

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE
VREDNOTENJE DELNICE DRUŽBE KRKA, D. D.

Ljubljana, julij 2023

ANŽE CEGLAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Anže Ceglar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vrednotenje delnice družbe Krka, d. d., pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Alešem Berkom Skokom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.
11. da sem preveril verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta(-ke): _____

KAZALO

UVOD	1
1 METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA	2
1.1 Sedanja / trenutna vrednost (PV)	2
1.2 Prosti denarni tok podjetja (FCFF)	2
1.3 Preostala vrednost (TV)	3
1.4 Diskontna obrestna mera (r ali WACC)	3
1.5 Izračun vrednosti naložbe po modelu DCF	5
2 PREDSTAVITEV PODJETJA KRKA, D. D.	6
2.1 Zgodovina podjetja Krka, d. d.	7
2.2 Vizija in strategija podjetja Krka, d. d.	7
2.3 Izdelki in ponudba podjetja Krka, d. d.	8
2.4 Vodenje in upravljanje podjetja Krka, d. d.	8
2.5 Delnica podjetja Krka, d. d.	9
3 ANALIZA POSLOVANJA PODJETJA KRKA, D. D.	9
3.1 Prihodki od prodaje izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.	9
3.2 Stroški prodanih izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.	10
3.3 Operativni stroški podjetja Krka, d. d.	12
3.4 EBIT marža podjetja Krka, d. d.	13
3.5 Premoženje in neto operativni kapital podjetja Krka, d. d.	14
4 NAPOVED POSLOVNIH REZULTATOV ZA KRKO, D. D. ZA OBDOBJE NAPOVEDI IN IZRAČUN FCFF	16
4.1 Napoved prihodkov od prodaje izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.	16
4.2 Napoved stroškov prodanih izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.	17
4.3 Napoved operativnih stroškov podjetja Krka, d. d.	18
4.4 Napoved EBIT in EBIT marže podjetja Krka, d. d.	19
4.5 Napoved amortizacije podjetja Krka, d. d.	20
4.6 Napoved naložb v premoženje podjetja Krka, d. d.	21
4.7 Izračun FCFF za podjetje Krka, d. d.	22
5 OCENA DISKONTNE OBRESTNE MERE (WACC)	23
6 IZRAČUN VREDNOSTI DELNICE KRKE, d. d. PO METODI DCF	24
SKLEP	25

LITERATURA IN VIRI	26
---------------------------------	-----------

KAZALO TABEL

Tabela 1: Izračun FCFF za napovedno obdobje 2022–2026 (v tisoč EUR)	23
Tabela 2: Izračun WACC	24
Tabela 3: Izračun ocenjene vrednosti delnice KRKG po DCF modelu	25

KAZALO SLIK

Slika 1: Rast prihodkov od prodaje (v %)	10
Slika 2: Prihodki od prodaje (v milijon EUR).....	10
Slika 3: Proizvajalni stroški prodanih proizvodov (v milijon EUR).....	11
Slika 4: Razmerje med stroški prodanih proizvodov in prihodki od prodaje (v %).....	12
Slika 5: Stroški poslovanja (v milijon EUR).....	13
Slika 6: Razmerje med stroški poslovanja v odnosu do prihodkov od prodaje (v %)	13
Slika 7: EBIT marža (v %).....	14
Slika 8: Dolgoročna in kratkoročna sredstva (v milijon EUR)	15
Slika 9: Naložbe (v milijon EUR).....	15
Slika 10: Neto obratni kapital (v milijon EUR)	16
Slika 11: Razmerje med neto obratnim kapitalom in prihodki od prodaje (v %)	16
Slika 12: Napoved prihodkov od prodaje (v milijon EUR)	17
Slika 13: Napoved stroškov prodanih proizvodov (v milijon EUR).....	18
Slika 14: Napoved stroškov poslovanja (v milijon EUR).....	19
<i>Slika 15: Napoved EBIT dobička (v milijon EUR).....</i>	<i>19</i>
Slika 16: Napoved EBIT marže (v %)	20
<i>Slika 17: Napoved amortizacije (v milijon EUR).....</i>	<i>20</i>
<i>Slika 18: Napoved naložb v opredmetena in neopredmetena sredstva (v milijon EUR)</i>	<i>21</i>
Slika 19: Napoved naložb v obratni kapital (v milijon EUR)	22

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

DCF – (angl. Discounted cash flow model); metoda diskontiranega denarnega toka

EBIT – (angl. Earnings before interest and taxes); dobiček iz poslovanja

FCFF – (angl. Free cash flow to the firm); prosti denarni tok podjetja

PV – (angl. Present value); sedanja vrednost

TV – (angl. Terminal value); preostala vrednost

WACC – (angl. Weighted average Cost of Capital); tehtano povprečje stroškov kapitala

UVOD

Vlagatelji se odločijo za trgovanje z delnicami oziroma oblikovanje portfeljev z namenom zaslužka. Ko so cene nizke, vlagatelji kupujejo delnice, ko so cene visoke, pa vlagatelji prodajajo delnice. Tako vlagatelji pridejo do finančnih prihodkov, ki jim rečemo lahko tudi kapitalski dobički. Cilj vlagatelja je maksimirati vrednost svoje naložbe ter s tem pridobiti finančno varnostzagotov. To lahko vidimo tudi na primeru podjetij, ki ponujajo svoje delnice na delniškem trgu. V interesu podjetji je povečanje vrednosti njihove delnice na trgu, ker to daje vlagateljem potrdilo, da je podjetje stabilno in predstavlja netvegano in dobičkonostno naložbo. Tržna cena delnice je lahko na trgu prekomerno ali prenizko vrednotena, kar lahko investitorje zmede. Zato si vlagatelji pri investicijskih odločitvah, ali se jim naložba v delnice določene družbe obrestuje, pomagajo z različnimi metodami vrednotenja.

Glede vrednotenja podjetji oziroma naložb so nam na v teoriji na voljo trije pristopi. Prvi pristop je zasnovan na donosu ter predvideva, da je vrednost naložbe enaka vsoti sedanjih vrednosti prihodnjih donosov podjetja. Drugi pristop temelji na tržnih primerjavah in se opira na primerja ocenjenih vrednosti izbranega podjetja s konkurenčnimi podjetji. Zadnji način je zasnovan na sredstvih in ima kot svoj temelj na načelo nadomestitve. To pomeni, da vrednost sredstva ne presega stroškov obnove njegovih sestavih delov. V okviru teh pristopov vrednotenja so zajete še druge podskupine ali metode vrednotenja. Prvi način vrednotenja ima oblikovani še dve podskupini oziroma pristopa. Prvi pristop je osnovan na podlagi kapitalizacije donosa oziroma izračuna prihodnjih donosov, druga pristop pa je DCF metoda oziroma metoda diskontiranega denarnega toka. Finančni analitiki to metodo aktivno uporabljajo v praksi, saj je primerna za učinkovite analize (Harvard Business School, 2022).

V nalogi bomo za analizo vrednost delnice družbe Krka, d. d. uporabili DCF metodo oziroma metodo diskontiranega denarnega toka. Posledično je zato potrebno teoretično predstaviti DCF metodo. Nato bo sledila analiza poslovanja podjetja Krka, d. d. ter zbiranje vseh potrebnih ocen podatkov, ki jih bomo potrebovali za izdelavo izračunov, ki nam bodo omogočili, da bomo lahko določili oceno vrednosti delnice Krke, d. d. na koncu naloge.

Glavni cilj naloge je oceniti vrednost delnice podjetja Krka, d. d. in ugotoviti, ali je tržna cena delnice postavljena previsoko, delnica se prodaja s premijo, oziroma ali ima Krka, d. d. resnično takšno vrednost podjetja, da lahko upraviči visoko ceno delnice na trgu.

Naloga obsega šest poglavji. Prvo poglavje zajema opis metode DCF in predstavi glavne korake za izračun vrednost podjetja. Drugo poglavje vsebuje kratek pregled Krke, d. d. kot podjetja. Tretje poglavje obsega finančno analizo oziroma analiza poslovanja Krke, d. d. Četrto poglavje zajema napoved poslovanja K, ki jo bomo potrebovali za izračunu ocene dohodkov in finančnih tokov. V petem poglavju na podlagi izračuna določena diskontna mera Šesto poglavje pa kot zadnje poglavje prikazuje izračun vrednosti delnice Krke, d. d.

1 METODA DISKONTIRANEGA DENARNEGA TOKA

Metoda diskontiranja denarnega toka (angl. Discounted cash flow model, v nadaljevanju DCF) temelji na predpostavki, da je ocena investicije enakovredna sedanji vrednosti pričakovanih prihodnjih donosov, ki jih bo prejel lastnik. Metoda DCF prihodnje donose diskontira z diskontno obrestno mero. Diskontna obrestna mera je kvantitativna ocena tveganja, ki izhaja iz kombinacije predvidenega donosa in vpliva časa na vrednost denarja. DCF metoda razdeli obdobje projekcij v dve fazi. Prva faza obdobja projekcije zajema predvideno časovno obdobje, ki se razteza v območju od pet do deset let. Druga faza pa obsega obdobje vse do večnosti, saj DCF metoda predvideva, da bo podjetje poslovalo v nedogled. Za predvideno časovno obdobje je potrebno izdelati napoved, katera prikazuje pričakovane donose podjetja. DCF se izkaže kot najprimernejši pristop, saj prikazuje koliko je naložba vredna danes, ta vrednost pa temelji na vseh predvidenih prihodnjih donosih. DCF model je teoretično izredno primeren in učinkovit, vendar v realnosti prihaja do pomislekov, oziroma se pojavljajo vprašanja glede njegove, saj DCF metoda v veliki mere sloni na osebnih presojah investitorja. Izračun DCF zahteva napoved donosov za vsa leta in diskontno obrestno mero. Oba dejavnika v veliki mere vplivata na oceno izračun končne vrednosti izbrane delnice, zato tudi manjše spremembe upoštevanih donosov ali diskontnih obrestnih mer lahko privedejo do različnih rezultatov. (Investopedia, 2023).

1.1 Sedanja / trenutna vrednost (PV)

Sedanja oziroma trenutna vrednosti (angl. Present value, v nadaljevanju PV) predvidenih neto denarni tokovi podjetja (angl. Free cash flow to the firm, v nadaljevanju FCFF) za določeno obdobje, predstavlja oziroma je enaka vrednosti podjetja. Te denarne tokove je potrebno diskontirati, za ta namen pa se uporabi primerna stopnja diskontiranja. Spodnja enačba prikazuje izračun PV (Investopedia, 2023a).

