

# PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA PODUZEĆE PFIZER

---

**Gracin, Antonio**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2021**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:614804>

*Rights / Prava:* [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-08-27**



*Repository / Repozitorij:*

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**  
**Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA**  
**PODUZEĆE PFIZER**

Diplomski rad

**Antonio Gracin**

**Zagreb, Rujan 2021.**

**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**  
**Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA**  
**PODUZEĆE PFIZER**  
**APPLICATION OF CASH FLOW AT RISK METHOD ON**  
**COMPANY PFIZER**

Diplomski rad

**Student: Antonio Gracin**

**JMBAG studenta: 0067538351**

**Mentor: Prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić**

**Zagreb, Rujan 2021.**

## **Sažetak**

Cilj ovog diplomskog rada je identificirati i kvantificirati poslovne rizike vezane uz poslovanje poduzeća Pfizer te na osnovu analize odrediti koji rizici imaju značajan utjecaj na vrijednost poduzeća te kako zaštititi poduzeće od tih rizika. Rad također uključuje analizu okruženja, industrije i poslovanja poduzeća. Za analizu rizika korištena je metoda rizičnih novčanih tokova. Na osnovi provedene analize zaključuje se da poduzeće Pfizer adekvatno upravlja poslovnim rizicima. Glavno opažanje rada je važnost veličine poduzeća u farmaceutskoj industriji. Većina analiziranih rizika imalo je umanjeni efekt jer su djelovali na samo dio proizvodnog portfelja te je samo jedan rizik imao značajan efekt upravo zato što je utjecao na sve proizvode poduzeća.

**Ključne riječi:** Upravljanje rizicima, metoda rizičnih novčanih tokova, farmaceutska industrija, Pfizer

## **Summary**

Goal of this paper is to identify and quantify business risk associated with Pfizer's operations and based on the analysis determine which risks have significant impact on company's value as well as how can it protect itself from those risks. Methodology used for risk analysis is cash flow at risk method (CFaR). Paper also includes environment analysis, industry analysis and business analysis for Pfizer. Based on conducted analysis, paper concludes that Pfizer has adequate risk management policies. Main observation of the paper is the importance of the company size in pharmaceutical industry. Most of the analysed risks had low effect since they affected only part of the product portfolio and only one risk had significant result because it impacted all of company's products.

**Key words:** Risk management, Cash flow at risk, CFaR, Pharmaceutical industry, Pfizer

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

---

(vlastoručni potpis studenta)

---

(mjesto i datum)

## Sadržaj

1.	Uvod.....	1
1.1.	Predmet i cilj rada.....	1
1.2.	Metode i izvori podataka .....	1
1.3.	Struktura rada .....	2
2.	Integrirani model upravljanja rizicima i metoda rizičnih novčanih tokova.....	3
2.1.	Proces integriranog upravljanja rizicima.....	3
2.2.	Metoda rizičnih novčanih tokova .....	8
3.	Poslovna analiza .....	9
3.1.	Analiza okruženja.....	9
3.1.1.	Analiza vanjskog okruženja .....	9
3.1.2.	Analiza industrije .....	10
3.2.	Analiza poslovanja .....	14
3.2.1.	Strategijska „U“ krivulja i generičke strategije.....	14
3.2.2.	Analiza financijskih izvještaja .....	16
3.2.3.	SWOT matrica.....	20
3.3.	Procjena vrijednosti poduzeća .....	21
3.3.1.	Model diskontiranih novčanih tokova.....	21
3.3.2.	Diskontna stopa i trošak kapitala .....	24
4.	Primjena modela integriranog upravljanja rizicima i metode rizičnih novčanih tokova na poduzeće Pfizer.....	26
4.1.	Općenito o poduzeću Pfizer.....	26
4.2.	Pregled segmenata poslovanja.....	26
4.3.	Analiza vanjskog okruženja poduzeća Pfizer.....	27
4.4.	Analiza farmaceutske industrije .....	31
4.4.1.	Analiza životnog vijeka farmaceutske industrije .....	31

4.4.2.	Porterov model pet sila.....	33
4.5.	Analiza poduzeća.....	37
4.5.1.	Analiza konkurentske strategije poduzeća Pfizer.....	37
4.5.2.	Analiza financijskih izvještaja poduzeća Pfizer.....	37
4.5.3.	SWOT matrica poduzeća Pfizer.....	42
4.6.	Procjena vrijednosti poduzeća Pfizer .....	43
4.6.1.	Izrada pro forma financijskih izvještaja.....	43
4.6.2.	Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala poduzeća Pfizer	53
4.6.3.	Procjena slobodnih novčanih tokova poduzeća Pfizer.....	56
4.6.4.	Izračun fundamentalne vrijednosti poduzeća Pfizer .....	58
4.7.	Identifikacija, analiza i upravljanje poslovnih rizika poduzeća Pfizer.....	59
4.7.1.	Identifikacija i analiza rizika poduzeća Pfizer .....	59
4.7.2.	Rangiranje rizika i izrada mape rizika poduzeća Pfizer.....	65
4.7.3.	Mjere upravljanja rizika poduzeća Pfizer.....	66
5.	Zaključak .....	70



