

**INVESTICIJSKI
PROGRAM**

**NOVOGRADNJA KOMPLEKSA
PROIZVODNJE ZDRAVIL**

MARIFARM

**Z UPRAVNIMI PROSTORI NA
MINAŘIKOVI ULICI V MARIBORU**

EKONOMSKO FINANČNA OCENA USPEŠNOSTI INVESTICIJE

Sodelavci:

dr. Žan J. Oplotnik, Inštitut IRIS Maribor

Darinka Mikl, uni.dipl.ekon., vodja financ JZZ ML

mag. Boštjan Brezovnik, Inštitut za lokalno samoupravo in javna naročila

Maribor, september 2008

Veljavnost je neznana

Digitally signed by ŽAN
PUKŠIČ
Date: 2008.10.07 12:43:29 CEST
Reason: DIGITALPODPIS

Kazalo

1. Opis investicije projekta Marifarm

- 1.1. Opis predvidene proizvodnje in poslovnih procesov
- 1.2. Korporativno-organizacijske zadeve družbe Marifarm
- 1.3. Predračunska vrednost investicije
- 1.4. Terminski plan in dinamika investiranja

2. Model financiranja in ocena uspešnosti projekta Marifarm

- 2.1. Viri financiranja investicije
- 2.2. Predpostavke in izhodišča projekcij poslovanja družbe Marifarm
- 2.3. Analiza uspešnosti projekta Marifarm

1. OPIS INVESTICIJE PROJEKTA MARIFARM

Z namenom preselitve obstoječe proizvodnje farmacevtskih izdelkov in z namenom strateškega razvoja JZ Mariborskih lekarn ter splošnega razvoja farmacevtske dejavnosti v Mariboru so JZ Mariborske lekarne Maribor, skupaj s hčerinsko družbo Farmadent d.o.o. pričele z izgradnjo nove proizvodnje zdravil Marifarm z upravnimi prostori. Investitor projekta je družba Farmadent d.o.o., v nadaljevanju pa bo s postopkom oddelitve ustanovljena družba Marifarm d.o.o. v lasti JZ Mariborske lekarne Maribor.

Cilj naložbe je postavitev objekta za proizvodnjo zdravil s poslovnimi prostori ter ureditev proizvodnih prostorov in opreme v skladu z doslednim upoštevanjem veljavnih smernic dobre proizvodne prakse GMP in veljavnim GMP Evropske skupnosti ter v skladu z veljavnimi pravilniki in standardi s področja varstva pri delu, varstva pred požarom, varstva okolja in drugih.

Zemljišče, namenjeno za gradnjo in normalno uporabo objekta predstavljajo parcele št. 1044/1, 1044/2, 1044/3 in 1048/1, k.o. Tezno. To zemljišče je bilo s povečanjem osnovnega kapitala (dokapitalizacija s stvarnim premoženjem) preneseno iz Javnega zdravstvenega zavoda Mariborske lekarne Maribor na družbo Farmadent d.o.o., s sklepom mestnega sveta Mestne občine Maribor, v nadaljevanju pa bo postalo del osnovnega kapitala družbe Marifarm. Finančne vrednosti zemljišča ne upoštevamo v oceni vrednosti naložbe v novo proizvodnjo zdravil.

Tloris objekta je 116,3 m x 48,3 m. Predviden proizvodno poslovni objekt bo sestavljen iz poslovnega in proizvodnega sklopa. Celoten objekt bo podkleten, kjer bodo urejena parkirišča za zaposlene, garderobe, skladiščni in tehnični prostori.

Proizvodno – skladiščni del bo velik 104 x 48,3 m (etažnost K+P+1). Prostori v pritličju bodo namenjeni proizvodnji, pakiranju in skladiščenju zdravil, v sredini pa je umeščeno visokoregalno skladišče, ki bo služilo za skladiščenje proizvodov vseh tehnoloških linij. V zgornjem nadstropju proizvodnega dela bo tehnična etaža, kjer bo plinska kotlovnica, transformatorska postaja, klimatske naprave in druge tehnične in strojne opreme. Streha tega dela objekta bo ravna, pohodna in zazelenjena. Poslovni del objekta bo velikosti 12,3 m x 48,3 m (etažnost K+P+4), kjer bodo v prve, drugem in tretjem nadstropju urejene pisarne, v četrtem nadstropju pa bo večnamenski prostor z razdelilno kuhinjo, ki bo lahko služil tudi kot prostor za organizacijo javnih predavanj, konferenc in predstavitev.



1.1. Opis predvidene proizvodnje in poslovnih procesov

Proizvodne linije

Predvideni asortima proizvodov

Prodajno-nabavne aktivnosti

Kadrovsko organizacijske zadeve in splošne službe

1.2. Korporativno-organizacijske zadeve družbe Marifarm

1.3. Predračunska vrednost investicije

Ocenjena vrednost naložbe po predračunih znaša 36,1 milijon eurov, po tekočih cenah. V okviru strukture vrednosti Investicije, največji segment odpade na postavitve gradbenih objektov z instalacijami in sicer v višini 24,9 mio € ali okoli 68% vrednosti investicije. Od tega znašajo čista gradbena dela (postavitve objekta in njegova ureditev), 42,3% ali 15 mio €, elektroinstalacijska oprema, kot sestavni del objekta, 6,5% oz. 2,35 mio € in strojne instalacije, 20,1% oz. 7,25 mio €. Naslednja večja postavka v okviru investicije in investicijskih vrednosti naložbe Marifarm, je postavitve opreme za proizvodnjo. Ta segment je po predračunskih vrednostih ocenjen na 10 mio € oz. 27,8% vrednosti celotne Investicije, pri čemer bodo v proizvodnji delovale dve linije, linija 1, namenjena tabletiranju in pakiranju proizvodov, v predračunski vrednosti 6,5 mio € ali 18% celotne vrednosti investicije, ter linije 2,3, in 4, ki bodo namenjene proizvodnji ostalih proizvodov galenskega laboratorija, v predračunski vrednosti 3 mio € ali 8% vrednosti celotne investicije v projekt Marifarm.