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} = \frac{FCFF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

Razlaga elementov enačbe:

- PV – sedanja / trenutna vrednost,
- $FCFF_t$ – neto denarni tok podjetja v obdobju t ,
- n – časovno obdobje napovedi,
- r – diskontna obrestna mera.

1.2 Prosti denarni tok podjetja (FCFF)

Prvi element, ki ga je potrebno izračunati oziroma oceniti je donos. Najboljši pokazatelj donosa za vlagatelja se kaže kot prosti denarni tokovi družbe (FCFF). Le-ta predstavlja

znesek denarja, ki podjetju ostane po plačilu vseh stroškov, potrebnih kapitalskih investicij v osnovna sredstva in zagotovitvijo ustrezne ravni obratnega kapitala. Za izračun FCFF moramo od dobička iz poslovanja (angl. Earnings before interest and taxes, v nadaljevanju EBIT) odšteti davek od dobička, prišteti amortizacijo in odšteti vse naložbe. Te naložbe so sestavljene iz naložbe v osnovna sredstva in naložb v obratni kapital. Spodnja enačba prikazuje izračun FCFF (CFI Team, 2023).

$$FCFF = EBIT * (1 - davek) + amortizacija - naložbe \quad (2)$$

1.3 Preostala vrednost (TV)

Oceno vrednosti naložbe v lastniški kapital izvajamo na podlagi predpostavke, da podjetje posluje v neskončnost. V situaciji, kjer za primer uporabimo enačbo za izračun PV (1), moramo parameter t določiti do neskončnosti. V praksi ni mogoče predvideti vseh elementov enačbe do neskončnosti, zato kot rešitev lahko preostalo vrednost izračunoma po Gordonovem modelu rasti. Pri izračunu vrednost naložbe, razdelimo postopek v dve fazi. Prva faza se imenuje obdobje napovedi oziroma napovedano časovno obdobje, ki je določeno z uporabo enačbe za PV (1). Druga faza pa se imenuje obdobje po napovedanem časovnem obdobju, kjer se določi preostala vrednost investicije (angl. Terminal value, v nadaljevanju TV), le-ta pa je izračunana na podlagi FCFF. Namesto natančnega izračuna se pogosto poslužujemo model za določitev preostale vrednosti, ki je v praksi bilj znano kot Gordonov model rasti. Razlog za to je zahtevnost ocenjevanja denarnih tokov. Gordonov model rasti temelji na predpostavki stalne pričakovane rasti denarnih tokov. V izračun moramo vnesti stopnjo rasti, ki se v praksi giblje do 2 %. Izračunano TV moramo nato še diskontirati s primerno diskontno obrestno mero, pri tem pa upoštevati časovno obdobje napovedi. Spodnja enačba prikazuje izračun TV (WallStreetPrep, 2023).

$$TV = \frac{FCFF_n * (1+g)}{r - g} \quad (3)$$

Razlaga elementov enačbe:

- TV – preostala vrednost,
- $FCFF_t$ – neto denarni tok podjetja v obdobju t
- g – enakomerna rast neto denarnih tokov,
- r – diskontna obrestna mera.

1.4 Diskontna obrestna mera (r ali WACC)

Določitev diskontne obrestne mere, s katero diskontiramo pričakovane FCFF, predstavlja pomemben vidik DCF modela. Pri izračunu diskontne obrestne mere moramo upoštevati vrednost denarja skozi čas in tveganje. Diskontna obrestna mera je izražena kot tehtano

povprečje kapitalskih stroškov. (angl. Weighted average cost of capital, v nadaljevanju WACC). Namesto r , ki označuje diskontno obrestno mero, bomo v nalogi pri izračunih uporabljali WACC, zaradi lažjega razumevanja. WACC izračunamo s pomočjo spodnje enačbe (CFI Team, 2023a).

$$WACC = (k_L * W_L) + (k_D * W_D) \quad (4)$$

Razlaga elementov enačbe:

- WACC – tehtano povprečje stroškov kapitala,
- k_L – strošek lastniškega kapitala,
- W_L – delež lastniškega kapitala v podjetju,
- k_D – strošek dolžniškega kapitala po davkih,
- W_D – delež dolžniškega kapitala v podjetju.

Tehtano povprečje stroškov kapitala podjetja označujemo z WACC. Pri tem pristopu stroške razdelimo na strošek lastniškega kapitala in strošek dolžniškega kapitala. Te stroške nato ponderiramo glede na njihov delež v strukturi kapitala podjetja. Za izračun posameznega deleže kapitala (na primer delež lastniškega kapitala), moramo vrednost izbranega kapitala (na primer lastniškega kapitala) deliti s celotno vrednostjo kapitala podjetja (Groww, 2023).

V praksi **strošek lastniškega kapitala** najpogosteje izračunamo s pomočjo CAPM modela (angl. Capital asset pricing model), ki ga izračunamo s pomočjo spodnje enačbe (Investopedia, 2023b).

$$k_L = r_f + (r_m - r_f) * \beta \quad (5)$$

Razlaga elementov enačbe:

- k_L – strošek lastniškega kapitala,
- r_f – netvegana donosnost
- r_m – tržna donosnost,
- $r_m - r_f$ – tržna premija za tveganje,
- β – beta koeficient – tržna občutljivost investicije.

Netvegana donosnost je osnovana na podlagi donosnosti državnih obveznic. Le-te so imajo izjemno nizko kreditno tveganje in so zelo likvidne. Stopnjo netvegane donosnosti smo preverili na spletni strani *Trading economics* v razdelku *Slovenia Government Bond*, ter ugotovili, da je donosnost za desetletno državno obveznico znašala 3,43 %, dne 19. april 2023. (Trading Economics, 2023).

Razlika med ekonomsko vrednostjo lastniškega kapitala in netvegano donosnostjo imenujemo **tržna premija za tveganje**. Investitorji se na njeni podlagi odločajo, kam bodo vložili svoja sredstva. Pri vlaganju na podlagi tržne premije investitorji izbirajo kam bodo vložili svoja sredstva. Pri tem se odločajo med investicijami v delnice podjetij, netvegane naložbe ali vrednostne papirje. S pomočjo spletne *Damodaran* smo pridobili podatek o tržni premiji za tveganje. Ta spletna stran prikazuje podatek o stopnji tržne premije za tveganje, ki je izračunana na mesečni ravni. Omenjena stopnja je izračuna kot razlika med povprečnim donosom ameriškega indeksa S&P 500. Indeks S&P 500 je osnovan na tržni kapitalizaciji petsto največjih podjetij, ki poslujejo v Ameriki in so kotirala na borzi v zadnjih dvanajstih mesecih. Nato se tej podatki primerjajo z dvajset letno netvegano donosnostjo. V naših izračunih smo uporabili tržno premijo za tveganje, ki je dne 1. april 2023 znašala 4,88 %. (Damodaran online, 2023).

S pomočjo **beta koeficienta** dobimo informacijo o tveganosti naše naložbe. Beta koeficient nam pokaže kako je investicija občutljiva na spremembe na trgu oziroma kako se bodo spreminjali donosi glede na razmere na trgu. Koeficient beta nam torej pove kako tvegana je posamezna naložba. Če je vrednost bete nižja od ena, je naložba manj tvegana glede na povprečno tržno tveganje in obratno če je vrednost bete višja od ena bo tveganje naložbe višje glede na povprečno tržno tveganje (WallStreetMojo, 2023).

Podatek o koeficientu beta smo vzeli na spletni strani *Yahoo Finance*, ki ima podatek o beta koeficientu za vse delnice, ki kotirajo na borzah. Beta koeficient je izračunan na podlagi na mesečni ravni podatkov, za preteklih pet let. Beta za delnico Krke, d. d. znaša 0,48. S pomočjo te vrednosti lahko sklepamo, da je naložba manj tvegana glede na povprečno tveganje na trgu (Yahoo Finance, 2023).

Izračun **stroška dolžniškega kapitala** je sestavljen iz povprečne obrestne mere, ter upoštevanjem efektivne davčne stopnje določenega podjetja. Izračun stroška dolžniškega kapitala prikazuje spodnja enačba (Investopedia, 2022).

$$k_d = r_{POVP} * (1 - t) \quad (6)$$

Razlaga elementov enačbe:

- k_D – strošek dolžniškega kapitala,
- r_{POVP} – povprečna obrestna mera,
- t – efektivna davčna stopnja podjetja.

1.5 Izračun vrednosti naložbe po modelu DCF

Potem, ko pridobimo in izračunamo vse potrebne podatke, smo pripravljeni za izračun vrednosti delnice, pri čemer je predpogoj izračun vrednosti podjetja. Vrednost podjetja

izračunamo s pomočjo DCF modela. To storimo s pomočjo spodnje enačbe, v katero vstavimo pridobljene podatke (Finance Strategists, 2023).

$$V = PV + \frac{TV}{(1+WACC)^n} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{FCFF_n * (1+g)}{\frac{WACC-g}{(1+WACC)^n}} \quad (7)$$

Razlaga elementov enačbe:

- V – vrednost podjetja,
- PV – sedanja / trenutna vrednost,
- TV – preostala vrednost,
- $FCFF_t$ – neto denarni tok podjetja v obdobju t.
- n – število časovnih obdobji napovedi,
- WACC – tehtano povprečje stroškov kapitala,
- g – enakomerna rast neto denarnih tokov.

Rezultat, ki ga dobimo, ko izračunamo to enačbo nam pove kolikšna je vrednost celotnega kapitala podjetja. Izračunati pa moramo vrednost lastniškega kapitala, katera je pomembna za potencialnega investitorja, ki se odloča, ali naj investira v izbrano naložbo ali ne. Za izračun te vrednosti moramo od rezultata, ki smo ga pridobili s pomočjo prejšnje enačbe (7), odšteti neto dolg izbranega podjetja. Neto dolg podjetja je sestavljen iz vsote kratkoročnih in dolgoročnih finančnih obveznosti, ki jih zmanjšamo za nepotrebna denarna sredstva podjetja. Izračun je prikazan v spodnji enačbi (Investopedia, 2022a).

$$V_L = V - (\text{dolg. fin. obv.} + \text{krat. fin. obv.} - \text{nepotrebna denarna sredstva}) \quad (8)$$

Razlaga elementov enačbe:

- V_L – vrednost lastniškega kapitala podjetja,
- V – vrednost podjetja.

Ko imamo izračunano tudi vrednost lastniškega kapitala, smo pripravljeni za izračun cene delnice izbranega podjetja. To vrednost pa pridobimo z deljenjem vrednosti lastniškega kapitala s številom delnic izbranega podjetja (Investopedia, 2023).