# **1. UVOD**

## **1.1. Predmet i cilj rada**

Predmet rada je analiza poslovanja i poslovnih rizika poduzeća Pfizer te primjena metode rizičnih novčanih tokova. Tema upravljanja rizicima je vrlo relevantna u doba modernog poslovanja koje je izrazito dinamično i nepredvidljivo. Jedna od važnih zadaća menadžmenta jest analizirati i vrednovati poslovne rizike te strateški s njima upravljati kako bi ispunili svoj primarni cilj, a to je stvaranje vrijednosti za vlasnike poduzeća. Analiza rizika također je vrlo važna za investitore koji ulažu kapital u poduzeće. Koristi se za donošenje odluke je li sama investicija previše rizična, kako se uklapa u ukupni portfelj te može li se investitor zaštititi od mogućih gubitaka uloženog kapitala. Farmaceutska industrija predstavlja interesantan predmet analize s aspekta upravljanja rizicima i vrednovanja poduzeća. Sa strane upravljanja rizicima, farmaceutska industrija ima vrlo značajne i specifične rizike kao što su rizik razvoja novih lijekova koji zahtjeva velika ulaganja bez garancije uspjeha ili rizik ulaska generičkih lijekova na tržište. Sa strane vrednovanja poduzeća, procjena vrijednosti farmaceutskih poduzeća je opet jedinstvena jer je ključno uzeti u obzir značajnost trenutnih i razvoj budućih patenata. Cilj rada je identificirati i kvantificirati poslovne rizike vezane uz poslovanje te na osnovu analize odrediti koji rizici imaju značajan utjecaj na vrijednost poduzeća te kako zaštititi poduzeće od tih rizika.

## **1.2. Metode i izvori podataka**

Metode korištene u diplomskom radu su iz područja upravljanja rizicima, poslovne analize i procjene vrijednosti poduzeća. Metoda koja je primarna i na kojoj se temelji diplomski rad je metoda rizičnih novčanih tokova. Metoda rizičnih novčanih tokova je metoda ocjene mogućeg utjecaja rizika na vrijednost poduzeća. Ona predstavlja gubitak neto generiranog novčanog toka u odnosu na određenu ciljanu razinu. Postoji nekoliko načina kvantifikacije vrijednosti unutar metode rizičnih novčanih tokova, a u ovom diplomskom radu koristi se metoda scenarija i metoda analize osjetljivosti. Metoda scenarija služi kao razrada mogućih okolnosti nastupanja identificiranih rizika, dok je svrha metode analize osjetljivosti pokazati osjetljivost vrijednosti poduzeća na nastupanje svakog pojedinog scenarija. Iz područja poslovne analize koristi se metoda PESTLE

analize, analiza životnog vijeka industrije, Porterov model pet sila, analiza konkurentske strategije, analiza financijskih izvještaja te na kraju SWOT analiza. Svrha svih ovih metoda je bolje razumijevanje poduzeća koje je potrebno za identifikaciju rizika i procjenu fundamentalne vrijednosti. PESTLE metoda se koristi za analizu vanjskog okruženja dok analiza životnog vijeka industrije i Porterov model pet sila služe za analizu industrije. Cilj metoda analize konkurentske strategije, analize financijskih izvještaja i SWOT analize je analiza i razumijevanje samog poslovanje poduzeća. Za procjenu fundamentalne vrijednosti poduzeća koristi će se višeperiodni model diskontiranih slobodnih novčanih tokova. Razlog za višeperiodni model slobodnih novčanih tokova je što se želi uzeti u obzir promjene u poslovanju vezane uz istek postojećih i nastupanje novih patenata. Izrada pro forma izvještaja temelji se na metodi postotka od prodaje dok se prodaja projicira pomoću očekivanih stopa rasta. Kod prihoda lijekova u razvoju koristi se metoda rizikom prilagođenih prihoda. Ovo je metoda koja se često koristi prilikom vrednovanja farmaceutskih poduzeća. Zbog velikog rizika plasiranja lijekova na tržište, njihovi budući prihodi od prodaje prilagođavaju se za neizvjesnost njihovog nastanka. Analizirani podaci su uzeti za period s krajem 2019. godine.

### **1.3. Struktura rada**

Struktura rada prati „top-down“ proces. Započinje analizom vanjskog okruženja te zatim analizu industrije i analizu poslovanja. Navedene analize se agregiraju u SWOT matricu. S obzirom na to da se u radu koristi metoda rizičnih novčanih tokova, izrađuje se model diskontiranih novčanih tokova. Posljednji dio rada nadovezuje se na prijašnje dijelove. Identifikacija rizika temelji se na opažanjima u SWOT matrici, dok se model diskontiranih novčanih tokova koristi u sklopu analize rizika. Rad završava mjerama upravljanja rizika kao posljednji korak u procesu.

## 2. INTEGRIRANI MODEL UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODA RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA

### 2.1. Proces integriranog upravljanja rizicima

Upravljanje rizicima se može definirati kao sve akcije poduzete od strane fizičke ili pravne osobe u cilju zaštite od rastućeg rizika njihovog poslovanja. Upravljanje rizicima bavi se osigurljivim i neosigurljivim rizicima. To je uređeni proces identifikacije, analize i odgovara na rizične događaje tijekom određenog perioda radi postizanja optimalne ili prihvatljive razine eliminacije ili kontrole rizika.<sup>1</sup> Temeljni koncepti upravljanja rizicima polaze od nesavršenosti tržišta kapitala kao što su troškovi agenata i asimetričnosti informacija, troškovi financijskih poteškoća i troškovi skupog vanjskog financiranja te pokazuju da je funkcija upravljanja rizicima povećanje vrijednosti poduzeća i bogatstva vlasnika. Važno je naglasiti da je ova tvrdnja točna samo u slučajevima kada je korist od upravljanja rizicima veća od povezanih troškova ili ako je isti učinak moguće postići kroz diversifikaciju rizika na tržištu kapitala.<sup>2</sup>

Povećana kompleksnost poslovanja i razvoj informatičke tehnologije stvorili su sveobuhvatni i proaktivni pristup rizicima poduzeća pod imenom integrirano upravljanje rizicima poduzeća (Enterprise Risk Management ili ERM). Proces integriranog upravljanja rizicima može se definirati kao proces koji sustavno i cjelovito identificira kritične rizike, kvantificira njihov utjecaj i osigurava provedbu integriranih strategija upravljanja rizicima u cilju povećanja vrijednosti poduzeća. Za provedbu procesa zaduženo je cijelo poduzeće, a sam proces mora biti usklađen sa strategijom poduzeća i dizajniran sa ciljem identifikacije potencijalnih događaja koji mogu utjecati na poduzeće. Za razliku od klasičnog upravljanja rizicima koji na rizike gleda izolirano, integrirano upravljanje rizicima fokusira se na među-utjecaj rizika i analizira učinak na cijelo poduzeće. Iz toga razloga donošenje strateških odluka treba biti prepušteno upravi koja je najbolje upoznata s poslovnim operacijama i financijskom situacijom poduzeća. Zadatak nižih razina

