

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE
VPLIV KRIZ NA POSLOVANJE IN VREDNOST SKUPINE KRKA

Ljubljana, julij 2023

STEFAN VELJKOVIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Stefan Veljkovič študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vpliv kriz na poslovanje in vrednost Skupine Krka pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem/svetovalko red. prof. dr. Simonom Čadežem

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.

KAZALO

UVOD	1
1 ZGODOVINA IN RAZVOJ KRKE	1
1.1 Zgodovina podjetja Krka	2
1.2 Vloga Krke na farmacevtskem trgu	3
2 TEORETIČNI KONCEPT UČINKOVITOSTI TRGOV	5
2.1 Definicija in razlaga koncepta	5
2.2 Kritika koncepta učinkovitosti trgov	7
3 ANALIZA POSLOVANJA KRKE V KRIZNIH OBDOBJIH.....	10
3.1 Velika finančna kriza leta 2008/2009 Napaka! Zaznamek ni definiran.	
3.2 Vpliv pandemije Covid-19 na poslovanje Krke in ceno njene delnice.....	14
3.3 Ruska invazija na Ukrajino leta 2022	17
SKLEP	19
LITERATURA IN VIRI	21

KAZALO TABEL

Tabela 1: Finančni kazalci podjetja Krka d. d. od 2007-2010.....	12
Tabela 2: Finančni kazalci podjetja Krka d. d. od 2018-2022.....	15

KAZALO SLIK

Slika 1: Prihodki svetovnega farmacevtskega trga od 2001 do 2022 (v milijardah ameriških dolarjev)	4
Slika 2: Prihodki od prodaje podjetja Krka d. d. od 2003-2022.....	17

SEZNAM KRATIC

Angl. – angleško

EMH – Efficient market hypothesis

CAPE - Cyclically adjusted price-to-earnings

IT – Informacijska tehnologija

EBIT – Earnings before interests and taxes

EBITDA – Earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation

ROE – Return on equity

UVOD

V zadnjih desetletjih je farmacevtska industrija postala ena od ključnih panog globalnega gospodarstva, saj je zdravje postalo ena od največjih skrbi sodobnega človeka. Med podjetji, ki izstopajo v tej panogi, je zagotovo Krka, slovensko farmacevtsko podjetje, ki ima že več kot 60 letno tradicijo. V preteklih letih se je Krka uvrstila med vodilna podjetja v svoji panogi v jugovzhodni Evropi, kar ji je omogočilo vstop na svetovni trg (Krka, brez datuma b).

V okviru zaključne strokovne naloge se bom osredotočil na razlago koncepta učinkovitosti trga, ter analizo poslovanja Krke v kriznih obdobjih od leta 2007 do 2022, pri čemer se bom posebej osredotočil na leto velike finančne krize 2008/2009, pandemijo Covid-19 v letu 2020 in posledice ruske invazije na Ukrajino leta 2022.

Namen te zaključne strokovne naloge je preučiti vpliv kriz na poslovanje in vrednost skupine Krka ter ugotoviti, ali tržna vrednost družbe sledi njegovemu poslovanju.

Cilj zaključne strokovne naloge je analizirati poslovanje skupine Krka v času kriz ter gibanje cene delnice v teh krizah.

Prva hipoteza zaključne strokovne naloge je, da krizna obdobja nimajo pomembnega vpliva na poslovanje skupine Krka, druga hipoteza pa je, da krizna obdobja imajo vpliv na ceno delnice skupine Krka.

Metodologija zaključne strokovne naloge bo vključevala deskriptivno in eksploratorno raziskavo. Deskriptivna analiza bo obsegala pregled in analizo finančnih izkazov Krke v obdobju med leti 2007 in 2022. Eksploratorna analiza bo vključevala pregled relevantne literature in študij primerov o vplivu kriznih obdobj na ceno delnic podjetij.

V prvem delu zaključne strokovne naloge bom predstavil zgodovino in razvoj Krke & sicer z namenom, da bi razumel razvoj podjetja in njegov vpliv na poslovanje. V drugem delu bom opisal teoretični koncept učinkovitosti trgov, ter pojasnil za in protiargumente za teorijo o učinkovitih trgih ter predstavil njej alternativno teorijo imenovana vedenjske finance. V tretjem delu bom opravil temeljito analizo poslovanja Krke v zgoraj omenjenih kriznih obdobjih, ter si ogledal vpliv, ki so ga imela krizna obdobja na ceno delnice in njeno poslovanje. V predzadnjem delu bom podal sklep, v katerem bom opisal ali sem zastavljene hipoteze sprejel kot resnične ali zavrgel kot napačne. V zadnjem delu pa bom navedel vso relevantno literaturo, s katero sem si pomagal pri pisanju te naloge in, ki lahko služi kot oporna točka prihodnjim raziskavam.

1 ZGODOVINA IN RAZVOJ KRKE

Če bi se sprehodili skozi zgodovino farmacevtske industrije, bi zagotovo naleteli na ime, ki izstopa med ostalimi – Krka. Podjetje s sedežem v Novem mestu je danes eno največjih

farmacevtskih podjetij v Sloveniji ter pomemben igralec na globalnem farmacevtskem trgu. A kako je Krka prišla do tega statusa? Kakšna je njena zgodovina in kako se je razvijala skozi leta? V tem poglavju bomo raziskali odgovore na ta vprašanja ter spoznali fascinantno pot Krke od skromnih začetkov do enega najuspešnejših farmacevtskih podjetij v Evropi.

1.1 Zgodovina podjetja Krka

Podjetje Krka je eno najuspešnejših farmacevtskih podjetij v Sloveniji in v Evropi. Njena pot se je začela leta 1954, ko je skupina ljubiteljskih kemikov in farmacevtov začela delovati v prostorih starega mesta v Novem mestu. Svoje poslanstvo so začeli uresničevati s proizvodnjo različnih farmacevtskih pripravkov, kot so kreme, mazila, tablete, kapsule in raztopine (Krka, brez datuma b).

V prvih letih je podjetje delovalo pod imenom "Farmaceutski laboratorij Krka", ki je izhajal iz imena reke Krke, ki teče skozi Novo mesto. V tem času je podjetje proizvajalo le nekaj izdelkov, a je že takrat kazalo velik potencial za razvoj (Krka, brez datuma b).

Leta 1959 je Krka vložila prvo patentno prijavo za antidiabetik Tolbusal, kar je pomenilo začetek njenega hitrega razvoja. Podjetje je čez 3 leta v Novem mestu zgradilo nov proizvodni obrat z laboratoriji, nakar so izdelke začeli izvažati tudi na tuje trge. Leta 1975 je pri ameriškemu uradu za hrano in zdravila pridobila prve registracije za proizvodnjo antibiotikov. Krka je postala eno prvih podjetij v Jugoslaviji, ki je proizvajalo antibiotike & je kmalu postala glavni proizvajalec le-teh v državi (Krka, brez datuma b).

V osemdesetih letih je podjetje Krka postalo eden največjih proizvajalcev zdravil na Balkanu. Leta 1988 je Krka registrirala zdravilo za zniževanje krvnega tlaka imenovano Enap, ki je bil več desetletij med Krkinimi najbolj prodajanimi izdelki. V naslednjih letih je Krka nadaljevala z investicijami v različne proizvodne enote, kar ji je omogočilo, da je postala eden največjih proizvajalcev zdravil v Evropi (Krka, brez datuma b).

Do začetka 90. letih prejšnjega stoletja je podjetje Krka imela registriranih že več kot 100 izdelkov v več kot 250 farmacevtskih oblikah. V letih 1996 in 1997 se je Krka prav tako z več kot 90.000 delničarji uvrstila na Ljubljansko borzo in s tem postala največja delniška družba glede na tržno kapitalizacijo v državi, kar ostaja tudi danes (Krka, brez datuma b).

V začetku novega stoletja je Krka intenzivno investirala v svoje proizvodne in distribucijske kapacitete na Poljskem in v Ločni. Leta 2003 je odprlo tudi tovarno trdih oblik zdravil v Rusiji imenovano Krka-Rus (Krka, brez datuma b).

V zadnjem desetletju se je podjetje Krka osredotočilo na razvoj lastnih generičnih zdravil, kar je še povečalo njegovo prisotnost na svetovnem farmacevtskem trgu. V tem obdobju je Krka tudi nadaljevala z nenehnimi investicijami v različne proizvodne enote, kot so npr. Notol 2 in Sinteza 1 na Krškem. Prav tako so veliko truda vložili v raziskave in razvoj novih

zdravil z odprtjem razvojno-kontrolnega centra 4, kar ji je omogočilo, da je ostala konkurenčna na globalnem trgu (Krka, brez datuma b).

Danes Krka predstavlja eno najuspešnejših farmacevtskih podjetij v Evropi. S svojimi izdelki je prisotna v več kot 70 državah po svetu, njeni prihodki pa presegajo 1 milijardo evrov letno. Krka je prejela številne nagrade in priznanja za svoje delo, ter nagrado za najboljše poročilo o trajnostnem razvoju (Krka, brez datuma a).