2 PREDSTAVITEV PODJETJA KRKA, D. D.

Krka, d. d. je eno izmed največjih farmacevtskih podjetij v Sloveniji. Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1954 v Novem mestu, kjer ima tudi sedež. V svojih laboratorijih podjetje razvija in prodaja zdravila za različna zdravstvena področja. Podjetje je znano po inovativnosti in kakovosti, kar dokazuje s številnimi nagradami in priznanji. Poleg razvoja

zdravil se v Krki, d. d. posvečajo tudi družbeni odgovornosti in trajnostnemu razvoji, ter skrbijo za zmanjševanje negativnih vplivov na okolje in družbo (Krka, 2023a).

2.1 Zgodovina podjetja Krka, d. d.

Zgodovina podjetja Krka, d. d. se je začela leta 1954 z ustanovitvijo družbe Krka. Družba je takrat delovala le kot manjši proizvajalec zdravil. Razvoj podjetja se je začel v letih od 1957 do 1959, ko je podjetje začelo z gradnjo proizvodnih obratov in laboratorijev. Velik preboj je podjetje doživelo leta 1970, ko je pričelo z izvozom svojih izdelkov na tuje trge. Krka je bilo prvo farmacevtsko podjetje v Sloveniji, ki se je leta 1992 uvrstilo na Ljubljansko borzo. Podjetje deluje v skladu z mednarodnimi standardi kakovosti, kar dokazuje certifikat ISO 9001 za sistem kakovosti, ki ga je Krka prejela leta 1995 in ga še ima. Z letom 1999 je Krka postala tudi prvo slovensko farmacevtsko podjetje, ki je pridobilo evropsko dovoljenje za trženje lastnih zdravil. Krka je med letoma 2000 in 2004 z izgradnjo novih proizvodnih obratov in laboratorijev povečala proizvodne zmogljivosti. Leta 2004 je podjetje pridobilo tudi certifikat ISO 14001 za sistem upravljanja z okoljem, s čimer dokazuje, da skrbi za okolje in zmanjšuje svoj vpliv nanj. Še večji razvoj in rast so podjetju omogočili visoki vložki sredstev, med letoma 2010 in 2013, v razvoj in razširitev proizvodnih zmogljivosti. Leta 2014 je Krka praznovala 60 let svojega delovanja, kar je bil velik dosežek za podjetje. Naslednje leto pa je podjetje pridobilo dovoljenje ameriške agencije FDA, da lahko trži svoja zdravila v ZDA. V letu 2020 je Krka dosegla 1,49 milijarde evrov prihodkov od prodaje ter 284,4 milijona evrov čistega dobička, kar je bil rekorden rezultat za podjetje (Krka, 2023b).

2.2 Vizija in strategija podjetja Krka, d. d.

Kot farmacevtsko podjetje se Krka, d. d. ukvarja z raziskovanjem, razvojem, proizvodnjo in trženjem zdravil in ostalih farmacevtskih izdelkov. Njihova vizija je postati vodilni proizvajalec generičnih zdravil v Srednji in Vzhodni Evropi, poleg tega pa podjetje želi ohranяти visoko raven kakovosti svojih izdelkov in skrbeti za družbeno odgovornost in trajnostni razvoj. Podjetje svojo vizijo uresničuje s stalnimi vlaganji v raziskave in razvoj, ker bodo tako izboljšali kakovost življenja bolnikov. Delovanje Krke je usmerjeno k skrbi za okolje in ohranjanju narave, poleg tega pa v podjetju skrbijo tudi za varnost in zdravje zaposlenih, ter krepitev lokalnih skupnosti. V skladu s svojo vizijo in poslanstvom Krka neprestano razvija in proizvaja visoko kakovostna zdravila, ki so na voljo širši populaciji in so dostopna po konkurenčnih cenah. Podjetje ima dolgoletno tradicijo poslovanja, skozi katero si je nabralo kar nekaj izkušenj na področju farmacevtske industrije, v tem času pa je tudi razvilo dobre temelje za nadaljnje raziskave in razvoj (Krka, 2023c).

Strategija Krke je osredotočena na širitev in krepitev svojega položaja na trgu ter iskanje novih priložnosti in trgov. Dolgoročna strategija, ki jo ima podjetje zastavljeno do leta 2026, vsebuje glavne cilje, ki jih bo podjetje želelo doseči. Prvi cilj je nadaljnja rast in razvoj, kar zajema nadaljnjo rast prihodkov in dobička, ter posledično ohranjanje stabilnega finančnega

stanja. Glavni poudarek je na izboljšanju prodajnega programa in širitvi poslovanja na tuje trge. Drugi cilj je nadaljnja širitev poslovanja, zlasti v Evropi, Aziji in Latinski Ameriki, poleg tega pa v podjetju želijo ohraniti vodilni položaj na trgih v Jugovzhodni Evropi. Tretji cilj je digitalna transformacija, saj je le-ta čedalje bolj pomembna pri poslovanju, zato si v podjetju prizadevajo za razvoj digitalnih rešitev in orodij, ki bodo izboljšala učinkovitost in produktivnost podjetja. Četrty cilj je inovativnost in razvoj novih izdelkov, zato bodo v podjetju nadaljevali z vlaganji v raziskave in razvoj ter tako prispevali k izboljšanju zdravstva in kakovosti življenja pacientov. Zadnji cilj temelji na trajnostnem razvoju, saj si podjetje želi zmanjšati svoj vpliv na okolje ter izboljšati svojo družbeno odgovornost in skrb za trajnosti razvoj (Krka, 2023d).

2.3 Izdelki in ponudba podjetja Krka, d. d.

Prodajni program Krke d. d. zajema široko paleto zdravil in drugih farmacevtskih izdelkov, ki so namenjeni zdravljenju in negi ljudi in živali. Podjetje je specializirano za proizvodnjo generičnih zdravil, ki so cenovno dostopna alternativa originalnih zdravilom. Krka ponuja široko paleto generičnih zdravil med katerimi lahko izpostavimo zdravila za zdravljenje bolezni srca in ožilja, bolezni dihal, bolezni prebavil, bolezni centralnega živčevja, bolezni mišic in drugo. Poleg generičnih zdravil pa Krka ponuja tudi originalna zdravila, ki so nova in inovativna zdravila, namenjena zdravljenju različnih bolezni, prav tako kot generična zdravila. Krka proizvaja tudi dermatološke izdelke, na primer kreme, losjone, šampone. Ti izdelki so namenjeni negi kože in las ter zdravljenju različnih kožnih bolezni. Podjetje ima v svoji ponudbi tudi prehranska dopolnila, ki so namenjena dopolnjevanju prehrane in zagotavljanju hranil, ki jih naše telo potrebuje. Kot zadnje Krka ponuja tudi OTC izdelke, ki so dostopni brez recepta in so namenjeni lažšanju manjših zdravstvenih težav, kot so bolečine, prehladi, alergije, bolezni ustne votline in drugo (Krka, 2023e).

2.4 Vodenje in upravljanje podjetja Krka, d. d.

S podjetjem Krka, d. d. upravlja petčlanska uprava podjetja, katere predsednik in generalni direktor podjetja je Jože Colarič. Uprava vodi podjetje in odgovarja delničarjem in nadzornemu svetu podjetja. Uprava skrbi za izvajanje strategije podjetja, uresničevanje poslovnega načrta, vodenje poslovnih procesov, finančno upravljanje, vlaganje v raziskave in razvoj in druge ključne vidike poslovanja. Nadzorni svet, katerega predsednik je Jože Mermal, pa nadzira delo uprave in zagotavlja, da podjetje deluje v skladu s pravili, predpisi in standardi upravljanja. Nadzorni svet sestavlja sedem članov, ki jih imenujejo delničarji na skupščini podjetja. Poleg uprave in nadzornega sveta je v podjetju zaposlenih na tisoče ljudi v različnih oddelkih in službah, ki skrbijo za proizvodnjo, prodajo, trženje, raziskave in razvoj ter druge elemente poslovanja podjetja (Krka, 2023f).

2.5 Delnica podjetja Krka, d. d.

Krka, d. d. sledi dolgoročni strategiji rasti dividend ter za izplačilo letih vsako leto nameni najmanj 50 % dobička večinskih lastnikov. Bruto dividenda na delnico se je v obdobju med letoma 2012 in 2022 v povprečju povečala za 14,1 % na leto. Z delnico se pod imenom *KRKG* trguje na Ljubljanski borzi, delnica pa spada v farmacevtski sektor. Od leta 2012 naprej je mogoče z delnico Krke trgovati tudi na Varšavski borzi. Vrednost delnice na Ljubljanski borzi je dne 24. aprila 2023 znašala 115 € (Krka, 2023g).

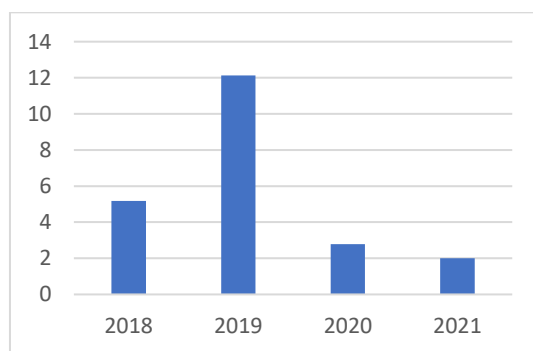
3 ANALIZA POSLOVANJA PODJETJA KRKA, D. D.

V tem poglavju naloge bomo analizirali poslovanje podjetja Krka, d. d. za preteklih pet let, torej od leta 2017 do leta 2021. Vse potrebne podatke za analizo poslovanja smo pridobili iz letnih poročil Krke, d. d. V nadaljevanju so prikazane analize vseh kategorij, potrebnih za vrednotenje podjetja z DCF modelom.

3.1 Prihodki od prodaje izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.

Krka, d. d. ima v svojih letnih poročilih zabeležene tri vrste prihodkov od prodaje, in sicer prihodke od prodaje proizvodov, prihodke od prodaje opravljenih storitev in prihodke od prodaje materiala in trgovskega blaga. Prihodki od prodaje proizvodov nastanejo kot rezultat prodaje zdravil na recept, zdravil brez recepta in veterinarskih izdelkov. Ti prihodki se pripoznajo v izkazu poslovnega izida v trenutku, ko je blago odpremljeno oziroma ga prevzame kupec in s tem prevzame vsa pomembna tveganja in koristi, ki so povezane z lastništvom izdelkov. Prihodki od opravljenih storitev pa se v izkazu poslovnega izida pripoznajo glede na stopnjo dokončanosti posla na datum poročanja. Podjetje meri prihodke od prodaje izdelkov in storitev na podlagi prodajnih cen, ki so navedene na računih ali drugih dokumentih. Te cene so zmanjšane za vračila in popuste, ki so bili odobreni ob prodaji, tudi zaradi zgodnjega plačila. Prav tako kot prihodki od prodaje proizvodov, pa se tudi prihodki od prodaje materiala in trgovskega blaga pripoznajo v izkazu poslovnega izida, ko je blago odpremljeno oziroma ga prevzame kupec. Spodnji grafikon (slika 1) prikazuje prihodke od prodaje podjetja Krka, d. d. v preučevanem obdobju (Krka, 2021).