---

<sup>1</sup> Merna T., Al-Thani, F. (2008.), *Corporate Risk Management*. John Wiley & Sons, str. 44-48

<sup>2</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima*. Sinergija, str. 67.

organizacije je prijenos informaciji prema Upravi i provedbe donesenih odluka. Integrirano upravljanje rizicima služi kao potpora poslovnim procesima strateškog planiranja i razvoja poduzeća te se je jedan od ciljeva učinkovitog ERM-a, poboljšati kvalitetu donošenja odluka. ERM je proces koji se mora stalno pratiti i prilagođavati promjenama okoline u kojoj posluje poduzeće. Na osnovu svega navedenog, može se zaključiti da svrha integriranog upravljanja rizicima nije osiguranje rizika kao takvih, već zaštita poslovanja poduzeća od potencijalnih gubitaka ili čak otvaranje novih prilika.<sup>3</sup> Sam ERM proces se može podijeliti u četiri osnovne faze:

1. Utvrđivanje situacije u poduzeću
2. Identifikacija rizika
3. Analiza i mapiranje rizika
4. Odluke o upravljanju rizicima

O prvoj fazi, utvrđivanja situacije u poduzeću, bit će govora u sklopu poglavlja poslovne analize. Druga faza ERM-a je identifikacija rizika. Identifikacija rizika pokušava odrediti koji rizici mogu utjecati na poduzeće te dokumentirati njihove karakteristike. Tijekom identifikacije rizika potrebno je promatrati interne i eksterne rizike. U procesu potrebno je koristiti povijesne i trenutne podatke.<sup>49</sup> Često najopasniji rizici za poduzeće su oni kojima je izloženo, a nisu identificirani. Razlozi za ne identifikaciju rizika variraju od loših internih kontrola do zanemarivanja osnovnih izloženosti. Poduzeća čiji se rizični profili redovito ne mijenja često mogu upasti u zamku podcjenjivanja važnost identifikacije rizika kao ključnog elementa upravljanja rizicima.<sup>4</sup>

Analiza rizika uključuje procjenu mogućih ishoda rizika. Primarna funkcija kvantifikacije rizika je donošenje odluke kojim rizicima je potrebno upravljati, a koje je moguće zanemariti. Odluka o upravljanju ili zanemarivanju rizika ovisit će o toleranciji rizika poduzeća. Metode analize rizika primarno se mogu podijeliti na kvalitativne i kvantitativne. Kvalitativna metoda uključuje opis rizika. Ona ne daje numeričku vrijednost već opisuje prirodu rizika i pomaže njegovom razumijevanju. S druge strane kvantitativna

---

<sup>3</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima*. Sinergija, str. 79-83

<sup>4</sup> Culp, C. (2001.), *The Risk Management Process – Business Strategy and Tactics*. John Wiley & Sons

metoda pokušava odrediti učinak rizika u apsolutnom iznosu.<sup>5</sup> Metode analize rizika također se mogu podijeliti ovisno o samoj distribuciji. Metode temeljene primarno na analizi povijesnih podataka koriste ex-post distribuciju. Metode temeljene na kombinaciji povijesnih podataka te znanja i iskustva eksperata koriste i ex-post i ex-ante distribuciju. Metode temeljene primarno na znanju i iskustvu eksperata temelje se na ex-ante distribuciji. Ovakva vrsta distribucije je subjektivno određena.

Mapiranje rizika dio je procesa analize rizika jer omogućuje razvrstavanje i kvantifikaciju učinka različitih rizika kojima je poduzeće izloženo. Mapa rizika ujedinjuje sve identificirane rizike i važan je alat u integriranom upravljanju rizicima.<sup>6</sup> Ona služi za identifikaciju, evaluaciju i određivanje značajnosti ukupnih rizika kojima je poduzeće izloženo. Prvi korak izrade mape rizika je rangiranje rizika. Rizici se rangiraju s obzirom na vjerojatnost nastupanja i značajnosti rizika, odnosno snage njegovog učinka na slobodne novčane tokove poduzeća. Značajnost rizika se ocjenjuje na skali od 1 do 10 gdje ocjena 1 predstavlja rizik s najmanjim utjecajem, a 10 s najvećim utjecajem. Slično tome, vjerojatnost nastupa rizika rangira se najčešće na skali od 1 do 5 gdje ocjena 1 predstavlja gotovo nemoguć rizik sa vrlo malom vjerojatnošću nastupa, dok ocjena 5 predstavlja sigurni rizik sa najvišom vjerojatnošću nastanka. Rangiranje u ovom radu napravljeno je prema sljedećim kriterijima<sup>7</sup>:

**Tablica 1** Kategorizacija značajnosti rizika

Razina značajnosti	% $\Delta$ FCFF
1	Promjena <5%
2	Promjena 5%-15%

<sup>5</sup> Merna T., Al-Thani, F. (2008.), *Corporate Risk Management*. John Wiley & Sons

<sup>6</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 40-41

<sup>7</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima*. Sinergija, str. 102-105

<b>3</b>	Promjena 15%-25%
<b>4</b>	Promjena 25%-35%
<b>5</b>	Promjena 35%-45%
<b>6</b>	Promjena 45%-55%
<b>7</b>	Promjena 55%-65%
<b>8</b>	Promjena 65%-75%
<b>9</b>	Promjena 75%-85%
<b>10</b>	Promjena >85%

Izvor: prof. dr. Miloš Sprčić, D.