V svoji zgodovini je Krka dosegla številne uspehe in se razvila v eno največjih farmacevtskih podjetij v Sloveniji ter postala pomemben igralec na svetovnem trgu. Podjetje je dokaz, da se lahko z vztrajnostjo in inovativnostjo in visokimi standardi kakovosti doseže veliko uspeha tudi na trgih izven Slovenije. Krka je leta 2003 v Rusiji zgradilo novo tovarno za razvoj in proizvodnjo trdnih oblik zdravil (Krka, brez datuma b).

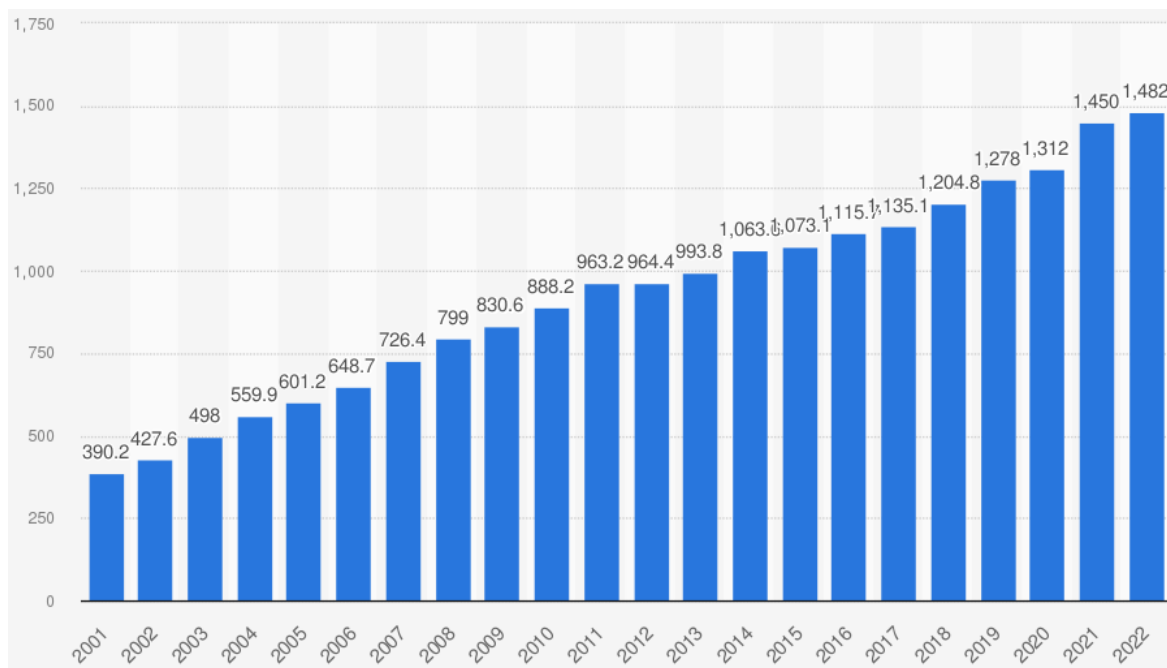
1.2 Vloga Krke na farmacevtskem trgu

Krka je farmacevtsko podjetje z dolgoletno tradicijo in izkušnjami v proizvodnji zdravil ter drugih farmacevtskih izdelkov. S sedežem v Novem mestu, Sloveniji, Krka posluje na več kot 70 trgih po svetu in se uvršča med vodilne farmacevtske družbe v srednji in vzhodni Evropi (Krka, brez datuma b).

Z veliko sigurnostjo lahko rečemo, da ogromen del Krkinega uspeha sloni na izjemnem vodstvu, izjemni delavnosti in zagnanosti njene delovne sile, ter inovativnih poslovnih procesih, ki jih podjetje iz leta v leto uvaja v svojem delovanju. Vendar je po mnenju avtorja izreden vpliv na Krkino uspešnost imela prav panoga v kateri se je Krka znašala ob pravem času t. j. farmacevtska panoga (Krka, brez datuma a).

Vsi se lahko strinjamo tudi z dejstvom, da bodo zdravila in ostali farmacevtskih izdelki še naprej igrali pomembno vlogo v našem vsakdanjem življenju, v kolikor jih bodo seveda podjetja zmožna proizvajati dovolj učinkovito, varno in v skladu s povpraševanjem na trgu. To dejstvo tudi jasno ponazarja sledeči graf na sliki 1, ki prikazuje prihodke svetovnega farmacevtskega sektorja od leta 2001 do 2021. Ta je v zadnjih dvajsetih letih zabeležil 280 % rast, oz. 6,7 % letno nominalno rast. Kot zanimiv podatek lahko omenimo, da znotraj teh dvajsetih let ni bilo niti enega obdobja, kjer bi prihodki tekočega leta bili manjši od predhodnega.

Slika 1: Prihodki svetovnega farmacevtskega trga od 2001 do 2022 (v milijardah ameriških dolarjev)



Vir: Statista (2023).

Po podatkih Statiste, se je Krka v letu 2021 s svojimi 1,78 milijarde USD prihodkov, uvrstila na 10. mesto največjih generičnih farmacevtskih podjetij na svetu takoj za podjetjem Lupin. Prvo mesto na tej lestvici je s slabimi 9 milijardami doseglo Izraelsko podjetje Teva, takoj za njim pa se je z dobrimi 7 milijardami USD prihodkov uvrstilo podjetje Sandoz, ki si med drugim lasti tudi slovensko farmacevtsko podjetje Lek. Podjetje Lek je do leta 2002 delovalo kot samostojno podjetje, po tem pa ga je prevzelo švicarsko podjetje Novartis, ki danes velja za enega največjih podjetij na področju inovativnih zdravil (Statista, 2023).

Po podatkih Krkinega letnega poročila je navedeno, da Vzhodno-evropski trg s svojimi 623,4 milijona EUR letne prodaje v letu 2022 predstavlja največji Krkin trg. Območje ruske federacije je s svojimi 387 milijona EUR prodaje prispevalo 62,1 % delež celotne prodaje na tem območju. Glede na to, da Rusija sama predstavlja tako velik delež celotnih Krkinih prihodkov, se je avtor tega dela odločil analizirati tudi farmacevtsko panogo območja Ruske federacije, ter preveriti kakšen tržni delež si tam lasti Krka.

Po podatkih Statiste se Krka uvršča na 9. mesto največjih farmacevtskih proizvajalcev v Rusiji s svojim 2,8 % tržnim deležem. Največji med njimi, Bayer si lasti skoraj 2-krat tolikšen tržni delež kot podjetje Krka, čeprav so njegovi celotni prihodki višji za kar 29,5-kratnik Krkinih. To seveda implicira na dejstvo, da predstavlja Ruska federacija relativno višji tržni delež glede na poslovne prihodke za podjetje Krka, kot za podjetje Bayer, kar je

lahko bistvenega pomena, še posebej, če vzamemo v obzir trenutno situacijo med rusko-ukrajinskim konfliktom.

2 TEORETIČNI KONCEPT UČINKOVITOSTI TRGOV

V tem poglavju bom skušal na enostaven način predstaviti logiko koncepta učinkovitosti trgov, vendar za voljo omejenega obsega tega zaključnega strokovnega dela ne bom zahajal v same podrobnosti in kalkulacije. Vsekakor pa zainteresiranega bralca spodbujam, da si za podrobnejšo razlago prebere literaturo, ki jo bom priložil na koncu tega dela v poglavju »Literatura in viri«.

2.1 Definicija in razlaga koncepta

Hipoteza učinkovitega trga (angl. Efficient Market Hypothesis, v nadaljevanju EMH) je teoretični koncept, ki ga je razvil Nobelov nagrajenec Harry Markowitz leta 1952 v svojem delu z naslovom *Portfolio selection* in predvideva, da so finančni trgi "informacijsko učinkoviti", kar pomeni, da tržne cene odražajo vse razpoložljive informacije o določenem vrednostnem papirju. Teorija predlaga, da je nemogoče dosledno dosegati višje donose od celotnega trga, ker se vsaka nova informacija takoj vključi v ceno vrednostnega papirja. Zato vlagatelji ne morejo dosledno ustvarjati nenormalnih donosov nad tržnim povprečjem, razen če imajo notranje informacije ali uporabljajo nezakonite prakse (Investopedia, 2023)

EMH se deli na tri oblike: šibko (angl. weak), pol močno (angl. semistrong) in močno (angl. strong). Šibka oblika predvideva, da se vsi pretekli tržni podatki odražajo v trenutnih cenah in jih ni mogoče uporabiti za napovedovanje prihodnjih cen. Pol močna oblika predlaga, da se vse javno dostopne informacije že odražajo v trenutnih cenah, zaradi česar je nemogoče doseči presežne donose na podlagi javnih informacij. Močna oblika kaže, da se vse informacije, tako javne kot zasebne, že odražajo v tekočih cenah (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

Recimo na primer, da nek računalniški model predvideva z visoko sigurnostjo, da bo delnica XYZ, ki trenutno kotira na borzi po ceni \$100 za delnico v naslednjih nekaj dnevih zrastle na \$110. Kakšen bi bil pričakovan odziv vseh investorjev, ki imajo dostop do tega modela? Več kot očitno, bi vsi začeli na veliko kupovati delnico XYZ. To bi privedlo do neto učinka cenovne apreciacije delnice na \$110, torej bi trg reflektiral »dobre novice« v svojo napoved modela. Že sama napoved o dobri prihodnosti vodi v dobro sedanost, saj želijo vsi investitorji kupiti delnico, preden le-ta dejansko zraste (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