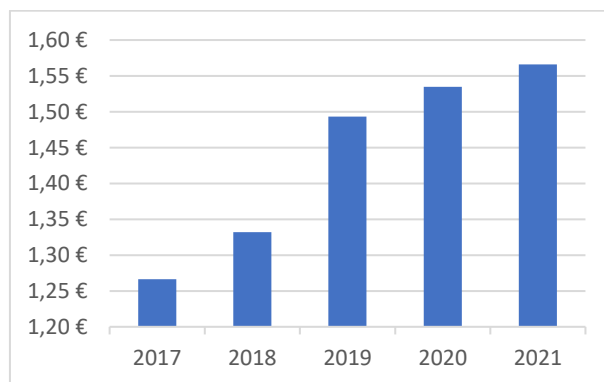
Slika 1: Rast prihodkov od prodaje (v %)



Prirejeno po Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

Podjetje Krka, d. d. je svoje prihodke od prodaje povečala do leta 2021 za 23,64 % glede na leto 2017. Največjo rast prihodkov od prodaje je imela Krka, d. d. v letu 2019, ko so bili prihodki od prodaje za 12,13 % višji glede na leto 2018. Razlog za to je odprtje razvojno-kontrolnega centra 4, ki je ključna razvojna naložba za zagotavljanje kakovosti in produktivnosti podjetja. Spodnji grafikon (slika 2) prikazuje rast prihodkov od prodaje podjetja v preučevanem obdobju (Krka, 2021).

Slika 2: Prihodki od prodaje (v milijon EUR)



Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

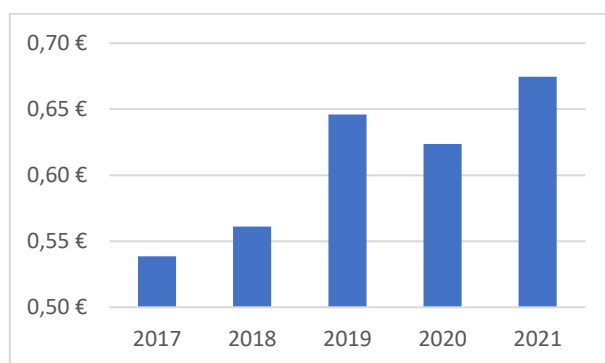
3.2 Stroški prodanih izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.

Podjetje Krka, d. d. ima v letnih poročilih stroške prodanih izdelkov in storitev evidentirane pod eno kategorijo, in to so proizvodjalni stroški prodanih proizvodov. Ti stroški predstavljajo največji delež v strukturi poslovnih odhodkov podjetja. Stroški prodanih proizvodov v podjetju zajemajo stroške, povezane s proizvodnjo izdelkov, ki so bili prodani v obdobju enega leta. Sem podjetje vključuje vse neposredne stroške, ki so potrebni za proizvodnjo izdelka. Glavni stroški, ki so vključeni v to kategorijo, so stroški surovin, stroški embalaže,

stroški dela, stroški neposrednih proizvodnih strojev in opreme, stroški energije in stroški kakovosti. Pod stroške surovin štejemo stroške, ki so povezani z uporabo surovin pri proizvodnji farmacevtskih izdelkov, kot so aktivne učinkovine, vodotopne in lipofilne osnove, ekscipienti in ostali materiali, ki so potrebni za proizvodnjo. Stroški embalaže zajemajo stroške embalaže, ki se uporablja za pakiranje farmacevtskih izdelkov, kot so stekleničke, škatle, nalepke, vložki in podobno. V stroških dela so zajeti stroški, ki so povezani z neposredno proizvodnjo farmacevtskih izdelkov. Med te stroške so vključene plače in nadomestila za delavce, ki neposredno sodelujejo pri proizvodnji, na primer delavci v proizvodnji in laboratorijski tehniki. Med stroške neposrednih proizvodnih strojev in opreme se štejejo stroški vzdrževanja, popravil, amortizacije in stroški najema neposrednih proizvodnih strojev in opreme, ki se uporabljajo pri proizvodnji farmacevtskih izdelkov. Stroški energije zajemajo stroške, ki so potrebni za delovanje proizvodnih naprav, na primer ogrevanje, hlajenje, osvetlitev, in druge vire energije, ki so potrebni za proizvodnjo. Stroški kakovosti pa v podjetju zajemajo stroške preverjanja kakovosti, testiranja in zagotavljanja skladnosti farmacevtskih izdelkov s standardi in predpisi (Krka, 2021).

Podjetje Krka, d. d. je svoje proizvodjalne stroške prodanih proizvodov do leta 2021 glede na leto 2017 povečala za 25,26 %. Velika rast stroškov prodanih proizvodov se je zgodila v letu 2019, ko so stroški prodanih proizvodov za 15,13 % višji glede na leto 2018. V tem letu je bilo opaziti tudi veliko rast prihodov od prodaje, kar smo že analizirali. Razlog za tako rast stroškov prodanih proizvodov je isti kot za rast prihodov od prodaje, in to je odprtje razvojno-kontrolnega centra 4, s katerim je podjetje Krka, d. d. povečalo svojo kakovost in produktivnost. Z odprtjem zgoraj omenjenega centra se je povečala potreba po delavcih, posledično pa tudi stroški dela. Spodnji grafikon (slika 3) prikazuje rast proizvodjalnih stroškov prodanih proizvodov po letih (Krka 2021).

Slika 3: Proizvajalni stroški prodanih proizvodov (v milijon EUR)

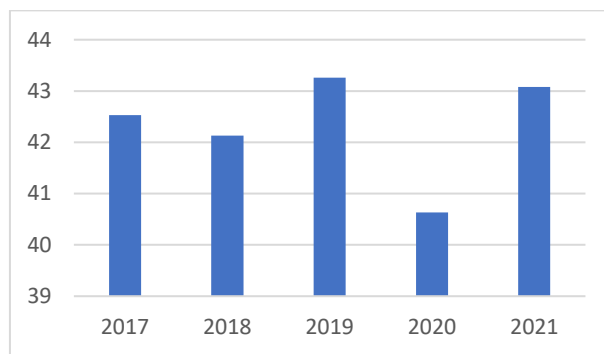


Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

Podjetje je skozi celotno preučevano obdobje imelo relativno konstanto razmerje med stroški prodanih proizvodov v odnosu do prihodkov od prodaje. V preučevanem obdobju izstopa leto 2020, kjer je razmerje med stroški znašalo 40,63 %, v ostalih letih pa je podjetje imelo

razmerje med stroški med 42,13 % in 43,26 %. Razlog za izstopanje v letu 2020 je bil korona virus SARS-CoV-2. Podjetje je v tem času moralo optimizirati svoje stroške, saj se jim je zmanjšal obseg poslovanja, za nekaj časa so morali zaradi odlokov, ki jih je sprejela država, tudi zapreti proizvodne obrate. Spodnji grafikon (slika 4) prikazuje razmerje med stroški prodanih proizvodov in prihodki od prodaje (Krka, 2020).

Slika 4: Razmerje med stroški prodanih proizvodov in prihodki od prodaje (v %)

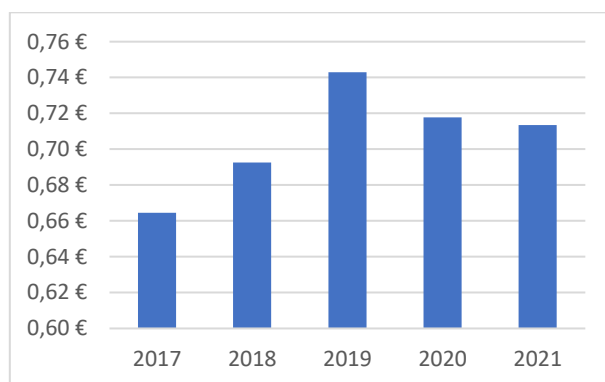


Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

3.3 Operativni stroški podjetja Krka, d. d.

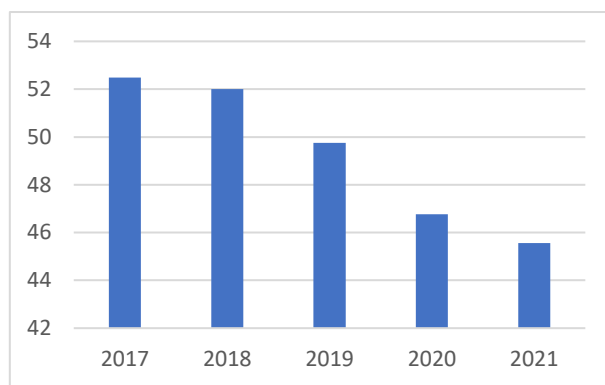
Operativni stroški oziroma stroški poslovanja podjetje Krka, d. d. v letnih poročilih navaja kot stroške splošnih dejavnosti podjetja. V to skupino so šteti vsi stroški, ki so povezani s poslovanjem podjetja, ampak niso neposredno povezani s proizvodnjo farmacevtskih izdelkov. Del stroškov splošnih dejavnosti podjetja predstavljajo stroški uprave ter administracije in stroški trženja in prodaje. Krka, d. d. namenja velik del svojih sredstev za trženje svojih izdelkov in spodbujanje prodaje. V te stroške štejemo plače tržnikov in prodaje, oglaševanje, stroške promocije izdelkov, sponzorstva, izobraževanja, prodajne in poprodajne aktivnosti. Med stroške uprave in administracije so šteti vsi stroški, ki so povezani z upravljanem podjetja. Krka, d. d. mora skrbeti tudi za učinkovito logistiko in upravljanje dobavne verige, če želi ostati konkurenčna na trgu, pri tem pa nastanejo stroški logistike. Med te stroške pa podjetje uvršča stroške prevoza, shranjevanja, upravljanja zalog, sledljivosti in obvladovanja tveganja in podobno. Stroški poslovanja so se v preučevanem obdobju povečevali, kar je posledica povečanja obsega poslovanja podjetja Krka, d. d. Stroški poslovanja so bili najvišji leta 2019, kar je posledica odprtja razvojno-kontrolnega centra 4, ki je kot razvojna naložba povečala kakovost in produktivnost podjetja, posledično pa so se povišali tudi stroški poslovanja. Skozi celotno preučevano obdobje je razmerje med stroški poslovanja v odnosu do prihodkov od prodaje padalo. Spodaj sta prikazana dva grafikona. Prvi grafikon (slika 5) prikazuje rast stroškov poslovanja, drugi grafikon (slika 6) pa razmerje med stroški poslovanja v odnosu do prihodkov od prodaje (Krka, 2021).

