator			
osnovna vrednost	18,26	16,80	16,23
popravek za tveganje in rast	0,96	0,96	0,96
izbrana vrednost multiplikatorja	17,4	16,1	15,5
Ocenjena vrednost investiranega kapitala za 100% obvladujoči delež ob tržni predpostavki	491.653.961	452.429.283	424.944.027
Manj: obrestovani dolg	18.741.429		
Ocenjena vrednost 100% deleža lastniškega kapitala na manjšinski in tržni osnovi	472.912.532	452.429.283	424.944.027
Plus: pribitek za element kontrole	0%	0%	0%
Ocenjena vrednost 100% deleža lastniškega kapitala na neobvladujoči in tržni osnovi	472.912.532	452.429.283	424.944.027
Plus: kratkoročne finančne naložbe	3.863.593	3.863.593	3.863.593
Plus: dolgoročne finančne naložbe	35.332.315	35.332.315	35.332.315
Ocenjena vrednost 100% deleža lastniškega kapitala na obvladujoči in tržni osnovi	512.108.441	491.625.191	464.139.935
Manj: diskont za pomanjkanje tržnosti	0%	0%	0%
Ocenjena vrednost 100% deleža lastniškega kapitala na neobvladujoči in polno tržni osnovi	512.108.441	491.625.191	464.139.935
Lastniški delež, ki je predmet ocenjevanja	100%	100%	100%
Ocenjena vrednost 100% deleža lastniškega kapitala na neobvladujoči in polno tržni osnovi	512.108.441	491.625.191	464.139.935

Vir: Lastni izračuni.