Povedano drugače, takoj ko se pojavi informacija o podcenjenosti določene delnice, začnejo investitorji to delnico množično kupovati, ter ji s tem višati ceno do njene poštene vrednosti (angl. fair value) (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

EMH pa sloni tudi na nekaj glavnih predpostavk, katere je vredno omeniti. Avtorji Bodie, Kane in Marcus (2021) predstavljajo naslednje ključne predpostavke EMH:

- Racionalnost vlagateljev: EMH predpostavlja, da so vsi vlagatelji racionalni in sprejemajo naložbene odločitve na podlagi objektivne analize razpoložljivih informacij.
- Informacijska učinkovitost: vse javno dostopne informacije o vrednostnem papirju ali sredstvu takoj odražajo v njegovi tržni ceni, kar pomeni, da je nemogoče doseči presežne donose samo na podlagi javnih informacij.
- Tržna učinkovitost: trgi so učinkoviti in tržne cene natančno odražajo resnično vrednost vrednostnega papirja ali sredstva.
- Naključnost donosov: donosi vrednostnih papirjev so naključni in preteklih donosov ni mogoče uporabiti za napovedovanje prihodnjih donosov.
- Ni transakcijskih stroškov: transakcijski stroški so zanemarljivi, kar pomeni, da lahko vlagatelji kupujejo in prodajajo vrednostne papirje ali sredstva brez večjih stroškov.

Te predpostavke skupaj kažejo, da so finančni trgi učinkoviti in da je nemogoče, da bi vlagatelji dolgoročno dosledno dosegali presežne donose nad tržnim povprečjem, razen z uporabo notranjih informacij ali drugih nezakonitih praks. Čeprav se o teh predpostavkah v finančni skupnosti veliko razpravlja, so podlaga za hipotezo o učinkovitem trgu (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

V svojem delu o portfeljski teoriji, Harry Markowitz izpostavlja mero tveganja, ki jo je kasneje poimenoval "varianca donosnosti". Varianca donosnosti se uporablja kot mera tveganja v investicijskih portfeljih. Ta mera tveganja meri razpršenost možnih donosnosti v portfelju. Višja je varianca donosnosti, večje je tveganje portfelja (v Elton & Gruber, 1995).

Varianca donosnosti portfelja je pomembna mera tveganja, ker vlagateljem pomaga razumeti, koliko lahko pričakujejo nihanja donosnosti v njihovem portfelju. Čeprav varianca ni popolna mera tveganja, saj ne upošteva vseh vrst tveganj, se še vedno uporablja kot ključna mera tveganja v investicijskih portfeljih (Elton & Gruber, 1995).

Markowitz je opredelil, da je tveganje sestavljeno iz dveh delov: sistematičnega tveganja in nesistematičnega tveganja (imenovanega tudi specifično tveganje) (v Elton & Gruber, 1995).

Sistematično tveganje se nanaša na tveganje, ki ga ni mogoče zmanjšati z razpršitvijo portfelja. To je tveganje, ki izhaja iz gospodarskih, političnih in drugih makroekonomskih dejavnikov, ki lahko vplivajo na celotni trg in povzročijo izgubo vrednosti na investiciji. To tveganje je težko izogniti in lahko povzroči veliko izgubo za naložbenega zavarovanca ali celo za celoten trg (Elton & Gruber, 1995).

Eni izmed oblik sistematičnega tveganja sta tržno tveganje, ki se nanaša na splošno gibanje cen delnic na trgu, ter tveganje politike, ki se nanaša na spremembe zakonodaje ali politike. Tveganje trga je posledica dejavnikov, kot so recesije, gospodarske spremembe inflacija in

nihanje interesnih stopenj. To tveganje lahko povzroči padec vrednosti celotnega trga in je težko izogniti. Poleg tega je tu še tveganje inflacije, ki se nanaša na izgubo vrednosti denarja zaradi naraščanja cen življenjskih potrebščin. Inflacija lahko povzroči izgubo vrednosti naložb in zmanjša kupno moč denarja (Elton & Gruber, 1995).

Nesistematično tveganje pa se nanaša na tveganje, ki izhaja iz specifičnih dejavnikov, ki vplivajo na določeno podjetje ali panogo, ne pa na celoten trg in ga je mogoče eliminirati z razpršitvijo premoženja. To tveganje lahko izvira iz dejavnikov, kot so spremembe vodstva podjetja, novi konkurenti, spremembe na trgu dela ali celo naravne nesreče (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

Nesistematično tveganje se lahko zmanjša z razpršitvijo portfelja. Razpršitev portfelja omogoča, da se tveganje zmanjša z vlaganjem v različna podjetja, panoge in države (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

2.2 Kritika koncepta učinkovitosti trgov

Koncept učinkovitosti trgov je v središču finančne ekonomije. Po hipotezi učinkovitega trga (EMH), ki jo je predstavil Fama (1970), so cene finančnih instrumentov vedno pravilno določene, saj vsebujejo vse razpoložljive informacije. Čeprav je ta koncept temelj finančne teorije, je deležen tudi obsežne kritike.

Nekateri kritiki trdijo, da EMH ne upošteva vedenjskih pristranskosti in racionalnosti, ki vplivajo na odločitve vlagateljev. Te vedenjske pristranskosti lahko povzročijo iracionalna nihanja cen, ki niso skladna z EMH (Shiller, 2015). Tudi Kahneman in Tversky (1979) sta s svojo teorijo oblik izgub in dobičkov pokazala, da vlagatelji ne ravnajo vedno racionalno, kar vodi v neefektivnost trga. Eno od tovrstnih neučinkovitosti predstavljajo tudi tržni mehurčki (angl. market bubbles). Tržni mehurčki so običajno v nasprotju s hipotezo učinkovitega trga, saj EMH predvideva, da so tržne cene vedno racionalne in odražajo vse razpoložljive informacije o vrednostnem papirju ali premoženju. Tržni mehurčki se pojavijo, ko se cene premoženja ločijo od svojih temeljnih vrednosti, kar privede do tega, da cene dviguje neracionalno vedenje vlagateljev, kot so čredna miselnost, špekulacije ali eforija & ne temeljni ekonomski dejavniki (Vines, 2009). V okviru EMH se tržni mehurčki obravnavajo kot oblika tržne neučinkovitosti, ko tržne cene ne odražajo natančno vseh razpoložljivih informacij o vrednostnem papirju ali sredstvu. Obstoj tržnih mehurčkov nakazuje, da se vlagatelji ne obnašajo vedno racionalno in da lahko na tržne cene včasih vplivajo dejavniki, ki niso ekonomske osnove (Vines, 2009).

Kritiki EMH trdijo, da so tržni mehurčki dokaz omejitve teorije in da lahko neracionalno vedenje vlagateljev privede do pomembnih tržnih neučinkovitosti, ki se ohranijo skozi čas. Zagovorniki EMH pa trdijo, da so tržni mehurčki začasen pojav, ki se sčasoma popravi, ko vlagatelji postanejo bolj racionalni in se tržne cene vrnejo na svoje temeljne vrednosti (Vines, 2009).

Robert Shiller, Nobelov nagrajenec za ekonomijo, je prispeval k našemu razumevanju finančnih trgov, zlasti ko je kritiziral učinkovitost trga. Shiller je znan po svojem raziskovanju vedenja finančnih trgov in kako lahko psihološke pristranosti in čustva vplivajo na odločanje o naložbah (Vines, 2009).

Druga pomembna kritika je povezana z dostopom do informacij. EMH predpostavlja, da so vse informacije takoj dostopne vsem udeležencem na trgu, kar pa v praksi pogosto ni tako. Obstajajo lahko ovire za dostop do informacij, kot so stroški raziskovanja in zasebne informacije, ki jih imajo le nekateri tržni udeleženci (Stiglitz, 2000).

Tretji argument proti EMH je povezan s tržnimi anomalijami. Obstajajo številne študije, ki dokazujejo obstoj tržnih anomalij, ki jih EMH ne more pojasniti, kot so učinki januarja, učinki velikosti podjetja in učinki vrednotenja (Fama & French, 1992). Na podlagi EMH naj bi vlagateljem prav tako bilo onemogočeno doseganje nenormalnih donosov s strategijami, kot so tehnična analiza (angl. technical analysis), temeljna analiza (angl. fundamental analysis) in trgovanje z notranjimi informacijami (angl. inside information trading) (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

EMH je finančna teorija, ki trdi, da so vsi javno dostopni podatki o varnostih ali sredstvih takoj odraženi v njihovi tržni ceni. To pomeni, da investitorji ne morejo doseči presežnih donosov samo na podlagi javno dostopnih informacij & da tržne cene natančno odražajo resnično vrednost določenega podjetja. Vendar pa je Shiller skeptičen glede EMH in meni, da trgi niso vedno učinkoviti. Trdi, da se lahko tržne cene znatno odstopajo od njihove prave vrednosti zaradi dejavnikov, kot so iracionalno vedenje investitorjev, čredni nagon in asimetrija informacij (Shiller, 2015).