Slika 5: Stroški poslovanja (v milijon EUR)



Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

Slika 6: Razmerje med stroški poslovanja v odnosu do prihodkov od prodaje (v %)

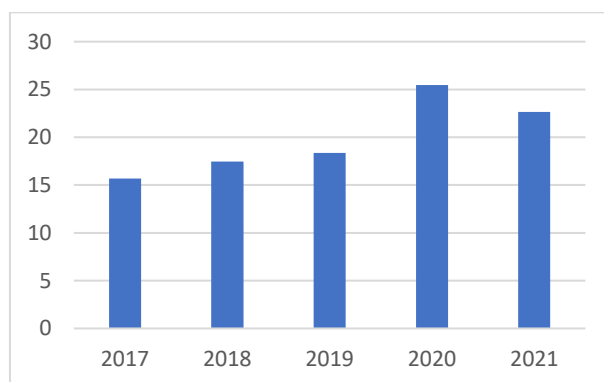


Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

3.4 EBIT marža podjetja Krka, d. d.

EBIT marža je finančni kazalnik, ki se uporablja za merjenje donosnosti podjetja. EBIT marža se izračuna kot razmerje med EBIT in prihodki od prodaje. Kratica EBIT označuje dobiček pred obrestmi in davki (angl. Earnings before interest and taxes). Višja EBIT marža pomeni, da podjetje ustvarja večji dobiček glede na prihodke od prodaje, kar je običajno dober pokazatelj, da je podjetje finančno uspešno. Krka, d. d. je skozi celotno preučevano obdobje imela pozitivno EBIT maržo, kar pomeni, da je finančno uspešno podjetje. V spodnjem grafikonu (slika 7) je prikazana EBIT marža podjetja (EBIT, 2023).

Slika 7: EBIT marža (v %)



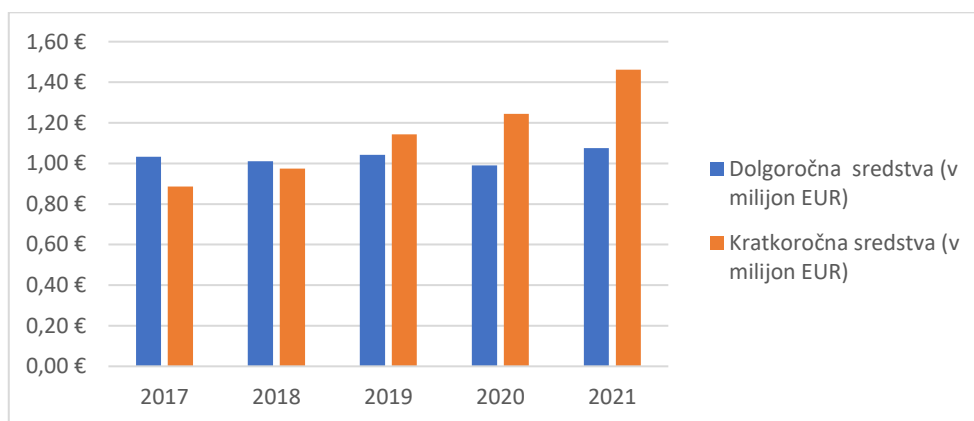
Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

3.5 Premoženje in neto operativni kapital podjetja Krka, d. d.

Podjetje Krka, d. d. tako kot vsa podjetja deli svoja sredstva v osnovi na dolgoročna in kratkoročna sredstva. Med dolgoročna sredstva podjetje v letnem poročilu navaja nepremičnine, naprave, opremo, neopredmetena dolgoročna sredstva, dolgoročne finančne naložbe, dolgoročna dana posojila in ostala dolgoročna sredstva. Med kratkoročna sredstva pa podjetje v letnem poročilu navaja zaloge, terjatve do kupcev in ostala kratkoročna sredstva. Krka, d. d. je proizvodno podjetje, kar pomeni, da ima večino svojih sredstev v proizvodni opremi, zemljiščih in zgradbah. Pri neopredmetenih sredstvih prevladujejo licence ter patenti, ki jih ima Krka, d. d. kot farmacevtsko podjetje kar velik delež. Podjetje je svoja dolgoročna sredstva povečalo do leta 2020 za 4,14 % glede na leto 2017. Do leta 2020 je Krka, d. d. povečala kratkoročna sredstva za 64,98 % glede na leto 2017. Razlog za takšno povečanje je vsakoletno povečanje prodaje izdelkov, zaradi česar je podjetje moralo tudi povečati zalogo izdelkov, ki povečuje kratkoročna sredstva (Krka, 2021).

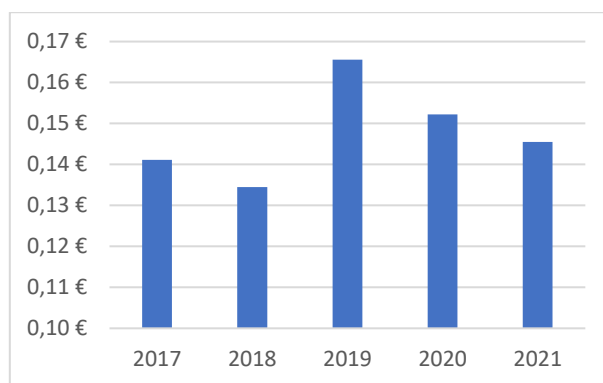
Podjetje je v preučevanem obdobju namenilo del svojih sredstev v naložbe, s katerimi je povečevalo svoja opredmetena in neopredmetena sredstva. Veliko naložb podjetja je bilo usmerjenih v raziskave in razvoj novih farmacevtskih izdelkov. Krka, d. d. je v preučevanem obdobju izvedla največjo naložbo v letu 2019, za izgradnjo razvojno-kontrolnega centra 4. Spodaj sta prikazana dva grafikona. V prvem grafikonu (slika 8) so prikazana dolgoročna in kratkoročna sredstva, v drugem grafikonu (slika 9) pa so prikazani zneski naložb podjetja (Krka, 2021).

Slika 8: Dolgoročna in kratkoročna sredstva (v milijon EUR)



Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

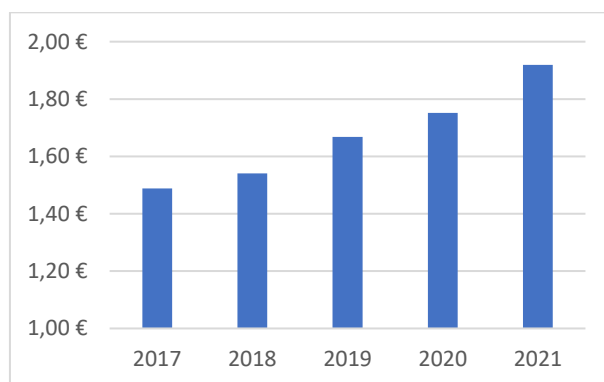
Slika 9: Naložbe (v milijon EUR)



Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

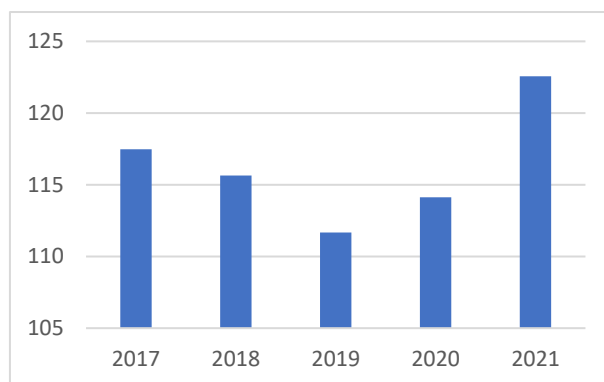
Krka, d. d. je do leta 2021 povečala obratni kapital za 29 % glede na leto 2017. To povečanje lahko pripišemo temu, da je podjetje skozi preučevano obdobje imelo veliko povečevanje kratkoročnih sredstev glede na povečanje obveznosti. Neto obratni kapital smo izračunali tako, da smo od vsote dolgoročnih in kratkoročnih sredstev odšteli vsoto dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti. Spodaj sta prikazana dva grafikona. V prvem grafikonu (slika 10) je prikazan neto obratni kapital podjetja Krka, d. d. v preučevanem obdobju, v drugem grafikonu (slika 11) pa razmerje med neto obratnim kapitalom in prihodki od prodaje.

Slika 10: Neto obratni kapital (v milijon EUR)



Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

Slika 11: Razmerje med neto obratnim kapitalom in prihodki od prodaje (v %)



Prirejeno po Krka, d. d. (2017), Krka, d. d. (2018), Krka, d. d. (2019), Krka, d. d. (2020) in Krka, d. d. (2021).

4 NAPOVED POSLOVNIH REZULTATOV ZA KRKO, D. D. ZA OBDOBJE NAPOVEDI IN IZRAČUN FCFF

Dolžina napovednega obdobja, za katerega bomo napovedali FCFF na letni ravni, znaša pet let, in sicer od leta 2022 do leta 2026.

4.1 Napoved prihodkov od prodaje izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.

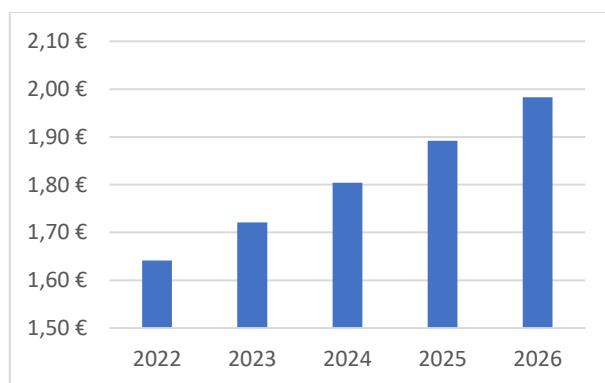
Krka, d. d. sodi v farmacevtsko industrijo in posluje na številnih trgih po vsem svetu. Napoved prihodkov od prodaje bomo naredili na podlagi napovedi rasti prihodkov v farmacevtski panogi, napovedi rasti trga zdravil in na podlagi analize prihodkov od prodaje podjetja Krka, d. d. za obdobje analize poslovanja, torej od leta 2017 do leta 2021. Napoved rasti trga zdravil smo naredili na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili v letnih poročilih

podjetja Krka, d. d. Podjetje v letnih poročilih napoveduje rast trga zdravil (v %) na trgih, kjer posluje, napovedi so tako narejene za slovenski, hrvaški, romunski, poljski, madžarski, češki, slovaški, zahodnoevropski in kitajski trg za prihodnje leto. Te napovedi Krka, d. d. dela na podlagi internih ocen. Na podlagi zbranih podatkov smo izračunali, da Krka, d. d. napoveduje povprečno rast trga zdravil v višini 4,49 % na letni ravni (Krka, 2021).