Tabela 1: Predračunska vrednost investicije Marifarm

	v EUR	Struktura v %
projekti	1.171.418	3,24
Gradbeni objekti z inst.	24.883.665	68,93
gradbena dela + čisti prostori	15.283.665	42,34
elektroinstalacije	2.350.000	6,51
strojne instalacije	7.250.000	20,08
Oprema	10.044.917	27,83
Oprema linija 1	6.500.000	18,01
Oprema linije 2,3,4	3.000.000	8,31
ostala oprema	544.917	1,51
SKUPAJ	36.100.000	100,00

V okviru strukture vrednosti projekta se pojavljajo še stroški investicije iz naslova izdelave projektne dokumentacije v višini 1,2 mio € ali 3,24 % celotne vrednosti ter ostala potrebna oprema za delovanje družbe Marifarm v vrednosti okoli 0,5 mio € ali 1,5% celotne vrednosti.

1.4. Terminski plan investicije in dinamika investiranja

Nekatere pripravljalne aktivnosti na projektu so se pričele že v letu 2004. Priprava idejnega projekta, projektne dokumentacije in pridobivanje soglasij se je pričela v letu 2006, gradbeno dovoljenje pa je bilo s strani Upravne enote Maribor izdano 24. julija 2007. Ta datum lahko za namene analize realizacije projekta Marifarm štejeemo tudi kot presečni datum obračuna vrednosti investicije in delov, ki se nanašajo na vse nadaljne aktivnosti projekta. V nadaljevanju je v tabeli prikazana predvidena dinamika del oz. investiranja z izvedbo posameznih faz na projektu in predviden datum pričetka proizvodnje. Ob tem naj opozorimo, da pričetek proizvodnje ni tudi nujno enak pričetku poslovanja družbe Marifarm, ki bo kot posebno projektno podjetje (t.i. SPV, special purpose vehicle), ustanovljeno v tem letu, to je leta 2008. Gre za registracijo podjetja, ki bo z dnem vpisa v sodni register in oddelitvijo premoženja, namenjenega za projekt Marifarm, pričelo poslovati kot samostojna družba s posebnim namenom, to je realizirati investicijo v navedeni dinamiki in obsegu ter voditi proizvodnjo, prodajo ter nabavo v okviru zastavljenih ciljev projekta Marifarm.

Tabela 2: Terminski plan investicije in dinamika investiranja

Izvedba po aktivnostih in faza		Začetek		Konec	
		Mesec	Leto	Mesec	Leto
1	Pripravljalne aktivnosti	maj	2004	Marec	2007
1.1	Izdelava študij	Maj	2004	April	2006
1.2	Idejna rešitev, izbira izvajalca projektne dokumentacije	April	2006	september	2006
1.3	Javna razgrnitev in pridobitev gradbenega dovoljenja	september	2006	Julij	2007
2	Objektne aktivnosti	julij	2007	september	2009
2.1	Gradbena in obrtniška dela	september	2007	December	2008
2.2	Oprema proizvodnih in upravnih prostorov	september	2008	September	2009
3	Uvajalne aktivnosti	April	2009	Junij	2009
3.1	Usposabljanje zaposlenih	April	2009	Junij	2009
3.2	Uvajanje proizvodnje	April	2009	Junij	2009
4	Začetek poskusne proizvodnje	julij	2009	december	2009
5	Začetek redne proizvodnje	januar	2010		

Z mesecem septembrom 2007 so se pričela izvajati gradbena dela. Ocenjuje se, da bo izgradnja objekta, vgradnja opreme, izvedba kvalifikacij inštalacij in opreme dokončana v 18 mesecih. Takrat se lahko pristopi k pridobitvi Odločbe o poskusnem delovanju. V mesecu juniju 2009 se načrtuje začetek poskusne proizvodnje. Nadaljnih šest mesecev bo potrebnih za polni zagon proizvodnje, izvedbo procesnih validacij, prenos tehnologij, pridobitev uporabnega dovoljenja in dovoljenja za proizvodnjo zdravil. Začetek redne proizvodnje v okviru polnih kapacitet predvidevamo v začetku leta 2010. Pridobitev GMP in zagon blistrino pakirne linije pa se predvideva s 1. junijem 2009. Vzpostavitev proizvodnje in prenosa proizvodov galenskega laboratorija, ki so danes del dejavnosti matične družbe JZ Mariborske lekarne Maribor, na družbo Marifarm d.o.o. ter nabava in trženje kapacitet opreme za tabletiranje, kot nadaljna možna in zanimiva dejavnost družbe. Glede na predračunsko vrednost investicije in glede na terminski plan je predvidena naslednja dinamika investiranja:

Tabela 3: Predvidene vrednosti v okviru dinamike investiranja

LETO	Vrednost v EUR
Leto 2007	1.000.000
Leto 2008	19.000.000
Leto 2009	16.100.000
Skupaj	36.100.000

Določena vlaganja v projektno dokumentacijo so se pričela že pred letom 2007. Proti koncu leta 2007 se pričenejo izvajati začetna gradbena dela. Ti zneski se financirajo iz sredstev družbe Farmadent in so vključeni v dokapitalizacijsko kvoto. Glede na terminski plan bo največ sredstev predvidenih v letu 2008, ko se bo izvedlo večino gradbenih in obrtniških del. Pričelo se bo tudi z nabavo tehnološke opreme in prenosom dejavnosti na novo družbo.