Ena od Shillerjevih najpomembnejših prispevkov k našemu razumevanju tržnega vedenja je raziskava o vedenjskih financah (angl. behavioural finance). Njegovo delo kaže, da investitorji pogosto sprejemajo odločitve na podlagi čustev, kot so strah, pohlep in prekomerna samozavest, namesto na racionalni analizi tržnih podatkov. To lahko vodi do tržnih neučinkovitosti in mehurčkov, kjer se cene odmaknejo od njihove prave vrednosti. Shiller trdi, da tržni mehurčki nastanejo, ko investitorji postanejo preveč optimistični in začnejo kupovati sredstva na podlagi spekulacij, namesto na njihove prave vrednosti. To lahko povzroči inflacijo cen in ustvarjanje mehurčka, ki na koncu poči, ko investitorji spoznajo pravo vrednost sredstva (Shiller, 2015).

Shiller je bil tudi kritičen do predpostavke racionalnosti v EMH. Trdi, da investitorji niso vedno racionalni in da lahko tržne cene krmilijo dejavniki, kot so strah, panika in skupinsko vedenje. To lahko vodi do tržnih padcev in pomembnih tržnih neučinkovitosti. Shillerjeva raziskava o vedenju investitorjev je pokazala, da ljudje pogosto sprejemajo neracionalne odločitve na podlagi kognitivnih pristranosti in čustev, kar lahko povzroči pomembne tržne neučinkovitosti (Shiller, 2015).

Shillerjeva raziskava o cikličnosti trga je tudi pomembna pri oblikovanju našega razumevanja tržnega vedenja. Trdi, da so cene delnic zelo ciklične in da jih krmili spekulativno vedenje in investitorska sentimentalnost, namesto temeljnih gospodarskih kazalcev. Shiller meni, da so vzponi in padci na trgu posledica sprememb v zaupanju investorjev in da so lahko zelo nepredvidljivi. Shillerjevo delo ga je tudi pripeljalo do razvoja koncepta "ciklično prilagojenega razmerja cene in dobička" (ang. cyclically adjusted price-to-earnings ratio, v nadaljevanju CAPE ratio), ki je boljši kazalnik tržne vrednosti kot tradicionalna razmerja cene in dobička, saj upošteva povprečne dobičke v obdobju desetih let, namesto samo trenutnih dobičkov (Shiller, 2015).

Robert Shiller je s svojim delom izzival predpostavke o učinkovitosti trga in ponudil bolj podrobno sliko o učinkovitosti trga. Njegove raziskave so pokazale, da trgi niso vedno učinkoviti in da lahko vedenje investorjev močno vpliva na tržne cene. Shillerjevi prispevki k razumevanju cikličnosti trga in razvoj CAPE razmerja so prinesli dragocene vpoglede v tržno vrednost. Na splošno je Shillerjevo delo imelo pomemben vpliv na teorijo financ in nam pomagalo oblikovati naše razumevanje tržnega vedenja (Shiller, 2015).

Ena glavnih kritikov hipoteze učinkovitega trga sta tudi slavna investorja Warren Buffett in Charlie Munger, ki sta znana kritika ideje učinkovitega trga, ter hkrati kritizirala miopičen pogled nekaterih akademikov na samo učinkovitost oz. neučinkovitost trgov (Forbes Media LLC, brez datuma a).

Warren Buffett je ameriški vlagatelj, poslovni mogotec in filantrop, ki velja za enega najuspešnejših vlagateljev na svetu. Je predsednik in izvršni direktor družbe Berkshire Hathaway, multinacionalnega konglomeratnega holdinga, njegovo premoženje pa presega 100 milijard dolarjev (Forbes Media LLC, brez datuma b).

Indeksno vlaganje predpostavlja, da so trgi učinkoviti & zato poskuša ustrezati uspešnosti celotnega trga. Vrednostno investiranje pa predpostavlja, da trgi niso vedno učinkoviti & poskuša najti podcenjene vrednostne papirje, da bi doseglo donos nad tržno vrednostjo. Warren Buffett meni, da je vrednotno investiranje boljši pristop, saj vlagateljem omogoča, da izkoristijo neučinkovitost trga in sčasoma dosežejo boljše rezultate od trga. Ideja indeksnega investiranja je kritizirana kot lena in kratkovidna. Warren Buffett je naveden kot zagovornik vrednostnega investiranja, ki meni, da je imeti nasprotnike, ki jih teorija učinkovitega trga odvrča od tega, da bi sploh poskušali premagati trg, ogromna prednost za vrednostne investitorje (Value square, 2023).

Charlie Munger je ameriški poslovnež in vlagatelj, podpredsednik družbe Berkshire Hathaway. Je tudi direktor družbe Daily Journal Corporation in že vrsto let tesen prijatelj in poslovni partner Warrena Buffetta. Munger je znan po svoji modrosti in vpogledu v poslovanje in naložbe, pogosto pa ga imenujejo tudi Buffettova desna roka (Forbes Media LLC, brez datuma c).

Tukaj je naštetih nekaj slavnih fraz Charlie Mungerja in Warrena Buffeta, ki se naslanjajo na kritiko učinkovitega trga:

- »Model, ki mi je všeč - če poenostavim predstavo o tem, kaj se dogaja na trgu navadnih delnic -, je sistem »pari-mutuel« na dirkališču. ... Da, je učinkovit, vendar ni popoln. In lahko ga naredite učinkovitejšega, če bolje poznate konje kot drugi ljudje, ki so tam.« – Charlie Munger (BQ Prime, 2019).
- »Borza vrednostnih papirjev je zelo učinkovit mehanizem za prenos bogastva od nestrpnih k potrpežljivim.« - Warren Buffet (AZQuotes, 2023).
- »Številni vlagatelji v vrednostne naložbe ne podpirajo hipoteze o učinkovitem trgu (EMH). Ta teorija predvideva, da se z delnicami vedno trguje po njihovi pošteni vrednosti, kar vlagateljem otežuje nakup podcenjenih delnic ali njihovo prodajo po previsokih cenah.« - Warren Buffett (BQ Prime, 2019).

Ti citati kažejo, da Munger in Buffet ne verjameta, da so trgi vedno učinkoviti, se pa strinjata z dejstvom da so le-ti učinkoviti večino časa. Trenutkov, ko se tržne vrednosti drastično odcepijo od svoje dejanske intrinzične vrednosti je zelo malo. Pameten investitor mora take priložnosti znati izkoristiti in svoj kapital vlagati v močna podjetja z visoko konkurenčno prednostjo, naraščajočim dobičkom in denarnim tokom, nizko zadolženostjo, ter naraščajočimi dividendami & aktivnimi odkupi lastnih delnic.

3 ANALIZA POSLOVANJA KRKE V KRIZNIH OBDOBJIH

V tem poglavju bom analiziral poslovanje Krke v kriznih obdobjih.

Prva hipoteza, ki ji bom sledil je, da krizna obdobja nimajo pomembnega vpliva na poslovanje skupine Krka. Številni avtorji navajajo, da lahko gospodarske krize negativno vplivajo na poslovanje podjetij, kar se kaže v nižji dobičkonosnosti ter nižji vrednostni posameznega podjetja (Gup & Kolari, 2005). Prav tako so lahko posamezna farmacevtska podjetja prisotna v več državah hkrati, zato so le-ta zelo odvisna od globalnih trgov, ki so lahko v času globalne recesije še posebej nestabilni (Jones, 1998). Podjetje Krka je znano po svoji stabilnosti tudi v času gospodarskih kriz. To je lahko posledica dejstva, da Krka deluje v farmacevtski industriji, ki se običajno smatra kot obrambna panoga v časih gospodarskih negotovosti. Farmacevtska industrija je običajno manj dovzetna za gospodarske cikle, kot pa druge panoge, saj so potrebe po farmacevtskih izdelkih praviloma stalne, ne glede na gospodarsko klimo (Aikman, Kiley, Lee, Palumbo & Warusawitharana, 2017).

Druga hipoteza, ki ji bom v tem poglavju sledil je, da imajo krizna obdobja pomemben vpliv na ceno delnice skupine Krka. Medtem ko Krka ohranja stabilnost svojega poslovanja tudi v času kriz, je mogoče, da se vrednosti njenih delnic občutno spremenijo v negotovih obdobjih. To je lahko povezano s povečano nestanovitnostjo in negotovostjo na trgu vrednostnih papirjev med krizami, ki vplivajo na vse delnice, ne glede na stabilnost poslovanja določenega podjetja. Poleg tega so cene delnic pogosto odvisne tudi od občutkov

in pričakovanj vlagateljev, ki se lahko med krizami dramatično spreminjajo. Izkaže se, da lahko v času krize vlagatelji pogosto ravnajo v skladu z občutki strahu in negotovosti, kar vodi do povečane prodaje delnic in s tem do nižjih cen (Barberis, Huang & Santos, 2001). Ta "beg v varnost" je običajen odziv na ekonomske krize in lahko povzroči drastične spremembe na borzi, tudi če poslovanje podjetja ostane stabilno. Poleg tega lahko v času krize obstaja tudi večja verjetnost, da vlagatelji ravnajo v skladu z "črednim vedenjem", kar pomeni, da sledijo množični prodaji delnic, ki pa še dodatno vodi v nižanje cen delnic (Banerjee, 1992). Vendar pa se lahko cene delnic Krka med krizo tudi povečajo, če vlagatelji vidijo farmacevtsko industrijo kot varno zatočišče ali obrambno naložbo. V teh primerih lahko vlagatelji premaknejo svoja sredstva iz bolj tveganih naložb v farmacevtske delnice, kar pa bi lahko povzročilo povečanje cene delnice Krka. Torej, čeprav se poslovanje podjetja morda ne spremeni, lahko vedenje vlagateljev v času krize pomembno vpliva na ceno delnice.