Podatke o povprečni rasti prihodkov v farmacevtski panogi smo pridobili iz spletne strani *Statista*, kjer smo v razdelku *Health Market Insights* pridobili podatek, da bodo prihodki v farmacevtski industriji imeli do leta 2027 4,50 odstotno stopnjo rasti na letni ravni (Statista, 2023).

Iz analize poslovanja lahko vidimo, da je v preučevanem obdobju Krka, d. d. v vseh letih imela rast prihodkov od prodaje v primerjavi s predhodnim letom, zato lahko predpostavljamo, da bodo prihodki od prodaje podjetja rastli tudi v prihodnosti. Predpostavko o rasti prihodkov od prodaje smo naredili na podlagi izračuna povprečne vrednosti zbranih podatkov o rasti trga zdravil, rasti prihodkov v farmacevtski panogi in analizi prihodkov od prodaje Krke, d. d. v preučevanem obdobju. Na podlagi tega izračuna bomo predpostavili, da bodo prihodki od prodaje Krke, d. d. rastli za 4,84 % na letni ravni. Spodnji grafikon (slika 12) prikazuje napoved rasti prihodkov podjetja Krka, d. d. med letoma 2022 in 2026 (Krka, 2021).

Slika 12: Napoved prihodkov od prodaje (v milijon EUR)



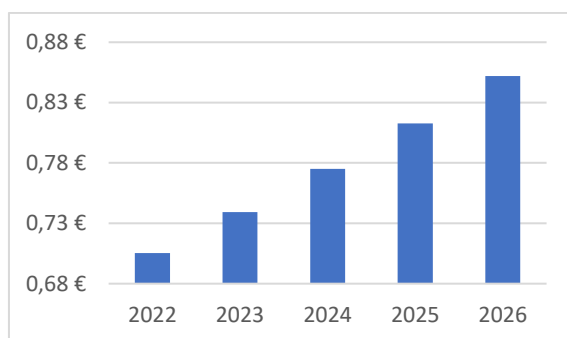
Vir: lastno delo.

4.2 Napoved stroškov prodanih izdelkov in storitev podjetja Krka, d. d.

Stroške prodanih proizvodov bomo napovedali s pomočjo razmerja med le-temi in prihodki od prodaje. Na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili z analizo poslovanja podjetja Krka, d. d., smo izračunali povprečno vrednost razmerja, ki znaša 42,96 %. Predvidevamo, da se bodo v prihodnosti stroški materiala povečevali in da bo podjetje optimiziralo stroške dela. Kot posledica razmer v gospodarstvu in povečanja obsega poslovanja se bodo stroški prodanih proizvodov podjetja Krka, d. d. v prihodnosti povečevali. Na podlagi letnih poročil

podjetja lahko vidimo, da se bo obseg poslovanja v prihodnosti povečeval, trenutne razmere v gospodarstvu pa kažejo na dvig cen surovin in materialov, posledično bo zaradi tega imelo tudi podjetje višje stroške prodanih proizvodov. Krka, d. d. skrbi za optimizacijo stroškov dela v proizvodnji, kar kaže z uporabo vse več robotov in avtomatizacijo proizvodnje. Za napoved stroškov prodanih proizvodov bomo predpostavili, da bo razmerje med stroški prodanih proizvodov in napovedanimi prihodki od prodaje 42,96 %. Spodnji grafikon (slika 13) prikazuje napoved stroškov prodanih proizvodov podjetja Krka, d. d. za obdobje napovedi (Krka, 2021).

Slika 13: Napoved stroškov prodanih proizvodov (v milijon EUR)

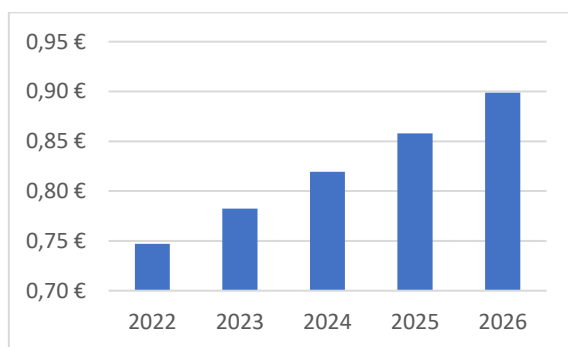


Vir: lastno delo.

4.3 Napoved operativnih stroškov podjetja Krka, d. d.

Operativne stroške oziroma stroške poslovanja bomo napovedali s pomočjo razmerja med le-temi in prihodki od prodaje. Na podlagi analize poslovanja podjetja smo prišli do ugotovitve, da se delež stroškov poslovanja v primerjavi s prihodki od prodaje zmanjšuje skozi leta. Leta 2017 je bilo razmerje 52,48 %, leta 2021 pa 45,56 %, kar pomeni da je delež padel za 6,92 %. Razlog za tak padec je, da podjetje neprestano optimizira stroške poslovanja. Za obdobje napovedi bomo predpostavili, da bo Krka, d. d. nadaljevala z optimizacijo stroškov poslovanja, saj želi ohraniti trenutno optimizacijo in ekonomije obsega. Predvidevali bomo, da bo podjetje še vedno imelo nekaj stroškov, ki so povezani z razmejevanjem stroškov poslovanja. Za napoved stroškov poslovanja bomo predpostavili, da se bo razmerje med stroški poslovanja in napovedanimi prihodki od prodaje vsako leto zmanjšalo za 0,05 % glede na predhodno leto. To predpostavko smo naredili na podlagi izračuna povprečja, za koliko se je v obdobju analize poslovanja podjetja Krka, d. d. spremenilo razmerje med stroški poslovanja in prihodki od prodaje glede na predhodno leto. Spodnji grafikon (slika 14) prikazuje napoved stroškov poslovanja (Krka, 2021).

Slika 14: Napoved stroškov poslovanja (v milijon EUR)

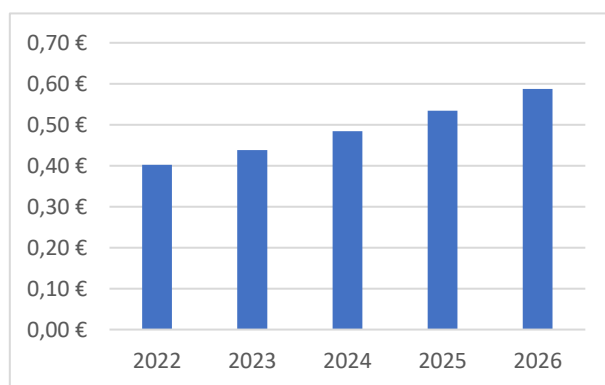


Vir: lastno delo.

4.4 Napoved EBIT in EBIT marže podjetja Krka, d. d.

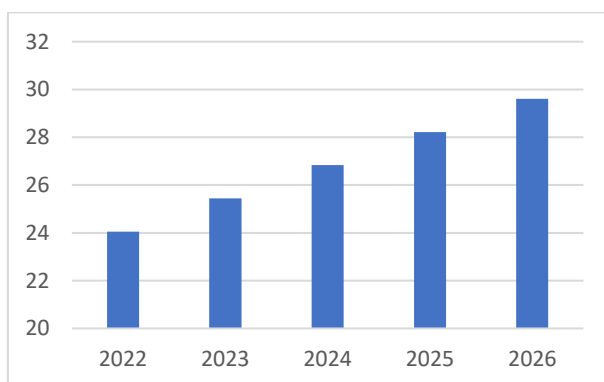
Za izračun FCFF potrebujemo napoved EBIT za obdobje prti let. Za to napoved smo najprej na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili z analizo poslovanja podjetja Krka, d. d., izračunali povprečno stopnjo rasti EBIT marže, ki znaša 1,39 % . Na podlagi tega podatka bomo predpostavili, da bo EBIT marža v obdobju napovedi za 1,39 % višja v primerjavi s predhodnim letom. Rast EBIT dobička in rast EBIT marže je posledica napovedi rasti prihodkov od prodaje in napovedanih nižjih stroškov podjetja zaradi optimizacije stroškov. V spodnjih grafikonih sta prikazani napovedi EBIT dobička (slika 15) in EBIT marže (slika 16), ki smo ju predpostavili za obdobje napovedi.

Slika 15: Napoved EBIT dobička (v milijon EUR)



Vir: lastno delo.

Slika 16: Napoved EBIT marže (v %)

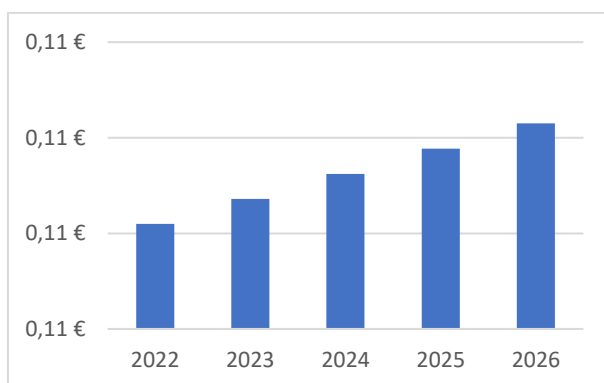


Vir: lastno delo.

4.5 Napoved amortizacije podjetja Krka, d. d.

Za napoved FCFF je pomembna amortizacija, zato smo jo morali napovedati. Na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili iz letnih poročil Krke, d. d., smo izračunali, da je podjetje imelo v preučevanem obdobju povprečno 0,24 odstotno rast amortizacije na letni ravni. Ta delež smo upoštevali tudi za napovedno obdobje, saj ima Krka, d. d. v lasti sredstva, ki jih bo še morala amortizirati v prihodnjih letih. Iz letnih poročil je razvidno, da podjetje razvija nove tehnologije in investira v nadgradnjo proizvodnje, kar bo Krka, d. d. morala amortizirati v prihodnosti. V obdobju napovedi pa bo podjetje določena sredstva že amortiziralo do konca. Rast amortizacije je posledica tudi izgradnje razvojno-kontrolnega centra 4, ki je pomembna investicija in jo bo podjetje moralo v prihodnosti amortizirati. Spodnji grafikon (slika 17) prikazuje napoved amortizacije za podjetje (Krka, 2021).