2 MODEL FINANCIRANJA IN OCENA USPEŠNOSTI PROJEKTA MARIFARM

V predstojećem poglavju je predstavljen model financiranja investicijskega projekta, ki naj bi zagotavljal realizacijo zastavljenega investicijskega načrta v vrednosti 36,1 mio € z dinamiko finančnih obremenitev, kot je bila predstavljena v predhodnih točkah. Finančne obremenitve so, glede na investicijski načrt, skoncentrirane v triletnem obdobju (2007-2009), pri čemer se je del aktivnosti pričel že v letu 2006. Za potrebe izgradnje ustreznega modela financiranja in ocene uspešnosti investicijskega projekta, smo pripravljale faze projekta iz leta 2006 in faze do postavitve temeljnega kamna gradnje proizvodnega objekta Marifarm, v septembru 2007, združili v en segment, kar omogoča lažje vrednotenje in oceno uspešnosti investicije. V nadaljevanju je tako na kratko opisana struktura virov financiranja za pokritje investicijskih odhodkov v letih 2008 in 2009, nato pa je narejena ocena uspešnosti investicije po dveh scenarijih izračunov dinamičnega kazalnika in sodila ekonomske uspešnosti investicije, ki kaže donosnost investicije v opazovanem obdobju. Gre za že navedeno 17 letno obdobje ocene uspešnosti, kjer sta 2 leti investicijski, 15 let pa je opazovano obdobje vračanja investicije skozi ustvarjen neto prosti denarni tok projekta (FCF). Temeljni kazalnik ocene in sodila uspešnosti je interna stopnja donosa, IRR, vzporedni kazalnik pa doba pokritja investicijskega stroška ter projekcija poslovnega izida projektnega podjetja Marifarm d.o.o..

2.1. Viri financiranja investicije

Investicijski projekt Marifarm, je kot zapisano, tematsko zasnovan kot posebna gospodarska družba, ki je ustanovljena z namenom zagona proizvodnje in prodaje zdravil. Investicija se je v letu 2007 pričela v okviru JZ Mariborske lekarne oz. njene odvisne družbe Farmadent. V tem okviru so bila rezervirana tudi lastna finančna sredstva skupine, ki so se akumulirala iz naslova pozitivnega poslovnega izida preteklih let. Glede na to, lahko danes ugotovimo, da ima projekt ugodno finančno strukturo, predvsem iz naslova treh postavk v premoženju:

- zemljišče na katerem se gradi objekt Marifarm:	1,4 mio €
- prosta likvidna sredstva v obliki denarnih depozitov	12,9 mio €
- dolgoročne finančne naložbe v obliki vrednostnih papirjev	23,2 mio €

Mariborske lekarne imajo po analizi bilance stanja v svojih sredstvih zadostna kratkoročno vezana denarna sredstva in dolgoročne finančne naložbe, da lahko, glede na ocenjeno vrednosti investicije projekta Marifarm, financirajo investicijo iz lastnih sredstev. Člani sveta zavoda so na Mestni svet občine Maribor vložili predlog za dokapitalizacijo družbe Farmadent, ki je v 100 % lasti Javnega zdravstvenega zavoda Mariborske lekarne Maribor. Mestni svet mestne občine Maribor je na svoji 40. seji, septembra 2006, sprejel sklep, s katerim je dal Mariborskim lekarnam soglasje za dokapitalizacijo družbe Farmadent. Dokapitalizacija se je izvedla v začetku leta 2008, v višini 34,7 milijonov eurov, in sicer delno z denarnimi sredstvi in delno z vrednostnimi papirji, medtem ko je zemljišče na katerem se gradi objekt Marifarm, in bo v fazi ustanovitve družbe Marifarm, oddeljeno iz premoženja Farmadenta, v tem trenutku last družbe Farmadent. Kljub ugodni strukturi virov financiranja, ki so v tem trenutku v večini predvideni kot lastni viri, pa zaradi optimizacije poslovanja in izkoriščanja pozitivnih učinkov finančnega vzvodja ter ohranitve optimalne strukture kapitala novoustanovljene družbe, predvidevamo možnost delnega financiranja investicije iz naslova zunanjih virov. V tem okviru se bo odločalo z vidika dveh dejavnikov: a) z vidika razmer na kapitalskem trgu, glede na efektivne stroške financiranja in b) glede na vrednost dolgoročnih finančnih naložb, ki jih bo družba Marifarm imela v obliki vrednostnih papirjev v svojem portfelju. *Odločitev o zunanjih virih financiranja (posojilo, repo posel, leasing, izdaja obveznic), bo sprejeta na podlagi izračuna razmerja med; višino stroškov financiranja v trenutku, ko se pojavi potreba po plačilu investicijskih stroškov in predvidene spremembe donosnosti vrednostnih papirjev.* V okviru obvladovanja tveganj bo prednost dana zavarovanju premoženja družbe in ohranjanju zadostne likvidnosti, pri čemer se

bomo poslužili ustreznih ukrepov izločanja tveganj (npr. terminski posli z znano ceno prodaje, spot odprodaja dela portfelja dolgoročnih finančnih naložb, lpd).

2.1. Predpostavke in izhodišča projekcij poslovanja družbe Marifarm

Družba Marifarm, kot projektno podjetje (special purpose vehicle), bo ustanovljena v letu 2008 s procesom oddelitve namenskega premoženja družbe Farmadent, za namene investicije v projekt izgradnje proizvodnje zdravil – projekt Marifarm. Glede na predvidene vire financiranja in premoženje, ki ga bo v različnih oblikah z oddelitvijo prispevala družba Farmadent, je v nadaljevanju narejen prikaz otvoritvene bilance stanja novoustanovljene družbe, projektnega podjetja, Marifarm, na presečni dan 1. junij 2008. Glede na ustanovitvene postopke, bo družba formalno pričela s poslovanjem predvidoma v letu 2009, do takrat pa bo zanjo poslovanje vodilo podjetje Farmadent v svojem imenu in za račun nove družbe.