3.1 Velika finančna kriza leta 2008/2009

Velika finančna kriza, ki se je začela leta 2008, je bila ena najhujših finančnih kriz v zgodovini. Kriza se je začela z izzivi, ki so se pojavili na trgu nepremičnin v ZDA in se je nato razširila po vsem svetu. Posledice krize so bile občutne in so vplivale na številna podjetja (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

Kriza je vplivala na poslovanje različnih podjetij na različne načine. Nekatera podjetja so se soočala z izzivi zaradi zmanjšanja povpraševanja po njihovih izdelkih ali storitvah, saj so potrošniki začeli varčevati. Druga podjetja so se soočala s povečanjem stroškov financiranja zaradi zmanjšanja kreditnega trga. To je povzročilo težave pri pridobivanju finančnih sredstev in posledično pri izvajanju projektov (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

Podjetja, ki so bila odvisna od investicijskih bank in drugih finančnih institucij, so se soočala s težavami, saj so te institucije bile najbolj prizadete v krizi. Posledično so se zmanjšale možnosti za financiranje poslovanja podjetij in izvajanje novih projektov. Tudi podjetja, ki so bila odvisna od izvoza, so se soočala s težavami zaradi zmanjšanja svetovne gospodarske rasti (Forbes Media LLC, brez datuma d).

Vendar pa so nekatera podjetja v krizi videla tudi priložnosti. Podjetja, ki so bila dobro kapitalsko zavarovana in imela raznoliko portfelj izdelkov ali storitev, so lahko izkoristila priložnosti za prevzem drugih podjetij in širitev svojega poslovanja. Nekatera podjetja so se prilagodila novim razmeram na trgu in preusmerila svoje napore v nove produkte ali storitve (Forbes Media LLC, brez datuma d).

Spodnja tabela 1 prikazuje glavne finančne kazalce, ki jih bomo uporabili pri naši analizi.

Tabela 1: Finančni kazalci podjetja Krka d. d. od 2007-2010

v tisoč EUR	2009	2008	2007
Prihodki od prodaje	953.038	949.920	780.918
EBIT	233.643	228.683	182.933
Čisti dobiček	173.685	155.891	132.853
Dolgoročna sredstva	810.086	812.352	749.707
Kratkoročna sredstva	530.946	458.684	371.711
Kapital	920.369	783.296	680.913
Dolgoročne obveznosti	237.834	257.526	253.773
Kratkoročne obveznosti	182.829	230.214	186.732
Izdatki za razvoj in raziskave	88.283	84.746	59.071
Naložbe	90.274	146.367	112.977
KAZALNIKI			
Čisti dobiček v prihodkih od prodaje	18 %	16 %	17,00 %
Delež EBIT v prihodkih od prodaje	24,50 %	24,10 %	23,40 %
Delež EBITDA v prihodkih od prodaje	32,60 %	31,60 %	30,70 %
ROE	20,40 %	21,30 %	21,20 %
ROA	13,30 %	13,00 %	13,30 %
Obveznosti/Kapital	0,457	0,623	0,647
Delež izdatkov za razvoj in raziskave v prihodkih od prodaje	9,30 %	8,90 %	7,60 %
PODATKI O DELNICI			
Dobiček na delnico v EUR	5,14	4,61	3,92
Dividenda na delnico v EUR	1,05	0,91	0,8
Enotni tečaj delnice konec obdobja v EUR	64,04	48,27	124,29
Enotni tečaj/dobiček na delnico (P/E)	12,46	10,46	31,71
Tržna kapitalizacija v tisočih EUR (31. 12.)	2.268.689	1.710.019	4.403.112
Dividendna donosnost	1,64 %	1,89 %	0,64 %

Vir: Krka (2008), Krka (2009) in Krka (2010).

Pri analizi finančnih podatkov skupine Krka lahko izpostavimo naslednje ključne točke, ki so pomembne za investitorja.

Prihodki od prodaje: Prihodki od prodaje so v letu 2009 znašali 953.038 tisoč EUR, kar je rahlo višje kot leto prej. Stabilna rast prihodkov je pozitiven znak za podjetje in kaže na njegovo sposobnost generiranja prihodkov iz svojih poslovnih dejavnosti.

Čisti dobiček: Čisti dobiček skupine Krka je v letu 2009 znašal 173.685 tisoč EUR, kar je več kot prejšnje leto. Naraščajoč čisti dobiček je pozitiven signal in kaže na učinkovitost in donosnost podjetja.

EBIT (dobiček pred obrestmi in davki): EBIT skupine Krka se je povečal v letu 2009 na 233.643 tisoč EUR. To kaže na izboljšanje operativne uspešnosti podjetja in njegovo sposobnost ustvarjanja dobička iz osnovnega poslovanja.

Dolgoročna in kratkoročna sredstva: Dolgoročna sredstva skupine Krka so ostala relativno stabilna v zadnjih treh letih, medtem ko se je kratkoročna sredstva povečala. To kaže na stabilnost in likvidnost podjetja.

Kapital: Kapital skupine Krka se je povečal v letu 2009 na 920.369 tisoč EUR. Povečanje kapitala je pomemben dejavnik, saj krepi finančno stabilnost in zmožnost podjetja za dolgoročno rast.

Obveznosti/Kapital: Razmerje med obveznostmi in kapitalom (obveznosti/kapital) se je zmanjšalo v letu 2009 na 0,457. Nižje razmerje pomeni manjšo finančno tveganje in večjo sposobnost podjetja za izpolnjevanje svojih dolgoročnih obveznosti.

Izdatki za razvoj in raziskave: Skupina Krka je vlagala v raziskave in razvoj, pri čemer so se izdatki povečali v letu 2009 na 88.283 tisoč EUR. To kaže na zavezanost podjetja in njegovo usmerjenost v inovacije ter razvoj novih izdelkov.

Dobiček na delnico: Dobiček na delnico se je povečal v letu 2009 na 5,14 EUR. To kaže na rast dobička, ki je na voljo delničarjem & lahko privabi potencialne investitorje.

P/E razmerje: Razmerje med enotnim tečajem delnice in dobičkom na delnico (P/E) se je zmanjšalo v letu 2009 na 12,46. Nižje P/E razmerje lahko kaže na relativno nižjo vrednost delnice in potencialno ugodnejše naložbene priložnosti.

Tržna kapitalizacija: Tržna kapitalizacija skupine Krka se je povečala v letu 2009 na 2.268.689 tisoč EUR. Višja tržna kapitalizacija kaže na večje zaupanje vlagateljev in lahko odraža uspešno poslovanje podjetja.

Dividendna donosnost: Dividendna donosnost je v letu 2009 znašala 1,64 %. Višja dividendna donosnost lahko pritegne vlagatelje, ki iščejo stabilne dividendne izplačila.

Pri analizi teh podatkov je pomembno upoštevati, da so rezultati podjetja odvisni od različnih dejavnikov, vključno z gospodarskim okoljem, konkurenco in industrijskimi trendi. Prav tako je priporočljivo primerjati podatke s podobnimi podjetji in spremljati trende v več letih, da bi dobili celovito sliko o uspešnosti podjetja. Kaj lahko iz te analize torej zaključimo? Ali je trg v letih 2008/2009 ravnal racionalno, ko je podjetju čigar osnovni kazalci so kljub velikim negotovostim na trgu v letih 2008 in 2009 skoraj v vseh primerih pokazali izjemno rast, padel za več kot 60 %?

Po mnenju avtorja tega dela sta bili leti 2008 in 2009 odlična nakupna priložnost za vsakogar, ki se ni dal preplašiti s strani medijev in ostalih ljudi, ki so svoje odločitve temeljili na svojih sentimentih in živalskih nagonih, kot jih je poimenoval Keynes. V kolikor bi v letu 2008

investirali 10.000€ za nakup Krkinih delnic bi s tem lahko kupili 207,16 delnic. Vrednost istih delnic bi danes (30.4.2023) pri tečaju 112€ brez reinvestiranih dividend znašala 23.203€ kar bi predstavljalo 5,7 % povprečno letno rast ali 132 % celotno rast. Vendar pa smo pri tem izračunu zanemarili prejete dividende, ter nakupe lastnih delnic, ki jih Krka vsako leto redno opravlja, vse to pa še dodatno plemeniti investitorjevo premoženje.