Slika 17: Napoved amortizacije (v milijon EUR)

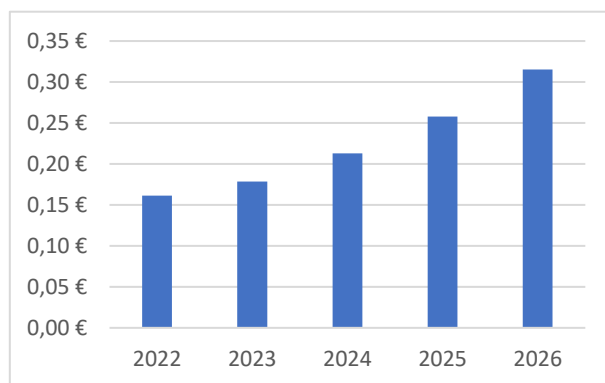


Vir: lastno delo.

4.6 Napoved naložb v premoženje podjetja Krka, d. d.

Naložbe v premoženje podjetja Krka, d. d. smo napovedali tako, da smo primerjali povprečna sredstva podjetja Krka, d. d. glede na povprečne prihodke od prodaje v preučevanem obdobju. V napovedi smo upoštevali tudi povprečen delež naložb glede na sredstva podjetja v preučevanem obdobju, razmerje med naložbami in amortizacijo ter, kako so se v preučevanem obdobju povečevala sredstva podjetja glede na predhodno leto. Iz letnih poročil Krke, d. d. lahko vidimo, da podjetje vlaga v naložbe in razvoj podjetja. Izračuni, ki smo jih naredili na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili iz letnih poročil podjetja, kažejo na to, da se naložbe Krke, d. d. v preučevanem obdobju zmanjšujejo glede na predhodno leto. Razlog je velika naložba, ki jo je podjetje naredilo v letu 2019 v nov razvojno-kontroli center 4, po tem letu pa podjetje ni imelo večjih naložb. Po pregledu letnih poročil smo ugotovili, da podjetje v prihodnosti načrtuje tri večje naložbe, in sicer pripravo projektne dokumentacije za gradnjo novega obrata v Rusiji, projektiranje proizvodnega obrata OTO 2 in pakirnega centra v Novem mestu. Na podlagi zbranih podatkov in izračunov bomo predpostavili, da se bodo naložbe podjetja v prihodnjih letih začele povečevati, ker bo Krka, d. d. začela z naložbami v nove projekte. Za prvi dve leti napovednega obdobja bomo predpostavili, da bo rast naložb znašala 10,80 % glede na predhodne leto. Leta 2024 bomo predpostavil, da se bodo naložbe podjetja povečala na 19,20 % glede na predhodne leto, ker bo takrat podjetje naredilo največje naložbe v nove projekte in pričelo z naložbami še v kakšen nov projekt, ki si ga bo zadalo. V letih 2025 in 2026 bomo predpostavili, da se bodo naložbe prav tako povečeval, ker bo podjetje nadaljevalo z naložbami, ki so potrebne za izgradnjo novega obrata v Rusiji in z ostalimi naložbami v projekte. Za leti 2025 in 2026 bomo predpostavili, da se bodo naložbe prav tako povečevale, zaradi projektov, ki jih podjetje načrtuje, vendar obenem predpostavljamo, da se bodo naložbe povečevale v manjšem razmerju, kot so se povečale v letu 2024 glede na leto 2023. Na podlagi tega predpostavljamo, da bo rast naložb v letu 2025 znašala 21,15 %, v letu 2026 pa 22,25 % glede na predhodno leto. Spodnji grafikon (slika 18) prikazuje napoved naložb v opredmetena in neopredmetena sredstva, ki jih bo podjetje izvedlo v obdobju napovedi (Krka, 2021).

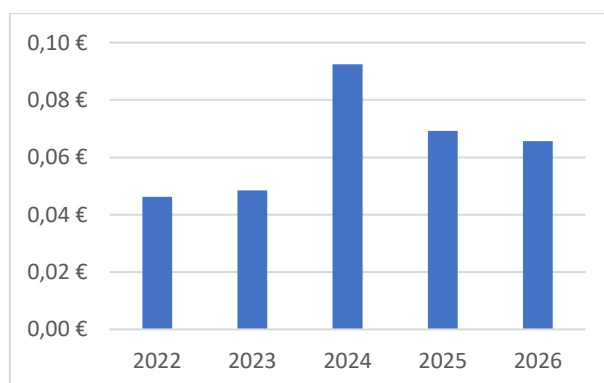
Slika 18: Napoved naložb v opredmetena in neopredmetena sredstva (v milijon EUR)



Vir: lastno delo.

Naložbe v obratni kapital podjetja smo napovedali na podlagi tega, kako se je gibal obratni kapital podjetja v preučevanem obdobju ter glede na razmerje med obratnim kapitalom in prihodki od prodaje. Na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili z analizo poslovanja podjetja v preučevanem obdobju, lahko vidimo, da se obratni kapital podjetja povečuje glede na predhodno leto. Največjo rast lahko vidimo v letu 2019, kar je posledica naložbe podjetja v razvojno-kontroli center 4. Zaradi te naložbe je podjetje tudi potrebovalo več zaloge, da je lahko pokrilo potrebe na trgu. Na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili iz letnih poročil podjetja, lahko sklepamo, da bo podjetje zaradi novih naložb potrebovalo tudi več obratnega kapitala za poslovanje. Na podlagi zbranih podatkov bomo predpostavili, da se bodo naložbe v obratni kapital podjetja, v prvih dveh letih napovednega obdobja, povečale za 4,60 % glede na predhodno leto. Za leto 2024 bomo napovedali rast naložb v obratni kapital za 8,40 %, ker smo predpostavili, da bo podjetje v tem letu izvedlo največ naložb. Za leti 2025 in 2026 bomo predpostavili, da se bodo naložbe v obratni kapital prav tako povečevale, ker se bo povečeval tudi obseg poslovanja podjetja. Predpostavljamo, da bo rast naložb v obratni kapital v letu 2025 znašala 5,80 %, v letu 2026 pa 5,20 % glede na predhodno leto. Spodnji grafikon (slika 19) prikazuje napoved naložb v obratni kapital (Krka, 2021).

Slika 19: Napoved naložb v obratni kapital (v milijon EUR)



Vir: lastno delo.

4.7 Izračun FCFF za podjetje Krka, d. d.

Z izdelavo vseh napovedi lahko izračunamo FCFF, ki ga potrebujemo za vrednotenje naložbe preko modela DCF. FCFF smo izračunali po enačbi (2). Pri izračunu bomo upoštevali povprečno efektivno davčno stopnjo podjetja Krka, d. d., ki znaša 14,28 % in smo jo izračunali na podlagi podatkov, pridobljenih iz letnih poročil podjetja za preučevano obdobje (2017–2021). Spodnja tabela prikazuje izračun FCFF za obdobje napovedi.

Tabela 1: Izračun FCFF za napovedno obdobje 2022–2026 (v tisoč EUR)

Leto	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT * (1 – davek)	343.756,21 €	375.310,00 €	414.973,84 €	457.597,94 €	503.375,96 €
+ Amortizacija	109.098,21 €	109.360,04 €	109.622,51 €	109.885,60 €	110.149,33 €
- Naložbe v obratni kapital	46.276,55 €	48.405,27 €	92.458,28 €	69.202,82 €	65.642,46 €
- Naložbe v sredstva	161.241,00 €	257.639,66 €	212.921,13 €	257.953,95 €	315.348,71 €
FCFF	246.363,87 €	257.639,66 €	219.216,93 €	240.326,77 €	232.534,13 €

Vir: lastno delo.

5 OCENA DISKONTNE OBRESTNE MERE (WACC)

Izračun diskontne obrestne mere (WACC) je pomemben korak, če računamo vrednost podjetja z DCF modelom. Za izračun WACC najprej ocenimo tveganje in nato na podlagi te vrednosti določimo diskontno obrestno mero. Tveganost vlagatelja se bo povečevala z večjo diskontno obrestno mero, to pa posledično vpliva na vrednost naložbe, tako da je le-ta ocenjena nižje. Na podlagi diskontne obrestne mere se investitorji lažje sprejemajo odločitve, kako bodo investirali svoje premoženje oziroma o sestavi svojih investicijski portfeljev.

Izračun diskontne obrestne mere bomo naredili na podlagi enačb, ki smo jih navedli v prvem poglavju naloge. Za izračun WACC smo po enačbi (5) izračunali strošek lastniškega kapitala. V izračunu smo uporabili netvegano stopnjo slovenske državne obveznice, ki smo jo pridobili na spletni strani *Trading Economics* in znaša 3,43 %. Podatek za tržno premijo za tveganje smo pridobili na spletni strani *Damodaran* in znaša 4,88 %. Za oceno beta koeficienta smo uporabili podatek iz spletne strani *Yahoo Finance*, le-ta pa znaša 0,48. Za izračun stroška lastniškega kapitala smo morali prilagoditi beta koeficient za Krko, d. d. To smo storili s pomočjo Hamadove formule, s katero smo izračunali, da prilagojen beta koeficient, ki je uporabljen v izračunu, znaša 0,6024. Na podlagi pridobljenih podatkov smo izračunali strošek lastniškega kapitala, ki znaša 6,37 %.

Za oceno stroška dolžniškega kapitala, ki smo jo izračunali po enačbi (6), smo potrebovali povprečno obrestno mero in efektivno davčno stopnjo podjetja. Potrebne podatke za izračun povprečne efektivne davčne stopnje in povprečne obrestne mere za preučevano obdobje smo pridobili iz letnih poročil podjetja Krka, d. d. Povprečna efektivna davčna stopnja podjetja v preučevanem obdobju je znašala 14,28 %, povprečna obrestna mera pa 1,47 %. Na podlagi pridobljenih podatkov smo izračunali oceno stroška dolžniškega kapitala po davkih, ki znaša 1,26 %.

Za izračun WACC smo morali izračunati še, razmerje dolžniškega in lastniškega kapitala v celotnem kapitalu Krke, d. d. Te izračune smo naredili na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili iz letnih poročil Krke, d. d. Za izračun lastniškega kapitala smo iz letnih poročil pridobili podatke o čistem dobičku donosnosti kapitala Krke, d. d. Za posamezno leto smo najprej delili čisti dobiček z donosom kapitala, da smo dobili vrednost lastniškega kapitala, nato pa smo izračunali povprečno vrednost lastniškega kapitala v preučevanem obdobju. Za izračun dolžniškega kapitala Krke, d. d. pa smo iz letnih poročil podjetja pridobili podatke o finančnem dolgu podjetja. Na podlagi rezultatov smo ugotovili, da znaša delež lastniškega kapitala 97,28 %, delež dolžniškega kapitala pa 2,72 % (Krka, 2021).

V spodnji tabeli je prikazan izračun WACC, ki je narejen s pomočjo enačbe (4). WACC za podjetje Krka, d. d. smo ocenili na 6,23 %.