Tabela 4: Otvoritvena bilanca stanja družbe Marifarm d.o.o. na dan 1.6.2008

SREDSTVA	37.519.500,00
A. Dolgoročna sredstva	31.663.363,27
<u>I. Neopredmetena dolgoročna sredstva in AČR</u>	-
1. Dolgoročne premoženjeske pravice	8.468.113,27
<u>II. Opredmetena osnovna sredstva</u>	1.419.500,00
1. Zemljišča in zgradbe	1.419.500,00
a) zemljišča	
3. Druge naprave in oprema	7.048.613,27
4. Osnovna sredstva, ki se pridobivajo	7.048.613,27
a) Opredmetena osn. sred.v gradnji in izdelavi	
<u>III. Naložbene nepremičnine</u>	23.195.250,00
<u>IV. Dolgoročne finančne naložbe</u>	23.195.250,00
1. Dolgoročne finan.naložbe, razen posojil	
b) Delnice in deleži v pridruženih družbah	23.195.250,00
c) Druge delnice in deleži	
<u>V. Dolgoročne poslovne terjatve</u>	5.856.136,73
B. Kratkoročna sredstva	-
<u>II. Zaloge</u>	5.650.000,00
<u>III. Kratkoročne finančne naložbe</u>	-
1. Kratkoročne finančne naložbe, razen posojil	5.650.000,00
2. Kratkoročna posojila	
<u>IV. Kratkoročne poslovne terjatve</u>	206.136,73
<u>IV. Denarna sredstva</u>	-
C. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	-
Zunajbilančna sredstva	

OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	37.519.500,00
A. Kapital	37.519.500,00
<u>I. Vpoklicani kapital</u>	32.000.000,00
1. Osnovni kapital	32.000.000,00
<u>II. Kapitalske rezerve</u>	2.769.500,00
<u>III. Rezerve iz dobička</u>	2.769.500,00
1. Zakonske rezerve	
5. Druge rezerve iz dobička	2.769.500,00
<u>IV. Presežek iz prevrednotenja</u>	2.750.000,00
<u>V. Prenesen čisti poslovni izid</u>	2.750.000,00
<u>VI. Čisti poslovni izid poslovnega leta</u>	-
<u>B. Rezervacije in dolg pasivne časovne razmejitve</u>	-
3. Dolgoročne pasivne časovne razmejitve	-
<u>C. Dolgoročne obveznosti</u>	-
<u>I. Dolgoročne finančne obveznosti</u>	-
4. Druge dolgoročne finančne obveznosti	-
<u>Č. Kratkoročne obveznosti</u>	-
<u>I. Obveznosti, vključene v skupine za odtulitev</u>	-
<u>II. Kratkoročne finančne obveznosti</u>	-
<u>III. Kratkoročne poslovne obveznosti</u>	-
<u>F. Kratkoročne pasivne časovne razmejitve</u>	-
Zunajbilančne obveznosti	-

Glede na predviden začetek proizvodnje in prodajno nabavnih aktivnosti, ki so v tem trenutku naravnane na drugo polovico leta 2009, bo družba Marifarm, kot projektno podjetje v letu 2008 in prvi polovici leta 2009 predvsem izvajala investicijo v izgradnjo objekta in opremo za poslovanje. Navedene aktivnosti bodo predvidoma prinašale določene stroške, ki pa so zajeti v vrednosti Investicije in jih zaradi tega v tem segmentu posebej ne izpostavljamo v bilanci uspeha poslovanja družbe Marifarm.

Po predvidevanjih bi naj do oddelitve in ustanovitve nove družbe Marifarm prišlo pred zaključkom leta 2008. V tem primeru se bo bilanca uspeha za družbo Marifarm sestavila na za obdobje od 1.6. do 31.12.2008, pri čemer moramo ugotoviti, da gre za delne bilance, ki v celoti ne izhajajo iz projektnih aktivnosti, temveč iz zagotavljanja delovanja nekaterih nujnih funkcij družbe Marifarm (pridobivanje dovoljenj za proizvodnjo zdravil, stroški zaposlenih in stroški režije, ki so potrebni za vzpostavitev potrebnih poslovnih funkcij, stroški prenosa dela zaposlenih in nekaterih segmentov proizvodnje obstoječega Galenskega laboratorija na družbo Marifarm, ipd).

2.2. Izhodišča in predpostavke poslovanja družbe Marifarm po zagonu proizvodnje

Družba Marifarm, bo kot povedano, investicijske aktivnosti zaključila v letu 2009 in prvič pričela s polno redno proizvodnjo v poslovnem letu 2010. Kljub temu smo zaradi objektivnejše ocene in analize uspešnosti celotnega projekta, v nadaljevanju upoštevali tudi oceno poslovnega izida iz leta 2009, nato pa obdobje ocene uspešnosti projekta zaključili v letu 2024. V tem okviru smo analizirali dva možna scenarija gibanja dinamike poslovanja, in sicer; pesimistični scenarij, po katerem so načrtovani prihodki manjši, manjša je tudi njihova predvidena letna stopnja rasti, posledično obdobje pokritja in točka preloma pozitivnega poslovanja družbe ter izračunana notranja stopnja donosa projekta. Drugi scenarij je optimistično naravnano in predvideva zgornje meje povečanja oz. naraščanja prihodkov iz poslovanja družbe Marifarm, zgornjo mejo stopenj letnih rasti prihodkov, posledično pa tudi krajše obdobje doseganja točke preloma pozitivnega izida poslovanja in seveda višjo notranjo stopnjo donosnosti investicije.