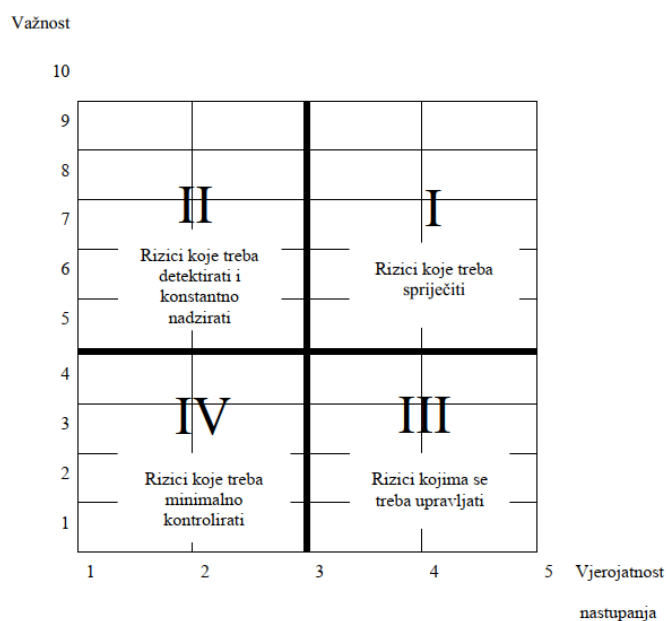
**Tablica 2** Kategorizacija vjerojatnosti rizika

<b>Razina vjerojatnosti</b>	<b>Vjerojatnost nastupanja</b>
<b>1</b>	<5%
<b>2</b>	5%-25%
<b>3</b>	25%-65%
<b>4</b>	65%-95%
<b>5</b>	>95%

Izvor: prof. dr. Miloš Sprčić, D.

Nakon što su rizici rangirani oni se prikazuju u koordinatnom sustavu sa četiri kvadranta prikazanom na slici 10. U prvom kvadrantu nalaze se rizici koji su najopasniji za poduzeće i koji moraju biti najveći prioritet. U drugom kvadrantu se nalaze rizici koji su sekundarni prioritet. Oni su značajni, ali njihova vjerojatnost nastupa nije velika. Treći kvadrant predstavlja rizike koji su malog značaja, ali je njihova vjerojatnost nastanka velika stoga je potrebno s njima aktivno upravljati. Posljednji četvrti kvadrant sadrži rizike koji zahtijevaju minimalni nadzor jer njihova značajnost i vjerojatnost mala.<sup>8</sup>

**Slika 1** Kvadranti mape rizika



Izvor: Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća*

Zbog vizualizacije važnosti i vjerojatnosti rizika, mapa rizika olakšava razumijevanje kompleksnih postupaka procjene rizika. Nakon što su svi rizici prikazani na mapu rizika uočljivo je koji rizici imaju značajan utjecaj na poduzeće i kojima menadžment treba aktivno upravljati.

Mjere upravljanja rizika uključuju postupke odgovora na prijetnje rizika. Mjere se mogu podijeliti u četiri kategorije: izbjegavanje rizika, smanjenje rizika, transfer rizika i prihvatanje rizika. Izbjegavanje rizika podrazumijeva negiranje određenog rizika. Ono se može provoditi kroz eliminaciju izvora rizika ili kroz izbjegavanje aktivnosti koji izlažu

<sup>8</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima*. Sinergija, str. 106

poduzeće određenom riziku. Smanjenje rizika uključuje smanjenje vjerojatnosti nastanka ili snage učinka rizika. Transfer rizika je djelomični ili potpuni prijenos rizika na treću stranu. Najčešći način prijenosa rizika su osiguranja. Prihvat rizika uključuje svjesno i nesvjesno ignoriranje određenih rizika. Razlog tome može biti da je učinak ili vjerojatnost rizika premali u slučaju svjesnog prihvaćanja ili da rizik nije identificiran u slučaju nesvjesnog prihvata.<sup>9</sup>

## 2.2. Metoda rizičnih novčanih tokova

Rizični novčani tok predstavlja gubitak neto generiranog novčanog toka, u odnosu na određenu ciljanu razinu. To znači da je metoda rizičnih novčanih tokova mjera relativnog rizika, tj. to je rizik koji se mjeri u odnosu na postavljenu ciljanu razinu novčanog toka. CFaR metoda pomaže unapređenju financijske strategije poduzeća, dugoročnog planiranja investicija i strukture kapitala, procjeni novčanih rezervi i donošenjem odluka o strategijama upravljanja rizicima.<sup>10</sup> Pomoću rizičnih novčanih tokova izrađuju se distribucija vjerojatnosti budućeg novčanog toka poduzeća, te se može procijeniti vjerojatnost nastanka rijetkih negativnih događaja. Ono treba koristiti empirijski pristup „odozgo prema dole“ (top-down), gledajući direktno na povijesnu bazu podataka novčanih tokova cijelog poduzeća. Budući da u većini slučajeva ne postoji dovoljno dobra baza podataka za procjenu vjerojatnosti pojave rijetkih događaja, korisno je bazu proširiti sa podatcima velikog broja sličnih poduzeća čiji su rezultati usporedivi.<sup>11</sup> Najjednostavniji pristup analizi rizika novčanih tokova poduzeća je Analiza osjetljivosti. Njome se može testirati osjetljivost planiranih novčanih tokova na promjenu zadanih faktora. Nedostatak ove metode jest nemogućnost mjerenja kombiniranih učinaka promjene više varijabli već samo jedne varijable čije se promjene i osjetljivost novčanih tokova promatraju u izolaciji. Iz tog razloga postoje naprednije metode poput Monte Carlo simulacije . Ona omogućuje

---

<sup>9</sup> Merna T., Al-Thani, F. (2008.), *Corporate Risk Management*. John Wiley & Sons