3.2 Vpliv pandemije Covid-19 na poslovanje Krke in ceno njene delnice

Pandemija Covid-19 je imela velik vpliv na globalno gospodarstvo in poslovanje podjetij. Številni sektorji so se soočili s hudimi izzivi, od zaustavitve proizvodnje do zaprtja trgovin in prekinitve dobavnih verig. Posledice pandemije so vplivale na vse vidike poslovanja, vključno z zaposlovanjem, prodajo, naložbami in likvidnostjo podjetij (Forbes Media LLC, brez datuma b).

Podjetja so se morala hitro prilagoditi novim razmeram, saj so bile prisiljena sprejeti ukrepe za omejitev širjenja virusa. Nekatera podjetja so se odločila za prehod na delo na daljavo, kar je povečalo tveganje za kibernetične napade. Druga podjetja so se odločila za zmanjšanje števila zaposlenih ali za začasno ustavitev proizvodnje. Mnoga podjetja so se spopadla s pomanjkanjem materialov in z višjimi stroški zaradi omejitev pri dobavi (Forbes Media LLC, brez datuma b).

Veliko podjetij se je obrnilo na digitalno poslovanje, kar je povečalo povpraševanje po IT storitvah in programski opremi za spletno prodajo. Spletni trgovci in dostavne storitve so se izkazali za izjemno pomembne v času pandemije, saj so se ljudje odločili za nakupovanje na spletu, namesto da bi fizično obiskali trgovino (Forbes Media LLC, brez datuma b).

Pandemija Covid-19 je imela tudi velik vpliv na svetovne borze, kar je vplivalo na tržno kapitalizacijo podjetij. Vrednosti delnic so se znižale in mnoga podjetja so izgubila velik del svoje tržne vrednosti. Nekatera podjetja so se odločila za povečanje zadolževanja, da bi ohranila svoje poslovanje, medtem ko so druga podjetja izkoristila priložnost za nakup konkurenčnih podjetij (Forbes Media LLC, brez datuma b).

Vse te spremembe so prinesle veliko negotovosti in tveganja za podjetja, zato so morala hitro ukrepati in sprejeti prilagoditve. Pandemija covid-19 je pokazala, kako pomembno je, da so podjetja pripravljena na nepričakovane dogodke in da imajo na voljo dovolj likvidnosti za preživetje v kriznih časih (Forbes Media LLC, brez datuma b).

Ker se je pandemija virusa Covid-19 pri nas pojavila v marcu leta 2020 bomo za našo analizo uporabili letno poročilo iz leta 2019, ki je bilo revidirano 29. marca 2020 ter ga primerjali z letom 2018.

Spodnja tabela 2 prikazuje glavne finančne kazalce podjetja Krka d. d.

Tabela 2: Finančni kazalci podjetja Krka d. d. od 2018-2022

v tisoč EUR	2022	2021	2020	2019	2018
Prihodki od prodaje	1.717.453	1.565.802	1.534.941	1.493.409	1.331.858
EBIT	381.211	354.788	390.744	274.195	232.686
EBITDA	488.895	463.625	502.432	385.437	343.280
Čisti dobiček	363.662	308.150	288.949	244.272	174.008
Dolgoročna sredstva	1.125.025	1.075.747	990.998	1.041.833	1.010.811
Kratkoročna sredstva	1.562.475	1.461.936	1.244.544	1.142.785	974.258
Kapital	2.138.509	1.919.085	1.751.812	1.667.516	1.540.270
Dolgoročne obveznosti	132.130	162.674	172.796	160.905	123.058
Kratkoročne obveznosti	416.861	455.924	310.934	356.197	321.741
Izdatki za razvoj in raziskave	162.580	154.559	153.447	152.421	130.700
Naložbe	105.974	66.386	76.613	112.568	96.293
KAZALNIKI					
Čisti dobiček v prihodkih od prodaje	21,20 %	19,70 %	18,80 %	16,40 %	13,10 %
Delež EBIT v prihodkih od prodaje	22,20 %	22,70 %	25,50 %	18,40 %	17,50 %
Delež EBITDA v prihodkih od prodaje	28,50 %	29,60 %	32,70 %	25,80 %	25,80 %
ROE	17,90 %	16,80 %	16,90 %	15,20 %	11,50 %
ROA	13,90 %	12,90 %	13,10 %	11,70 %	8,90 %
Obveznosti/Kapital	0,257	0,322	0,276	0,31	0,289
Delež izdatkov za razvoj in raziskave v prihodkih od prodaje	9,50 %	9,90 %	10,00 %	10,20 %	9,80 %
POVPREČNO ŠT. ZAPOSLENIH	11.569	11.581	11.631	11.484	11.129
PODATKI O DELNICI					
Skupno št. izdanih delnic	32.793.448	32.793.448	32.793.448	32.793.448	32.793.448
Dobiček na delnico v EUR	11,69	9,92	9,27	7,73	5,46
Dividenda na delnico v EUR	5,63	5	4,25	3,2	2,9
Enotni tečaj delnice konec obdobja v EUR	92	118	91,4	73,2	57,8
Enotni tečaj/dobiček na delnico (P/E)	7,87	11,9	9,86	9,47	10,59
Knjigovodska vrednost delnice v EUR	65,21	58,52	53,42	50,85	46,97
Enotni tečaj/knjigovodska vrednost delnice (TV/KV)	1,41	2,02	1,71	1,44	1,23
Tržna kapitalizacija v tisočih EUR (31. 12.)	3.016.997	3.869.627	2.997.321	2.400.480	1.895.461
Dividendna donosnost	6,12 %	4,24 %	4,65 %	4,37 %	5,02 %

Vir: Krka (2018), Krka (2019), Krka (2020) in Krka (2021).

Podjetje Krka je bilo kljub pandemiji relativno odporno. Eden od razlogov za to je, da je farmacevtska industrija običajno manj dovzeta za gospodarske krize v primerjavi z drugimi panogami. Zaradi stalne potrebe po zdravilih, tudi v času krize, je farmacevtska industrija

pogosto obrambna panoga, ki ohranja stabilnost poslovanja tudi v težkih časih. To so potrdili tudi primeri podjetja Krka, ki je uspelo ohraniti stabilno poslovanje in prodajo svojih proizvodov, tudi v času pandemije (Krka, 2020).

Pri analizi finančnih podatkov skupine Krka lahko izpostavimo naslednje ključne informacije, ki so po mnenju avtorja pomembne za investitorja:

Prihodki od prodaje: Skupina Krka je beležila stalno rast prihodkov od prodaje v zadnjih petih letih, pri čemer so se povečali iz 1.331.858 tisoč EUR leta 2018 na 1.717.453 tisoč EUR leta 2022. Rast prihodkov kaže na tržno uspešnost podjetja.

EBIT in EBITDA: EBIT (dobiček pred obrestmi in davki) in EBITDA (dobiček pred obrestmi, davki, amortizacijo in odpisi) sta kazalnika, ki kažeta na operativno uspešnost podjetja. Skupina Krka je dosegla EBIT v višini 381.211 tisoč EUR leta 2022 in EBITDA v višini 488.895 tisoč EUR v istem letu. Ti kazalniki kažejo na dobro poslovanje in visoko donosnost od prodaje.

Čisti dobiček: Čisti dobiček se je povečal iz 174.008 tisoč EUR leta 2018 na 363.662 tisoč EUR leta 2022. Ta rast kaže na uspešnost podjetja pri ustvarjanju dobička za lastnike.

Dolgoročna in kratkoročna sredstva: Dolgoročna in kratkoročna sredstva se postopno povečujejo, kar kaže na rast in stabilnost skupine Krka.

Izdatki za razvoj in raziskave: Skupina Krka namenja pomembna sredstva za raziskave in razvoj, kar kaže na inovativnost in pripravljenost za prihodnje izzive.

Finančna struktura: Razmerje obveznosti/kapitala je padlo iz 0,322 leta 2021 na 0,257 leta 2022, kar kaže na zmanjšanje finančnega tveganja in večjo stabilnost podjetja.

Donosnost: Donos na kapital (angl. Return on equity, v nadaljevanju ROE) je bil 17,90 % leta 2022, kar pomeni, da je podjetje učinkovito upravljalo s kapitalom in zagotavljalo donosnost za lastnike.

Podatki o delnici: Dobiček na delnico in dividenda na delnico sta se povečala v zadnjih petih letih, kar kaže na povečanje vrednosti za delničarje. Tržna kapitalizacija podjetja se je tudi povečala, kar kaže na rast vrednosti podjetja na trgu.