Obdobje ocenjevanja uspešnosti investicije je 2 + 15 let, pri čemer sta prvi dve leti namenjeni izključno izgradnji infrastrukture in odhodkom iz naslova vzpostavitve proizvodnih linij, naslednjih petnajst let pa je namenjeno izkoriščanju izgrajene infrastrukture in aktivni proizvodnji ter poslovanju družbe Marifarm d.o.o.

Tabela 5: Izhodišča za izračun pesimistične in optimistične variante:

Elementi	Pesimistična varianta	Optimistična varianta
Prihodki od prodaje blaga MLM	Povečanje 20 %	Povečanje 35 %
Prihodki od prodaje blaga – SLO in tujina	Povečanje 60 %	Povečanje 200 %
Zapolnitev kapacitet prodaje storitev	cca. 67%	cca. 90%
Pozitivni poslovni izid	Leta 2014 (5. leto)	Leta 2011 (3. leto)
Letna rast prihodkov	3 %	5 %
Letna rast prihodkov	9,91 %	13,87 %
Interna stopnja donosa	5 let	3 leta
Točka preloma v poslovanju (poslovni dobiček)		

V zgornji tabeli lahko vidimo, da se optimistični in pesimistični scenarij poslovanja družbe Marifarm, razlikujeta prvenstveno v ocenjenem povečanju prihodkov iz poslovanja. V okviru pesimistične variante predpostavljamo, da prihodki od prodaje blaga v okviru obstoječih proizvodov sedanjega asortimana Galenskega laboratorija (MLM), ne bodo presegli 20% povečanja, glede na obstoječe stanje, medtem ko optimistični scenarij predvideva do 35% povečanje prihodkov iz tega naslova. Podobno v nadaljevanju predvideva pesimistični scenarij povečanje prihodkov od prodaje novih produktov (Slo in tujina), povečanje prodaje blaga za do 60%, optimistični scenarij pa za do 200%. Bistven vpliv na prihodnji poslovni izid Marifarma ima tudi dogovorjena cena za opravljanje storitve po pogodbi s KRKO d.d., ki naj bi se gibala v višini 0,055 €/enoto, pri čemer v pesimističnem scenariju predvidevamo prihodek iz naslova do 60 mio enot, po optimističnem scenariju pa skoraj popolno zapolnitev proizvodnih kapacitet v obsegu do 80 mio kosov. Scenarija se poleg navedenega razlikujeta tudi v oceni letnih rasti prihodkov, ki so v okviru pesimizma ocenjeni na 3%, v okviru optimizma pa na 5% letno.

Glede na postavljena izhodišča, smo v nadaljevanju ocenili uspešnost investicije oz. poslovanja projektnega podjetja Marifarm, ki glede na ocene in opazovano 17 letno obdobje, znaša v okviru pesimističnega scenarija 9,91%, v okviru optimističnega scenarija pa 13,87%. Drugi kazalec ocene uspešnosti projekta je bilo obdobje preloma, to je let, ko družba Marifarm prične ustvarjati pozitiven poslovni izid. Po pesimističnem scenariju, bi bilo mogoče pozitiven izid pričakovati šele v petem letu poslovanja družbe, po optimističnem scenariju pa že po drugem letu poslovanja družbe oz. leta 2011.

2.3. Analiza uspešnosti projekta Marifarm in projekcije poslovanja

Izdelani optimistična in pesimistična varianta izkaza uspeha predvidevata poslovne in finančne prihodke ter poslovne in finančne odhodke ter izračun denarnega toka za obe varianti z izračunom interne stopnje donosa. Pri načrtovanju poslovnih prihodkov in odhodkov izhajamo iz realiziranih v sedanjih enoti Galenski laboratorij, kjer ločeno izkazujemo prihodke od prodaje v lastnih lekarnah in prihodke od prodaje ostalim kupcem v Sloveniji in tujini. Enako razdelitev uporabimo tudi v predračunskem izkazu uspeha za novo proizvodnjo. Prodaja Mariborskim lekarnam je prikazana kot prihodki od prodaje blaga MLM. Poleg prodaje blaga načrtujemo tudi prihodke od prodaje storitev, kjer načrtujemo storitve velikoserijske proizvodnje tablet, kjer v prvih dveh letih načrtujemo, da proizvodnja ne bo tekla s polno zmogljivostjo. Poslovni odhodki vključujejo stroške prodanih zalog, stroške materiala in storitev, stroške dela in amortizacijo. Stroški prodanih zalog so računani v % od prihodkov od prodaje blaga. Stroški dela so predvideni v prvih dveh letih delovanja v višini okoli 2,9 mio eur, kar vključuje stroške dela za obstoječe zaposlene in novo zaposlenih delavcev, šele tretje leto poslovanja, ko se bo proizvajalo s polno zmogljivostjo predvidevamo še dodatno povečanje zaposlitev. Amortizacija je načrtovana glede na predračunsko vrednosti investicije. Finančni odhodki so izračunani na podlagi predvidenih stroškov najema dolžniškega kapitala. V enaki višini so načrtovani tudi finančni prihodki, saj načrtujemo v primeru, če bi analiza kapitalskega trga pokazala, da letna rast vrednosti kapitalskih naložb Marifarma (v.p. Krka d.d.), ne bi dosegala stroškov financiranja, odprodajo dela kapitalske naložbe, v vrednosti izračunane razlike.