<sup>10</sup> Miloš Sprčić, D. & Radić, D. (2011.), Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 9(1), str. 55-70

<sup>11</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima*. Sinergija, str. 119-121



uključivanje kombiniranih učinaka i međusobne interakcije svih rizika kojima je poduzeće izloženo.<sup>12</sup>

### **3. POSLOVNA ANALIZA**

Poslovna analiza je znanost o ekonomiji poduzeća koja izražava spoznaju poduzeća i poslovanja poduzeća kao objekta i iz kojih stavova slijede principi metode analiziranja poduzeća kao objekta. Objekt istraživanja je poduzeće, a predmet su neke karakteristike poslovanja i poduzeća kao cjeline.<sup>13</sup> Analiza poslovanja je ključna jer stvara kvalitativnu podlogu za financijske prognoze. Ono omogućuje identifikaciju osnovnih stvaratelja profita kao i najvažnije rizike kojima je poduzeće izloženo. Najčešće korišteni pristup poslovnoj analizi je pristup „odozgo prema dolje“ (eng. top-down) koji polazi od makroekonomskog okruženja i analize industrije te ocjenjuje njegovu poziciju, a dobivene informacije stavlja u kontekst poslovne i financijske analize poduzeća.<sup>14</sup>

#### **3.1. Analiza okruženja**

Okruženje poduzeća je skup različitih utjecaja i promjena na koje poduzeće nema utjecaj. Bez obzira ključno je da menadžment razumije čimbenike okruženja i poduzima potrebne prilagodbe jer takvi faktori mogu značajno utjecati na poslovanje. Poslovno okruženje možemo podijeliti na makro-okruženje, tj. vanjsko okruženje i na mikro-okruženje, tj. na industrijsko okruženje.<sup>15</sup>

##### **3.1.1. Analiza vanjskog okruženja**

Metoda koja obuhvaća sve čimbenike vanjskog okruženja je PESTLE analiza. PESTLE je često korištena metoda analize makro-okruženja i temelj je strateškog i financijskog

---

<sup>12</sup> Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima*. Sinergija, str. 108

<sup>13</sup> Tintor, J. (2000.), *Poslovna analiza*, HIBIS d.o.o., Zagreb

<sup>14</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 19

<sup>15</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*

planiranja. Ono obuhvaća analizu političkih, ekonomskih, društvenih, tehnoloških, zakonodavnih i ekoloških aspekata.

### **3.1.2. Analiza industrije**

Analiza industrijske grane predstavlja temelj poslovne analize poduzeća. Sama struktura industrije uvjetuje i određuje pravila konkurentne igre, poslovne procese, marketinška, tehnološka i razvojna rješenja te na kraju samu dugoročnu strategiju poduzeća.<sup>16</sup>

#### **Analiza životnog vijeka industrije**

Analiza životnog vijeka industrije je metoda koja pokušava odrediti u kojoj specifičnoj mijeni se nalazi promatrana industrija te donijeti zaključke temeljene na specifičnosti pojedine mijene. Prema Robertu Grantu postoje četiri jedinstvene mijene u životnom vijeku industrije. Te mijene su uvođenje, rast, zrelost i povlačenje. Najznačajniji čimbenici koji utječu na životni vijek industrije su industrijska stopa rasta, porast potražnje, porast proizvodnje i difuzija znanja. Ono što primarno određuje mijenu je stopa rasta industrije s krivuljom S-oblika prikazana na slici 2.<sup>17</sup> Prema porastu potražnje i proizvodnje, za mijenu uvođenja, zbog osvajanja tržišta i nedovoljnog iskustva sama potražnja i proizvodnja je niska. Potražnja i proizvodnja u postupnim mijenama raste. U mijeni rasta broj kupaca raste i tehnologija napreduje pa stoga industrija prelazi u masovnu proizvodnju. Kod mijene zrelosti već dolazi do zasićenja tržišta i promjene u potražnji. Prelaskom u mijenu povlačenja, na tržište dolaze novi tehnološki superiorniji supstituti te potražnja nastavlja opadati. Drugi važni čimbenik je utjecaj znanja i difuzije znanja. U fazi uvođenja, tehnologije snažno rastu i međusobno konkuriraju. Tijekom vremena formira se dominantni dizajn koji podrazumijeva dominantnu strukturu proizvoda. Upravo kod mijene rasta dolazi do prihvatanja dominantnog dizajna. To označava preokret s radikalnih na inkrementalne inovacije. Prihvatanjem dominantnog dizajna povećava se standardiziranost proizvoda te težište postaju procesne inovacije orijentirane smanjenju troškova i povećanju pouzdanosti kvalitete proizvoda.<sup>18</sup>

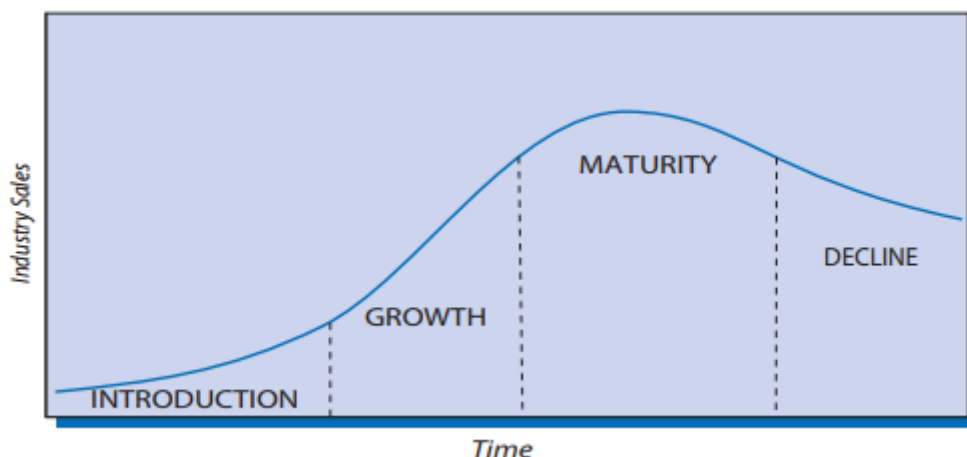
---

<sup>16</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*

<sup>17</sup> Grant, R. M. (2016.), *Contemporary strategy analysis: Text and cases edition*. John Wiley & Sons, str. 207-215