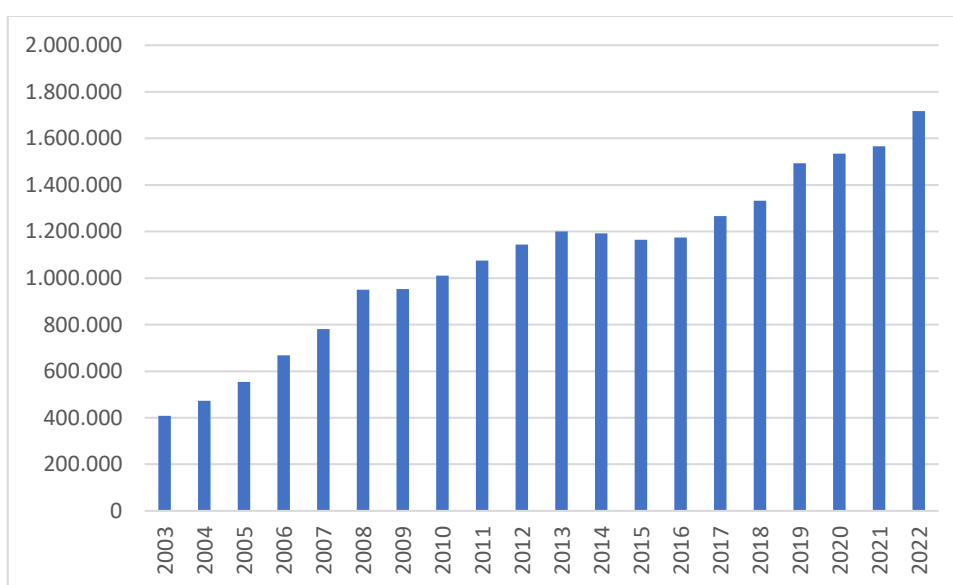
Dividendna donosnost: Skupina Krka je v preteklih petih letih zagotavljala stabilno dividendno donosnost, kar je pomembno za vlagatelje, ki iščejo donos na svoje naložbe.

Skupina Krka se lahko oceni kot finančno stabilno in uspešno podjetje z rastjo prihodkov, dobička in vrednosti delnice. Pomembno je tudi, da podjetje namenja sredstva za raziskave in razvoj ter ima stabilno finančno strukturo. Vlagatelji bi morali upoštevati te podatke in raziskati nadaljnje informacije o podjetju, da bi bolje razumeli njegovo poslovno okolje in prihodnje obete. Vse te ugotovitve kažejo, da se je podjetje Krka d. d. uspešno razvijalo in

izboljševalo svoje poslovanje v letih od 2018-2022 tudi med samimi krizami npr. v letu 2020 in 2022. Z uporabo inovativnosti in investicij v razvoj in raziskave, se podjetje Krka d. d. kaže kot perspektivno podjetje, ki ima močan potencial za nadaljnjo rast in uspešnost.

Vendar pa lahko vidimo, da je cena Krkine delnice v marcu 2020 zabeležila 22 % padec od svoje najvišje vrednosti. Pa je zaradi epidemije podjetje poslovalo kakorkoli slabše oz. se mu je slabše pisalo? Kot lahko vidimo tudi iz prejšnje finančne krize, posluje Krka zelo dobro tudi v obdobju pretresenih razmer na finančnih trgih, kar jo po dela zelo varno naložbo. Krkini prihodki so od leta 2003 rastle po 7,4 % povprečni letni stopnji, kar je razvidno tudi iz slike 2.

Slika 2: Prihodki od prodaje podjetja Krka d. d. od 2003-2022



Vir: Krka (2004), Krka (2005), Krka (2006), Krka (2007), Krka (2008), Krka (2009), Krka (2010), Krka (2011), Krka (2012), Krka (2013), Krka (2014), Krka (2015), Krka (2016), Krka (2017), Krka (2018), Krka (2019), Krka (2020), Krka (2021), Krka (2022) in Krka (2023).

3.3 Ruska invazija na Ukrajino leta 2022

Glede na to, da Krkin največji trg predstavlja trg Vzhodne Evrope, katere del sta ravno Rusija in Ukrajina je seveda logično sklepati, da zagotovo obstajajo neke vrste tveganja, ki bi lahko škodila navadnemu poslovanju podjetja Krka. In res je Krka v letnima poročiloma za leti 2021 in 2022 označila z visoko stopnjo tveganja devalvacijo ruskega rublja nasproti eura (Krka, brez datuma). To z drugimi besedami pomeni, da če ruski rubelj devalvirava oz. izgubi vrednosti nasproti euru, bo družba z istimi prihodki kot jih je imela lansko leto realno v izgubi, saj bo z enim rubljem možno kupiti manj eurov. Če je večina prihodkov devalviranih v eni valuti – recimo v ruskem rublju – pomeni, da morebiten propad te valute pomeni praktično ogromno tveganje propada tudi samega podjetja.

Seveda pa številni avtorji poudarjajo, da so prihodki le ena stran enačbe, Drugo stran predstavljajo denarni tokovi, ki pa se lahko do neke mere zavarujejo s finančnimi instrumenti za obvladovanje tveganj kot recimo opcije in terminske pogodbe (Bodie, Kane & Marcus, 2021).

Mnenje avtorja tega besedila je, da je bil padec delnice Krke po eni strani racionalno upravičen in ni temeljil toliko na živalskih nagonih, kot je bil to recimo primer v letih 2008/2009 in 2020. V takem primeru je težje oceniti ali je padec delnic racionalno upravičen ali ne. Kljub temu je cena delnice na koncu leta 2022 bila za 22% nižja kot na koncu predhodnega leta 2021, kar je bilo predvsem rezultat negotovosti Krkinega poslovanja v očeh ruske invazije na Ukrajino. Kot pa lahko vidimo iz zgornje tabele, zopet vidimo rekordno dobro poslovanje Krke v času geopolitičnih konfliktov med državama, ki predstavljata največja trga na Vzhodnem delu Evrope. Kljub več kot odličnemu poslovanju pa lahko opazimo, da se je cena delnice znižala, kar seveda nakazuje na morebitno nakupno priložnost.

Za investitorja so po mnenju avtorja pri teh finančnih podatkih skupine Krka za obdobje od leta 2020 do 2022 najpomembnejši naslednji kazalniki:

Prihodki od prodaje: Prihodki od prodaje so se povečali s 1.534.941 tisoč EUR v letu 2020 na 1.717.453 tisoč EUR v letu 2022. Rast prihodkov je pozitiven znak, saj kaže na rast prodaje, kar je posledica večjega povpraševanja po Krkinih izdelkih oz. storitvah..

EBIT (dobiček iz poslovanja): EBIT se je zmanjšal v letu 2021, vendar se je v letu 2022 povečal na 381.211 tisoč EUR. Višji EBIT kaže na boljše upravljanje stroškov in večjo dobičkonosnost poslovanja.

Čisti dobiček: Čisti dobiček se je povečal s 288.949 tisoč EUR v letu 2020 na 363.662 tisoč EUR v letu 2022. To povečanje kaže na uspešno poslovanje in večjo donosnost za lastnike.

Dolgoročna sredstva: Dolgoročna sredstva so se povečala skozi obdobje, kar kaže na naložbe v dolgoročne projekte in rast podjetja.

Izdatki za razvoj in raziskave: Izdatki za razvoj in raziskave so relativno visoki, kar kaže na nenehno vlaganje v inovacije in razvoj novih izdelkov. To je pomemben kazalnik za dolgoročno konkurenčnost podjetja.

ROE (donosnost lastniškega kapitala): ROE se je povečal s 16,80% v letu 2021 na 17,90% v letu 2022. Višji ROE kaže na večjo donosnost za lastnike in učinkovito uporabo lastniškega kapitala.

Obveznosti/Kapital: Ta razmerje se je zmanjšalo skozi obdobje, kar kaže na manjše finančno tveganje in boljše finančno stabilnost podjetja.

Dobiček na delnico: Dobiček na delnico se je povečal s 9,27 EUR v letu 2020 na 11,69 EUR v letu 2022. To povečanje kaže na večjo donosnost za delničarje.

Tržna kapitalizacija: Tržna kapitalizacija se je povečala skozi obdobje, kar kaže na povečanje tržne vrednosti podjetja. To je pomemben podatek za investitorje, saj kaže na zaupanje trga v podjetje.

Dividendna donosnost: Dividendna donosnost se je povečala v obdobju, vendar ostaja na solidni ravni. Investitorji, ki iščejo donosnost preko dividend, bi morali upoštevati tudi to številko. Skratka, po analizi finančnih podatkov podjetja Krka d. d. lahko ugotovimo, da se je podjetje uspešno razvijalo in doseglo dobre finančne rezultate v letu 2022 v primerjavi z letom 2021. Podjetje je povečalo svoje prihodke od prodaje, dobiček iz poslovanja, čisti dobiček, dolgoročna in kratkoročna sredstva ter kapital, hkrati pa zmanjšalo dolgoročne in kratkoročne obveznosti. Podjetje je tudi povečalo naložbe v razvoj in raziskave. Kljub temu pa se je nekoliko zmanjšal ROE in ROA, ter se povečal delež obveznosti v primerjavi s kapitalom. Na področju delničarjev pa lahko vidimo, da so se povečali dobiček in dividendna donosnost na delnico, ter tržna kapitalizacija podjetja Krka d. d.

To so podatki, ki nam zopet pokažejo, da je podjetje Krka d. d. zmožno imeti odlične poslovne rezultate tudi, ko na njenem največjem trgu (Vzhodna Evropa) potekajo vojaški spopadi.

SKLEP

V tej zaključni strokovni nalogi sem skušal na enostaven način prikazati logiko dveh glavnih finančnih teorij 21. stoletja na področju investiranja z uporabo praktičnega primera. Analiziral sem poslovanje Krka d. d. v 15-letnem obdobju, ki so ga pestile 3 večje finančne, zdravstvene in geo-politične krize, ter negotovosti.