Projekcije poslovanja Marifarm d.o.o. glede na optimistični in pesimistični scenarij

Tabela 6-a: Izkaz uspeha Marifarm – optimistični scenarij od 2009 do 2015

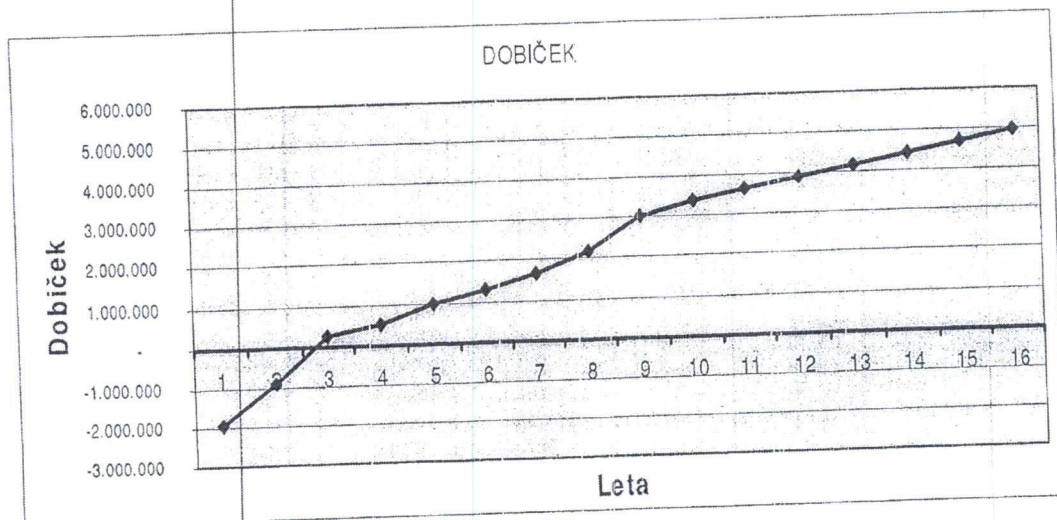
	2009	1. leto (2010)	2. leto (2011)	3. leto (2012)	4. leto (2013)	5. leto (2014)	6. leto (2015)
I. PRIHODKI	6.600.000	7.855.000	10.767.750	11.346.971	12.220.736	12.829.387	13.387.495
A. PRIHODKI POSLOVANJA	5.300.000	6.555.000	9.467.750	10.133.638	11.094.069	11.789.387	12.434.162
Prihodki od prodaje storitev B+P	2.700.000	3.300.000	4.300.000	4.620.000	4.851.000	5.093.550	5.348.228
Prihodki od storitev tabletiranja			1.650.000	1.925.000	2.475.000	2.750.000	2.887.500
Prihodki od prodaje blaga	2.225.000	2.336.250	2.453.063	2.575.716	2.704.501	2.839.726	2.981.713
Prihodki od prodaje blaga MLM	875.000	918.750	964.688	1.012.922	1.063.568	1.106.111	1.216.722
B. FINANČNI PRIHODKI	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.213.333	1.126.667	1.040.000	953.333
II. ODHODKI	8.542.738	8.782.461	10.486.274	10.721.507	10.972.835	11.241.062	11.292.751
D. ODHODKI POSLOVANJA	7.242.738	7.482.461	9.186.274	9.508.174	9.846.168	10.201.062	10.339.418
d) Stroški prodanih zalog	1.085.000	1.139.250	1.196.213	1.256.023	1.318.824	1.384.765	1.454.004
e) Stroški materiala + storitve	900.000	945.000	1.367.250	1.435.613	1.507.393	1.582.763	1.661.901
g) Stroški dela	2.809.453	2.949.926	3.874.527	4.058.253	4.271.666	4.485.249	4.709.511
h) Amortizacija	2.448.285	2.448.285	2.748.285	2.748.285	2.748.285	2.748.285	2.514.002
E. FINANČNI ODHODKI	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.213.333	1.126.667	1.040.000	953.333
III. BRUTO DOBIČEK	- 1.942.738	- 927.461	281.476	625.464	1.247.901	1.588.325	2.094.744
IV. DAVEK OD DOHODKOV	-	-	56.295	125.093	249.580	317.665	418.949
V. ČISTI DOBIČEK	- 1.942.738	- 927.461	225.180	500.371	998.321	1.270.660	1.675.795

V okviru optimističnega scenarija, se slika poslovanja in pričakovani poslovni izid, kot računovodska kategorija, v pozitivne vrednosti prevesi že po zaključenem drugem letu poslovanja, s pričakovanim poslovnim izidom po plačilu davkov v višini malo nad 225.000 €. Ob tem velja omeniti, da denarni tok iz naslova stroška amortizacije ne bo nastal, če bodo za financiranje investicije uporabljeni lastni viri financiranja. V tem primeru se bodo investicijski stroški poplačali iz naslova zmanjšanja lastnega kapitala (npr. odprodaja dela dolgoročnih finančnih naložb). Dobiček po predvidevanjih v naslednjih letih strmo narašča.