Tabela 2: Izračun WACC

k_L – strošek lastniškega kapitala	6,37 %
r_f – stopnja donosa v netvegano naložbo	3,43 %
$r_m - r_f$ – tržna premija za tveganje	4,88 %
β_L – prilagojeni beta koeficient za podjetje	0,6024
k_D – ocena stroška dolžniškega kapitala po davkih	1,26 %
r_{POVP} – povprečna obrestna mera podjetja	1,47 %
t – efektivna davčna stopnja podjetja	14,28 %
W_L – delež lastniškega kapitala v podjetju	97,28 %
W_D – delež dolžniškega kapitala v podjetju	2,72 %
WACC – tehtano povprečje stroškov kapitala	6,23 %

Vir: lastno delo.

6 IZRAČUN VREDNOSTI DELNICE KRKE, D. D. PO METODI DCF

V zadnjem koraku naloge bomo izračunali vrednost delnice KRKG. Na podlagi napovedi FCFF za obdobje petih let in izračunu WACC smo na podlagi enačbe za PV (1) izračunali sedanjo vrednost FCFF za napovedno obdobje. Nato smo izračunali TV, s pomočjo enačbe (3), v kateri smo uporabili napovedan FCFF za leto 2026, ter upoštevali konstantno rast v višini 2 % in vrednost diskontirali z WACC. PV za petletno napovedno obdobje znaša 1.065.941.028,16 evra, TV pa znaša 5.607.205.929,26 evra. S seštevkom PV in TV smo dobili vrednost kapitala podjetja v višini 6.673.146.957,41 evra. Od vrednosti kapitala podjetja smo odšteli neto dolg, ki je znašal 385.244.370,00 evra. Neto dolg podjetja Krke, d. d. smo izračunali na podlagi podatkov, ki smo jih pridobili iz letnih poročil podjetja. Neto dolg smo izračunali tako, da smo od skupnega dolga podjetja odšteli likvidnostna sredstva podjetja. Z odštejem neto dolga od vrednosti kapitala podjetja smo dobili podatek o vrednosti lastniškega kapitala. Nato smo lastniški kapital delili s številom vseh izdanih delnic podjetja Krka, d. d., da smo dobili vrednost delnice. Krka, d. d. je imela na podlagi podatkov, ki smo

jih pridobili iz letnih poročil podjetja, dne 7. junija 2023 izdanih 32.793.448 delnic. Preko modela DCF smo vrednost delnice KRKG ocenili na 191,74 evra. Trenutna cena delnice na trgu znaša 112,50 evra. Podatek o trenutni ceni delnice na trgu smo pridobili na spletni strani Ljubljanske borze dne 7. junija 2023. Po naši oceni je delnica KRKG na trgu trenutno podcenjena, saj je tržna cena delnice za 79,24 evra oziroma za 70,38 % nižja od izračunane vrednosti, posledično se delnica prodaja na trgu z diskontom (Krka, 2021).

Tabela 3: Izračun ocenjene vrednosti delnice KRKG po DCF modelu

Neto dolg podjetja	385.244.370,00 €
WACC	6,23 %
Povprečna letna rast	2,00 %
Vrednost celotnega kapitala	6.673.146.957,41 €
Vrednost lastniškega kapitala	6.287.902.587,41 €
Izdane delnice	32.793.448
Ocenjena vrednost	191,74 €

Vir: lastno delo.

SKLEP

V nalogo smo najprej predstavili vrednotenje podjetja s pomočjo DCF, ki temelji na donosih podjetja. DCF model smo uporabili za oceno vrednosti delnice podjetja Krka, d. d., ki je ugledno slovensko podjetje in predstavlja primer podjetja, ki dobro posluje. Na začetku naloge smo najprej teoretično predstavili DCF model, preko katerega smo vrednotili vrednost podjetja Krka, d. d. Model DCF je v realnosti zelo popularen, saj zaradi svojih prednosti prikazuje skoraj realno sliko trga.

Pri oceni vrednosti delnice smo napovedali poslovne parametre, s pomočjo katerih smo tekom izračunov prišli do FCFF Krke, d. d. Petletno napovedno obdobje, za katerega smo delali predpostavke poslovanja, je bilo od leta 2022 do leta 2026. Podatke za izdelavo napovedi smo pridobili iz letnih poročil podjetja Krka, d. d.

Ker je model DCF osnovan na diskontiranem denarnem toku, smo morali FCFF, ki smo ga izračunali, še diskontirati z WACC, ki predstavlja tehtano povprečje stroškov kapitala. Z WACC smo FCFF diskontirali za obdobje pet let ter tako izračunali sedanjo vrednost oziroma PV. Zaradi predpostavke, da bo podjetje poslovalo v neskončnost, smo izračunali preostalo vrednost in ji pripisali letno rast, ki traja v neskončnost. Nato smo sedanjo vrednost in preostalo vrednost sešteli ter tako dobili vrednost celotnega kapitala podjetja. Od te vrednosti smo odšteli neto dolg ter tako prišli do vrednosti lastniškega kapitala. Na koncu smo vrednost lastniškega kapitala delili s številom izdanih vrednosti podjetja Krka, d. d. dne 7. junija 2023 in izračunali, da ocenjena vrednost delnice znaša 191,74 evra.

Delnica KRKG se trenutno na trgu prodaja po ceni 112,50 evra, kar je za 79,24 evra, oziroma 70,38 % nižje od izračunane ocenjene vrednosti. Na podlagi tega lahko predvidevamo, da se delnica na trgu prodaja s diskontom. Delnici KRKG se skozi leta povečuje rast delnice na finančnih trgih, kar lahko vidimo na podlagi preteklih cen delnice. Krka, d. d. je stabilno podjetje z dolgoletno tradicijo poslovanja. Na podlagi zgodovinskih podatkov in ocenjene vrednosti delnice lahko pridemo do zaključka, da naj investitorji kupijo delnico KRKG, ker bodo za delnico plačali manj, kot je njena ocenjena vrednost. V prihodnosti lahko pričakujemo rast cene delnice, zato morajo vlagatelji, ki imajo sedaj delnico v lasti, dolgoročno spremljati, kaj se bo dogajalo s ceno delnice ter jo prodati pravi čas, da ne bodo imeli izgube.

LITERATURA IN VIRI

1. CFI Team. (2023). *CFI Team, Home, Resources, Financial Modeling, FCFF*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/free-cash-flow-to-firm-fcff/>
2. CFI Team. (2023). *CFI Team, Home, Resources, Valuation, WACC*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/>
3. Damodaran online. (2023). *Equity risk premium*. Pridobljeno 19. aprila 2023 iz https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm
4. EBIT. (2023). *EBIT marža*. Pridobljeno 19. maja 2023 iz <https://sl.economy-pedia.com/11039719-ebit-margin-bait-margin>
5. Finance Strategists. (2023). *Finance Strategists, Home, Wealth Management, Valuation, Discounted Cash Flow Model*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.financestrategists.com/wealth-management/valuation/dcf-model/>
6. Groww. (2023). *Groww, Home, Personal Finance, Equity Share Capital*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://groww.in/p/equity-share-capital>
7. Harvard Business School. (2022). *Harvard Business School, HBS Online, Business Insights*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://online.hbs.edu/blog/post/how-to-value-a-company>
8. Investopedia. (2022). *Investopedia, Corporate Finance, Accounting, Cost of Debt*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp>
9. Investopedia. (2022a). *Investopedia, Fundamental Analysis, Tools, Company Equity*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.investopedia.com/ask/answers/070915/how-do-you-calculate-company-equity.asp>
10. Investopedia. (2023). *Investopedia, Corporate Finance, Financial Ratios, DCF*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>

11. Investopedia. (2023a). *Investopedia, Corporate Finance, Financial Statements, Present Value*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.investopedia.com/terms/p/presentvalue.asp>
12. Investopedia. (2023b). *Investopedia, Corporate Finance, Financial Ratios, CAPM*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
13. Krka, d. d. (2017). *Finančna poročila, Letno poročilo 2017*. Pridobljeno 16. maja 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelj/financna-porocila/#2017>
14. Krka, d. d. (2018). *Finančna poročila, Letno poročilo 2018*. Pridobljeno 16. maja 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelj/financna-porocila/#2018>
15. Krka, d. d. (2019). *Finančna poročila, Letno poročilo 2019*. Pridobljeno 16. maja 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelj/financna-porocila/#2019>
16. Krka, d. d. (2020). *Finančna poročila, Letno poročilo 2020*. Pridobljeno 16. maja 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelj/financna-porocila/#2020>
17. Krka, d. d. (2021). *Finančna poročila, Letno poročilo 2021*. Pridobljeno 16. maja 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelj/financna-porocila/#2021>
18. Krka, d. d. (2023a). *Predstavitev*. Pridobljeno 20. aprila 2023 iz <https://www.krka.si/>
19. Krka, d. d. (2023b). *Zgodovina*. Pridobljeno 20. aprila 2023 iz <https://www.krka.si/o-nas/predstavitev/zgodovina/>
20. Krka, d. d. (2023c). *Naše poslanstvo, vizija in vrednote*. Pridobljeno 24. aprila 2023 iz <https://www.krka.si/o-nas/predstavitev/nase-poslanstvo-vizija-in-vrednote/>
21. Krka, d. d. (2023d). *Strategija razvoja*. Pridobljeno 24. aprila 2023 iz <https://www.krka.si/o-nas/predstavitev/strategija-razvoja/>
22. Krka, d. d. (2023e). *Izdelki*. Pridobljeno 24. aprila 2023 iz <https://www.krka.si/izdelki/>
23. Krka, d. d. (2023f). *Vodstvo*. Pridobljeno 24. aprila 2023 iz <https://www.krka.si/o-nas/vodstvo/>
24. Krka, d. d. (2023g). *Vlagatelji*. Pridobljeno 24. aprila 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelj/>
25. Statista. (2023). *Statista, Health Market Insights*. Pridobljeno 29. maja iz <https://www.statista.com/outlook/>
26. Trading Economics. (2023). *Slovenia Government Bond 10Y*. Pridobljeno 19. aprila 2023 iz <https://tradingeconomics.com/slovenia/government-bond-yield>
27. WallStreetPrep. (2023). *WallStreetPrep, Valuation, Terminal Value*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/terminal-value/>
28. WallStreetMojo. (2023). *WallStreetMojo, Home, Investment Banking Resources, Valuation Guides, Beta Coefficient*. Pridobljeno 10. avgusta 2023 iz <https://www.wallstreetmojo.com/beta-coefficient-calculate/>
29. Yahoo Finance. (2023). *Krka, d. d. (KRKG)*. Pridobljeno 19. aprila 2023 iz <https://finance.yahoo.com/quote/KRK.WA/?p=KRK.WA>