<sup>18</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.), *Planiranje poslovnih dometa*

Slika 2 Životni ciklus industrije



Izvor: Grant, R. M. (2016.), *Contemporary strategy analysis: Text and cases edition*

### Porterov model pet sila

Najpopularniji model za analizu industrijske grane je razvio Michael Porter. On navodi pet sila značajnih za oblikovanje strategije poduzeća:

1. Intenzitet konkurencije među etabliranim konkurentima
2. Snaga i dinamika promjena pregovaračke moći kupaca
3. Snaga i dinamika promjene pregovaračke moći dobavljača
4. Opasnost od ulaska supstituta (i komplementa)
5. Opasnost od ulaska novih konkurenata<sup>19</sup>

Snage ovih sila i njihovo međusobno djelovanje utječu na profitno-rizični potencijal industrije. Stabilna konkurentna struktura, niska opasnost od ulaska novih konkurenata i supstituta te povoljan položaj industrije prema kupcima i dobavljačima povećavaju profitabilnost industrije.<sup>20</sup>

#### 1. Intenzitet konkurencije među etabliranim konkurentima

Intenzitet konkurencije među etabliranim konkurentima označava cjenovnu ili necjenovnu borbu za povećanje tržišnog udjela i strategijskog položaja. Prvu silu

---

<sup>19</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.), *Planiranje poslovnih dometa*, str. 182-183

<sup>20</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 23

možemo podijeliti na dijagnostičku analizu kojom se istražuje utjecaj tržišne strukture na sadašnju konkurentsku borbu i profitabilnost te na prognostičku analizu koja promatra način, dinamiku i smjer promjene tržišne strukture i njezin utjecaj na buduće odnose etabliranih konkurenata<sup>21</sup>. Najvažniji čimbenici koji utječu na intenzitet konkurentске borbe su stopa rasta industrije, koncentracija poduzeća unutar industrije, stupanj diferencijacije proizvoda i usluga, ekonomija razmjera, višak kapaciteta i skup izlazak iz industrije. U industrijama gdje su stope rasta visoke, rivalitet među konkurentima je niži zato što se poduzeća ne moraju toliko natjecati kako bi ostvarila rast. S druge strane, u industrijama koje stagniraju ili opadaju, poduzeća moraju agresivno preuzimati tržišne udjele kako bi rasla te je intenzitet konkurencije visok. Broj poduzeća u industriji utječe na intenzitet borbe na tržištu. U koncentriranim industrijama gdje je postoji dominantni igrač, rivalitet je smanjen jer ostala poduzeća slijede konkurentске uvjete i razine cijena koja postavlja vođa. Kod fragmentiranih industrija gdje ne postoji dominantno poduzeće, rivalitet je visok jer poduzeća prihvaćaju tržišno određene cijene i agresivnom cjenovnom borbom pokušavaju povećati tržišni udio i istisnuti ostale konkurente. Ako se na tržištu nalaze nekoliko dominantnih podjednako moćnih poduzeća, tada postoje dva moguća ishoda. Poduzeća mogu surađivati pri određivanju cijena pa će rivalitet biti nizak ili će se svako poduzeće htjeti nametnuti kao vođa industrije, pa će rivalitet biti vrlo visok. Treći čimbenik je stupanj diferencijacije proizvoda i usluga. U industriji gdje su proizvodi slabo diferencirani prelazak kupca s proizvoda je lak. Samim time kupcima će cijena biti najvažniji aspekt i cjenovna borba će biti visoka. U industrijama s visokim stupnjem diferenciranosti među proizvodima prelazak kupca s proizvoda je puno teži. Budući da se proizvodi značajno razlikuju, karakteristike proizvoda postaju važan element odluke kupnje i intenzitet cjenovne borbe se smanjuje. U industrijama s prisutnom ekonomijom razmjera moguće je očekivati visoku cjenovnu borbu jer će poduzeća koristiti svoje niže troškove kako bi uspostavili agresivnu taktiku cijena i preuzeli tržišni udio. Posljednji čimbenik je višak kapaciteta i skup izlazak iz industrije. Višak kapaciteta stvara veću ponudu od potražnje te su poduzeća prisiljena snižavati cijenu kako bi popunila višak kapaciteta. Također visoke izlazne barijere mogu stvarati viškove kapaciteta koje onda

---

<sup>21</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.), *Planiranje poslovnih dometa*, str. 183

opet povećavaju cjenovnu borbu. Važnost izlaznih barijera je posebno izražena u industrijama s opadajućom potražnjom.<sup>22</sup>

## **2. Snaga i dinamika promjena pregovaračke moći kupaca**

Pregovaračka moć kupaca utječe na postojeće profite u industriji. Što je pregovaračka moć kupaca veća, jači je njezin utjecaj na profitne marže poduzeća. Kupci svojom pregovaračkom moći snižavaju cijene i povećavaju kvalitetu proizvoda i usluga. Oni imaju veću snagu u industrijama u kojima je jaka međusobna konkurencija, niska diferencijacija proizvoda te su troškovi zamjene proizvoda niski. Sama cjenovna osjetljivost kupaca ovisi o važnosti proizvoda ili usluge u njihovoj ukupnoj strukturi troškova. Za vrednovanje pregovaračke moći kupaca može se koristiti broj kupaca u odnosu na broj prodavatelja, obujam kupnje po jednom kupcu, broj alternativnih proizvoda na raspolaganju kupcima, te troškovi zamjene.<sup>23</sup>

## **3. Snaga i dinamika promjene pregovaračke moći dobavljača**

Pregovaračka moć dobavljača često je zrcalni prikaz pregovaračke moći kupaca. Dobavljači svoju pregovaračku moć iskazuju kroz cijenu ili kvalitetu sirovina koje prodaju. U industrijama u kojima je teško neutralizirati rast cijena inputa, pregovaračka moć dobavljača može imati značajan učinak na profitabilnost. Pregovaračka moć dobavljača može se vrednovati kroz broj dobavljača u industriji, postojanje zamjenskih proizvoda i troškova promjene dobavljača. Pregovaračka moć dobavljača je također visoka u slučaju kada je njihov proizvod ključan za poslovanje poduzeća.