Tabela 6-b: Izkaz uspeha Marifarm – optimistični scenarij od 2016 do 2022

	7. leto (2016)	8. leto (2017)	9. leto (2018)	10. leto (2019)	11. leto (2020)	12. leto (2021)	13. leto (2022)
I. PRIHODKI	13.922.537	14.488.664	15.087.430	15.790.894	16.447.945	17.157.675	17.907.226
A. PRIHODKI POSLOVANJA	13.055.870	13.708.664	14.394.097	15.184.227	15.927.915	16.724.342	17.560.559
Prihodki od prodaje storitev B+P	5.618.639	5.896.421	6.191.242	6.500.804	6.825.844	7.167.136	7.525.493
Prihodki od storitev tabletiranja	3.031.875	3.183.469	3.342.642	3.509.774	3.685.263	3.869.526	4.063.002
Prihodki od prodaje blaga	3.110.798	3.287.338	3.451.705	3.624.291	3.805.505	3.995.780	4.195.569
Prihodki od prodaje blaga MLM	1.277.558	1.341.436	1.408.508	1.549.358	1.611.333	1.691.899	1.776.494
B. FINANČNI PRIHODKI	866.667	780.000	693.333	606.667	520.000	433.333	346.667
II. ODHODKI	11.222.355	10.696.623	10.841.232	11.207.910	11.541.944	11.954.649	12.392.323
D. ODHODKI POSLOVANJA	10.355.688	9.916.523	10.147.899	10.600.844	11.021.944	11.521.316	12.045.656
d) Stroški prodanih zalog	1.526.704	1.603.039	1.683.191	1.767.351	1.855.718	1.948.504	2.045.929
e) Stroški materiala + storitve	1.744.996	1.832.246	1.923.858	2.020.051	2.121.054	2.227.106	2.338.461
g) Stroški dela	4.944.987	5.192.236	5.451.848	5.724.440	6.010.662	6.311.196	6.626.755
h) Amortizacija	2.189.002	2.289.002	2.089.002	1.089.002	1.034.510	1.034.510	1.034.510
E. FINANČNI ODHODKI	866.667	780.000	693.333	606.667	520.000	433.333	346.667
III. BRUTO DOBIČEK	2.700.182	3.792.141	4.246.198	4.583.383	4.906.001	5.203.026	5.514.903
IV. DAVEK od dohodkov	540.036	758.428	849.240	916.577	981.200	1.040.605	1.102.981
V. ČISTI DOBIČEK	2.160.145	3.033.713	3.396.958	3.666.707	3.924.801	4.162.421	4.411.922

Slika 1: Gibanje poslovnega izida družbe Marifarm - optimistični scenarij 2009 do 2024



Pesimistični scenarij – analiza rezultata. Kot prikazuje spodnje Tabele 7-a in 7-b ter Slika 2, projekcije poslovanja po pesimističnem scenariju kažejo, da družba Marifarm v naslednjih petih letih ne bo uspela pokriti stroškov poslovanja. Največja obremenitev v poslovanju izhaja iz amortizacije naložbe, ki v okviru bilance finančnih tokov hkrati pomeni odliv za odplačilo obveznosti do virov financiranja. Gre torej za potencialen odliv, ki se v denarni tok spremeni v primeru, da se bomo odločili za katerega izmed zunanjih virov financiranja. V nasprotnem primeru, bo breme amortizacije prešlo na kapital podjetja, ki se bo zaradi zabeležene računovodske izgube zmanjšal v enakem deležu. Poslovni Izid, ki torej prikazuje do 5 leta poslovanja izgubo, je tako dejansko le potencialen oz. računovodska oz. obračunska kategorija, kar z drugimi besedami pomeni, da likvidnostnih težav ne pričakujemo.

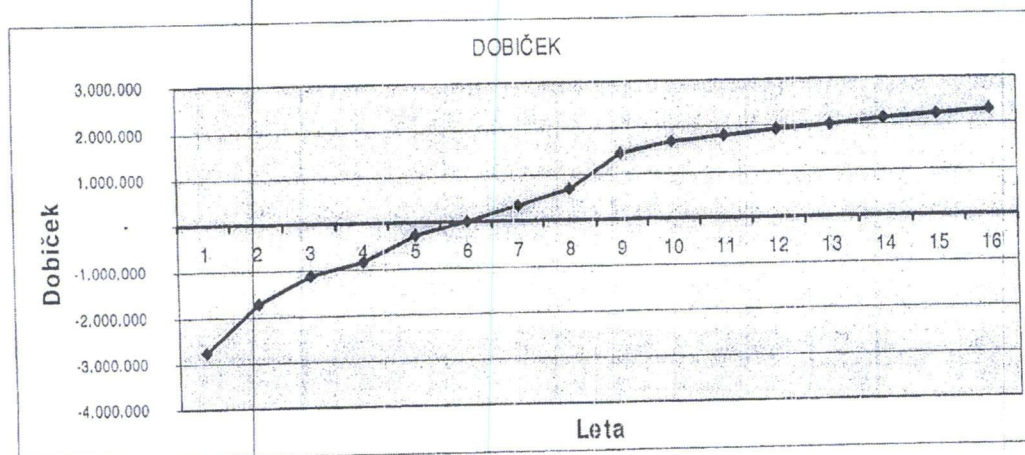
Tabela 7-a: Izkaz uspeha Marifarm – pesimistični scenarij od 2009 do 2015

	2009	1. leto (2010)	2. leto (2011)	3. leto (2012)	4. leto (2013)	5. leto (2014)	6. leto (2015)
I. PRIHODKI	5.490.000	6.649.700	8.911.191	9.278.360	9.925.894	10.312.958	10.570.030
A. PRIHODKI POSLOVANJA	4.190.000	5.349.700	7.611.191	8.065.027	8.799.228	9.272.958	9.616.697
Prihodki od prodaje storitev B+P	2.200.000	3.300.000	3.850.000	3.265.500	4.084.465	4.206.999	4.333.209
Prihodki od storitev tabletkiranja			1.650.000	1.925.000	2.475.000	2.750.000	2.832.500
Prihodki od prodaje blaga	1.190.000	1.225.700	1.267.471	1.300.345	1.339.355	1.379.536	1.420.922
Prihodki od prodaje blaga MLM	800.000	824.000	848.720	874.182	900.407	936.423	1.030.086
B. FINANČNI PRIHODKI	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.213.333	1.126.667	1.040.000	953.333
II. ODHODKI	8.253.738	8.388.902	10.018.432	10.110.870	10.208.681	10.312.026	10.186.788
D. ODHODKI POSLOVANJA	6.953.738	7.088.902	8.718.432	8.897.537	9.082.014	9.272.026	9.233.455
d) Stroški prodanih zalog	796.000	819.880	844.476	869.811	895.905	922.782	950.466
e) Stroški materiala + storitve	900.000	927.000	1.339.080	1.379.252	1.420.630	1.463.249	1.507.146
g) Stroški dela	2.809.453	2.893.737	3.786.591	3.900.188	4.037.194	4.137.710	4.261.841
h) Amortizacija	2.448.285	2.448.285	2.748.285	2.748.285	2.748.285	2.748.285	2.514.002
E. FINANČNI ODHODKI	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.213.333	1.126.667	1.040.000	953.333
III. BRUTO DOBIČEK	- 2.763.738	- 1.739.202	- 1.107.241	- 832.510	- 282.787	186	76.648
IV. Davek od dohodkov	-	-	-	-	-	-	-
V. ČISTI DOBIČEK	- 2.763.738	- 1.739.202	- 1.107.241	- 832.510	- 282.787	746	306.594