Na začetku sem opisal podjetje Krka d. d. in ugotovil, da je eno najuspešnejših farmacevtskih podjetij v Sloveniji in Evropi. Danes je prisotno v več kot 70 državah po svetu in njeni prihodki presegajo 1 milijardo evrov letno. Krka se je osredotočila na razvoj lastnih generičnih zdravil in nenehne investicije v proizvodne enote ter raziskave in razvoj novih zdravil. Je eden največjih proizvajalcev zdravil v Evropi.

V drugem poglavju sem skušal predstaviti koncept učinkovitosti trgov (EMH), ter pojasniti da je teoretični koncept, ki pravi, da tržne cene odražajo vse razpoložljive informacije. EMH se deli na tri oblike: šibko, pol močno in močno. Ugotovil sem, da je trg večino časa pravilo ovrednoten, se pa pojavljajo ciklične epizode, ki so bolj psihološke narave in jih lahko pojasnimo s človeškimi iracionalnimi nagnjenji. Ta iracionalna nagnjenja smo poimenovali sentimentali oz. živalski nagoni, ki poleg človeškega razuma aktivno vplivajo na naše vsakodnevno odločanje.

Kritiki trdijo, da obstajajo tržne neučinkovitosti, kot so tržni mehurčki, ter da investitorji lahko dosežejo nenormalne donose s strategijami, kot so tehnična analiza, temeljna analiza in trgovanje z notranjimi informacijami. Med kritiki EMH sta tudi Warren Buffett in Charlie Munger, ki menita, da trgi niso vedno učinkoviti. Prav tako poudarjata pomen vrednostnega investiranja in izkoriščanja neučinkovitosti trga. Njuni pogledi nasprotujejo ideji, da so trgi vedno učinkoviti, ter poudarjajo vpliv psiholoških pristranosti in čustev na naložbene odločitve.

V tretjem poglavju sem ugotovil, da lahko v času gospodarske nesigurnosti investitorje vodi čredni nagon, kar lahko vodi v cenovno spiralo cen delnic. Krka je v letih 2008/2009 pokazala izjemno rast v ključnih finančnih kazalcih, cena njene delnice pa je drastično padla, kar je nakazovalo na potencialno investicijsko priložnost. Pandemija Covid-19 je močno vplivala na gospodarstvo in poslovanje podjetij, Krka je kljub temu pokazala stabilno rast prihodkov in dobička. Invazija na Ukrajino je predstavljala tveganje za Krkino poslovanje zaradi visoke stopnje tveganja devalvacije ruskega rublja. Kljub temu je padec cene delnice Krke v letu 2022 po mnenju avtorja večinoma upravičen zaradi negotovosti v povezavi z rusko invazijo na Ukrajino.

Skupina Krka se je izkazala kot finančno stabilno in uspešno podjetje, ki kaže rast prihodkov, dobička in vrednosti delnice. Kljub temu je pomembno upoštevati tveganja, ki jih predstavljajo krizna obdobja in geopolitične razmere. Investitorji bi morali preučiti dodatne informacije o podjetju in njegovo poslovno okolje za boljše razumevanje njegovega potenciala za rast in donosnost.

Tekom pisanja naloge sem si prizadeval zavreči v uvodu zastavljeni hipotezi, da krize nimajo vpliva na poslovanje Krke, ter da krizna obdobja imajo vpliv na ceno delnice. Omenjeni hipotezi potrjujem, saj lahko iz Krkinih letnih poročil vidimo, da je njeno poslovanje v zadnjih 15-ih letih bilo tako rekoč odporno na najsi bo še tako veliko globalno krizo kot je bila npr. velika finančna kriza leta 2008/2009. Prav tako smo lahko videli, da trgi niso zmeraj racionalni & da cene delnic ne sledijo vedno najbolje dejanskemu poslovanju podjetja. S tem povedano, potrjujem tudi drugo hipotezo, da imajo krizna obdobja pomemben vpliv na ceno delnice skupine Krka, saj smo videli, da v času velikih negotovosti navadno cene delnice podjetja Krka d. d. padejo.

Namen te zaključne strokovne naloge je spodbuditi kritično debato o trenutnih finančnih teorijah, ter prepoznati procese, ki so v ozadju vzponov in padcev cen delnic ter poslovanja posameznih podjetij.

Ugotovil sem, da so bile vse tri krize odlična nakupna priložnost za posameznika, ki je delnico Krke kupil, ko so jo vsi prodajali, namreč temelji Krkinega poslovanja so med krizami postali samo še močnejši, cena delnice pa je tem fundamentom – z določenim zamikom – tudi uspešno sledila.

LITERATURA IN VIRI

1. Aikman, D. Kiley, M., Lee, S. J., Palumbo, M., G. & Warusawitharana, M. (2017). *Mapping heat in the U.S. financial system*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
2. AZQuotes.com (brez datuma). *The stock market is a wonderfully efficient mechanism for transferring wealth from the impatient to the patient*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.azquotes.com/quote/877076>
3. Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
4. Barberis, N., Huang, M. & Santos, T. (2001). Prospect Theory and Asset Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 1-53.
5. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2021). *Investments* (12. izd.). New York: McGraw-Hill Education.
6. BQ Prime. (2019, 23. avgust). *How Charlie Munger Thinks About The Stock Market*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.bqprime.com/bq-blue-exclusive/how-charlie-munger-thinks-about-the-stock-market>
7. Jones, I. (1998). *The Role of Business Ethics in Economic Performance* (1. izd.) London: Palgrave Macmillan.
8. Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1995). *Modern portfolio theory and investment analysis* (5. izd.) Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
9. Fama, E. & French, K., R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
10. Forbes Media LLC. (brez datuma a). *Charlie Munger*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.Forbes Media LLC.com/profile/charles-munger/>
11. Forbes Media LLC (brez datuma b). *Coronavirus Frontlines*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.Forbes Media LLC.com/sites/coronavirusfrontlines/>
12. Forbes Media LLC (brez datuma c). *Great Recession*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz https://www.Forbes Media LLC.com/consent/?toURL=https://www.Forbes Media LLC.com/2008/09/17/depression-crisis-banks-oped-cx_nr_0918roubini.html
13. Forbes Media LLC (brez datuma d). *Warren Buffett*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.Forbes Media LLC.com/profile/warren-buffett/>
14. Gup, B. E. & Kolari, J. W. (2005). *Commercial Banking: The Management of Risk*. New Jersey: John Wiley & Sons.
15. Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47(2), 263-292.
16. Krka d. d. (2004). *Letno poročilo 2004*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
17. Krka d. d. (2005). *Letno poročilo 2005*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>

18. Krka d. d. (2006). *Letno poročilo 2006*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
19. Krka d. d. (2007). *Letno poročilo 2007*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
20. Krka d. d. (2008). *Letno poročilo 2008*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
21. Krka d. d. (2009). *Letno poročilo 2009*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
22. Krka d. d. (2010). *Letno poročilo 2010*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
23. Krka d. d. (2011). *Letno poročilo 2011*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
24. Krka d. d. (2012). *Letno poročilo 2012*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
25. Krka d. d. (2013). *Letno poročilo 2013*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
26. Krka d. d. (2014). *Letno poročilo 2014*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
27. Krka d. d. (2015). *Letno poročilo 2015*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
28. Krka d. d. (2016). *Letno poročilo 2016*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
29. Krka d. d. (2017). *Letno poročilo 2017*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
30. Krka d. d. (2018). *Letno poročilo 2018*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
31. Krka d. d. (2019). *Letno poročilo 2019*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
32. Krka d. d. (2020). *Letno poročilo 2020*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
33. Krka d. d. (2021). *Letno poročilo 2021*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
34. Krka d. d. (2022). *Letno poročilo 2022*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
35. Krka d. d. (2023). *Letno poročilo 2023*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/vlagatelji/financna-porocila/>
36. Krka d. d. (brez datuma a). *Naše poslanstvo, vizija in vrednote*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/o-nas/predstavitev/nase-poslanstvo-vizija-in-vrednote/>
37. Krka d. d. (brez datuma b). *Zgodovina*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.krka.si/o-nas/predstavitev/zgodovina/>
38. Shiller, R. J. (2015). *Irrational exuberance* (3. izd). Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

39. Statista. (2023, 27. marec). *Pharmaceutical market: worldwide revenue 2001-2022*. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www-statista-com.nukweb.nuk.uni-lj.si/statistics/263102/pharmaceutical-market-worldwide-revenue-since-2001/>
40. Stiglitz, J. E. (2000). *The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics* (1. izd.). Oxford: The Quarterly Journal of Economics.
41. Value Square (2018). *Seth Klarman Investment Advice ...Index Funds Dangerous?* [objava na blogu]. Pridobljeno 18. junija 2023 iz <https://www.valuesquare.be/nl/blog/222/#:~:text=Warren%20Buffett%20has%20observed%20that,is%20both%20lazy%20and%20shortsighted.%E2%80%9D>
42. Vines S (2009). *Market Panic: Wild Gyration, Risks and Opportunities in Stock Market* (1. izd.). Pennsylvania: University Pennsylvania State.