## **4. Opasnost od ulaska supstituta (i komplementa)**

Supstituti su proizvodi koji zadovoljavaju istovrsne potrošačke potrebe. Pojava supstituta značajno utječe na sadašnju i buduću strategijsku pozicioniranost. Pri procjeni utjecaja supstituta treba uzeti u obzir raspoloživost bliskih supstituta, svojstvo odnosa cijene i vrijednosti supstituta te cjenovnu elastičnost industrijske potražnje kao mjerilo

---

<sup>22</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 24-26

<sup>23</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 30

pritiska koje supstitut vrši u određenoj industriji. Sam supstitut postaje privlačniji što je cjenovna elastičnost veća.<sup>24</sup>

## **5. Opasnost od ulaska novih konkurenata**

Opasnost od ulazaka novih konkurenata čine čimbenici koji otežavaju ulazak novih igrača među već etablirane konkurente. Ti čimbenici se nazivaju ulazne barijere i podrazumijevaju snage koje obeshrabruju ili onemogućavaju poduzeću ulazak u određenu industriju ili njezin dio. Zadatak ulaznih barijera je omogućiti ostvarenje profita i održavanje postignute razine ostvarenih profita te rast budućih. Barijere možemo podijeliti u strukturne ili strategijske. Postoje tri osnovne strukturne barijere. To su kontrola nad glavnim resursima, ekonomija obujma i ekonomija širine te tržišne prednosti etabliranih konkurenata. Pod strategijske barijere su ubrajaju postavljanje niskih cijena prije ulaska novog konkurenta, postavljanje predatorskih cijena koje reduciraju profit postojećih konkurenata te ih mogu prisiliti na izlazak i onemogućiti ulazak novih igrača.<sup>28</sup>

## **3.2. Analiza poslovanja**

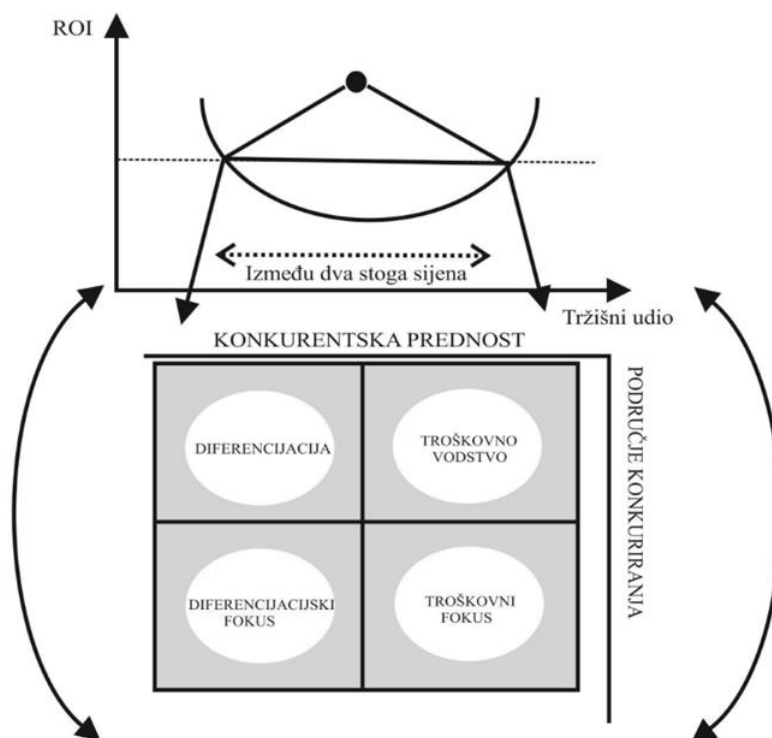
### **3.2.1. Strategijska „U“ krivulja i generičke strategije**

Analiza konkurentske strategije poduzeća prepoznaje je li poduzeće konkurentno u odnosu na ostala poduzeća iz industrije te na čemu temelji svoju konkurentsku prednost. Stjecanje konkurentske prednosti temelji se na izboru između strategije troškovnog ili kvalitativnog vodstva, na cijelom tržištu ili pak tržišnim nišama. Njihovo je uporište u strategijskoj „U“ krivulji koja pokazuje mogućnosti njihovog pojedinačnog odabira. Na osnovu konkurentske prednosti i strategijske „U“ krivulje postoje tri vrste generičkih strategija: strategija troškovnog vodstva, strategija kvalitativnog vodstva (diferencijacije) i strategija usredotočenja (fokusa). Sve poslovne jedinice/poduzeća koja ne koriste jednu od navedenih generičkih strategija spadaju u strategijski položaj „Buridanovog magarca“. Položaj Buridanovog magarca ili položaj „između dva stoga sijena“ karakterizira nesposobnost opredjeljenja za izbor odluke. Poslovi ili poduzeća u ovoj situaciji su neprofitabilna, ne raspolažu kapitalom i lošeg su troškovnog ustrojstva.