Tabela 7-b: Izkaz uspeha Marifarm – pesimistični scenarij od 2016 do 2022

	7. leto (2016)	8. leto (2017)	9. leto (2018)	10. leto (2019)	11. leto (2020)	12. leto (2021)	13. leto (2022)
I. PRIHODKI	10.771.864	10.982.354	11.201.758	11.509.134	11.761.923	12.012.514	12.273.223
A. PRIHODKI POSLOVANJA	9.905.198	10.202.354	10.519.424	10.902.468	11.241.923	11.579.181	11.926.556
Prihodki od prodaje storitev B+P	4.463.205	4.597.101	4.735.014	4.877.065	5.023.377	5.174.078	5.329.300
Prihodki od storitev tabletkiranja	2.917.475	3.004.999	3.095.149	3.188.004	3.283.644	3.382.153	3.483.618
Prihodki od prodaje blaga	1.463.550	1.507.456	1.552.680	1.599.260	1.647.238	1.696.655	1.747.555
Prihodki od prodaje blaga MLM	1.060.968	1.092.797	1.125.581	1.238.139	1.287.664	1.326.294	1.366.083
B. FINANČNI PRIHODKI	866.667	780.000	693.333	606.667	520.000	433.333	346.667
II. ODHODKI	9.926.705	9.197.670	9.124.863	9.259.472	9.344.198	9.491.222	9.645.267
D. ODHODKI POSLOVANJA	9.060.038	8.417.670	8.431.530	8.651.805	8.824.198	9.057.888	9.298.590
d) Stroški prodanih zalog	978.980	1.008.349	1.038.599	1.069.757	1.101.850	1.134.906	1.168.953
e) Stroški materiala + storitve	1.552.361	1.598.932	1.645.899	1.696.306	1.747.196	1.799.612	1.853.600
g) Stroški dela	4.389.696	4.521.387	4.657.029	4.796.740	4.940.642	5.088.861	5.241.527
h) Amortizacija	2.139.002	1.289.002	1.089.002	1.089.002	1.034.510	1.034.510	1.034.510
E. FINANČNI ODHODKI	866.667	780.000	693.333	606.667	520.000	433.333	346.667
III. BRUTO DOBIČEK	845.159	1.784.684	2.076.895	2.250.662	2.417.725	2.521.292	2.627.966
IV. Davek od dohodkov	169.032	356.937	415.379	450.132	483.545	504.258	525.393
V. ČISTI DOBIČEK	676.127	1.427.747	1.661.516	1.800.530	1.934.180	2.017.034	2.102.373

Slika 2: Gibanje poslovnega izida družbe Marifarm - pesimistični scenarij 2009 do 2024



V nadaljevanju smo glede na prikazana scenarija ocenili še stopnjo notranjega donosa investicijskega projekta, IRR, kjer pa moramo opozoriti, da je od dobljene vrednosti potrebno odšteti strošek lastnega kapitala, to je tisto vrednost, ki jo lastniki kapitala, v običajnih razmerah, zahtevajo kot nadomestilo za vezavo kapitala v naložbo. Glede na to, je neto donosnost investicije enaka IRR stopnji, zmanjšani za ocenjeni strošek lastnega kapitala, ki ga lahko okvirno ocenimo na okoli 6-8% (trenutne razmere na kapitalskih trgih).

Ocena uspešnosti investicije projekta Marifarm po metodi IRR

V nadaljevanju smo, glede na simulirane optimistične in pesimistične vrednosti projekcij bilanc uspeha poslovanja podjetja Marifarm d.o.o., s pomočjo dinamične metode vrednotenja investicijskih projektov, t.i. **Interne stopnje donosnosti projekta, IRR**, določili še kakšno stopnjo donosa na vloženi kapital lahko pričakujemo. Metoda IRR analizira proste denarne tokove v času trajanja projekta ter jih s pomočjo diskontiranja izenačuje na nullo sedanjo vrednost. Uporabljena diskontna stopnja je istočasno tudi IRR stopnja donosa ($NSV=0; IRR=x$).

Izračun pokaže, da je predvidena dosežena IRR, interna stopnja donosnosti investicijskega projekta Marifarm, za ocenjevano obdobje 15+2 leti, v primeru pesimističnega scenarija, okoli 9,9%, v primeru optimističnega scenarija pa okoli 13,9%, kar je po naši oceni primerna stopnja donosa. Razpon med optimističnim in pesimističnim scenarijem tako znaša 4%, pri čemer lahko v okviru dejanske realizacije prihaja do manjših odstopanj, predvsem na segmentu odliva iz naslova davčnih odhodkov, zaradi morebitne uporabe t.i. davčnega štita in pa v segmentu, kjer se bodo sprejemale odločitve glede uporabe ali neuporabe zunanjih virov financiranja.

Tabela 8: IRR (Interna stopnja donosa) projekta Marifarm v obdobju 2009 in 2024

scenarij	Pesimistični	Optimistični
IRR – notranja stopnja donosa	9,91%	13,87%