---

<sup>24</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.), *Planiranje poslovnih dometa*, str. 184-189

**Slika 3** Strategijska „U“ krivulja i pripadajuće generičke strategije



Izvor: Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.), *Planiranje poslovnih dometa*

Strategija troškovnog vodstva konkurentske prednosti ostvaruje se ponudom proizvoda s nižom cijenom pri čemu kvaliteta mora biti ista ili približna konkurentskoj. Jedno od uporišta strategije troškovnog vodstva je krivulja iskustva, koja upućuje na korištenje potencijala troškovnih prednosti rastuće količine proizvodnje. Korištenje ovog potencijala vezano je uz rastuće tržište. Poduzeće koje slijedi strategiju troškovnog vodstva ostvaruje veću profitabilnost u odnosu na svoje konkurente. Smanjivanje troškova postiže se mjerama usmjerenim na povećanje tržišnog udjela i djelovanja potpunog korištenja sinergijskih potencijala krivulja iskustva.

Strategija kvalitativne diferencijacije ili kvalitativnog vodstva konkurentske prednosti ostvaruje ponudom proizvoda veće koristi (veće kvalitete), uz iste ili niže troškove u odnosu na konkurenciju. Specifične kvalitativne prednosti, kvalitativno razlikovanje i često unikatnost, uzrokuju lojalnost kupaca. Lojalnost kupaca čine ulazne barijere ovog strategijskog opredjeljenja. Kvalitativno razlikovanje se postiže: imidžom marke i proizvoda, dizajnom, tehnološkim postupcima, kvalitetom i imidžom kvalitete, trgovačkom mrežom i kvalitetnim servisima. Ova strategija mora biti jakom marketinškom podrškom,

proizvodnim inženjeringom, visokom i inovativnom kreativnošću, razvijenom kooperacijom i visokim sinergijskim učinkom svih karika stvaranja lanca vrijednosti.

Strategija usredotočenja ili strategija fokusa nosi sve karakteristike ili strategije troškovnog vodstva ili strategije kvalitativnog razlikovanja pri čemu nije usmjereno na cijelo tržište već na tržišne niše. Na tim dijelovima tržišta moguće je primjenom jedne od dvije temeljne strategije ostvariti veću profitabilnost nego na cijelom tržištu.<sup>25</sup>

### **3.2.2. Analiza financijskih izvještaja**

Javno objavljeni financijski izvještaji su kvantitativna podloga eksterne financijske analize. Postoje dva područja analize financijskih izvještaja, analiza usporedbama i analiza pokazatelja.

Analiza usporedbama koristiti komparaciju s određenim standardnim vrijednostima za ocjenu financijske situacije i financijskih performansi. Standardne veličine mogu se pojaviti kao realizirane pozicije proteklih razdoblja ili očekivane pozicije formalizirane u planovima, financijske situacije i performanse drugih poduzeća, prosjeka industrije ili privrede. Analizu usporedbama možemo podijeliti u analizu povijesne serije, analizu usporednih veličina i analizu pomoću planskih veličina. Analiza povijesne serije pronalazi promjene i trendove unutar određenog vremenskog pomaka. Za dodatno razumijevanje, uočene promjene i trendove uspoređuje se sa onim uočenim kod sličnih poduzeća, u samoj industriji ili sa standardnim veličinama. Analiza usporednih veličina odnosi se na svođenje pozicija financijskih izvještaja na postotke bilance ili ukupnih prihoda. Svođenjem pozicija na relativne veličine negiraju se ograničenja vezana uz veličinu poduzeća i olakšava se njihova usporedba. Posljednje područje analize usporedbama je analiza pomoću planskih veličina. Ona uspoređuje vrijednosti s planiranim vrijednostima u pro-forma financijskim izvještajima. Cilj ove analize je prosudba o uspješnosti ostvarivanja planiranih zadataka i procesa financijskog planiranja.<sup>26</sup>

Analiza pokazatelja je analiza međuodnosa strukture bilance i povezanosti određenih pozicija bilance s određenim pozicijama u računu dobiti i gubitka. Pokazatelj prikazuje odnose između dvije pozicije financijskih izvještaja. Znatian dio analize financijskih

---

<sup>25</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.), *Planiranje poslovnih dometa*, str. 195-198

<sup>26</sup> Orsag, S. (2015.), *Poslovne financije*. HUFA, str. 95-97



izvještaja odnosi se na analizu financijskih pokazatelja. Financijski pokazatelji najčešće se razvrstavaju u pet skupina:

1. Pokazatelji djelovanja poluge
2. Pokazatelji likvidnosti
3. Pokazatelji aktivnosti
4. Pokazatelji profitabilnosti
5. Pokazatelji investiranja<sup>27</sup>

Pokazatelji djelovanja poluge označavaju indikatore zaduženosti tvrtke i njezinog servisiranja duga. Pokazatelji poluge mogu se promatrati kao i svojevrsni pokazatelji financijske snage. Dva su osnovna pokazatelja upotrebe poluge, stupanj zaduženosti i odnos duga i glavnice. Uz ta dva pokazatelja, pojavljuju se i pokazatelji pokrića. Stupanj zaduženosti pokazuje koliki se dio ukupne imovine poduzeća financira iz tuđih izvora. Stupanj zaduženosti svojevrsni je pokazatelj rizika servisiranja dugova, primarno rizika vezanih za vraćanje sredstava kreditorima i drugim vjerovnicima. Izračunava se kao omjer ukupnih obveza prema ukupnoj imovini. Što je stupanj zaduženosti veći, veći je i rizik ulaganja u poduzeće, kao i rizik da se kroz ostvarenu poslovnu aktivnost neće pokriti fiksni teret kamata. Prema konzervativnom pravilu financiranja dugovi ne bi smjeli premašiti veličinu vlasničke glavnice, tj. stupanj zaduženosti ne bi smio biti veći od 50%. No, bitno je uvidjeti i samu strukturu kapitala. Trebalo bi se orijentirati na dugoročna (i srednjoročna) zaduženja te je korisno uzeti u obzir odnos dugoročnog duga. Odnos dugoročnog duga računa se kao omjer dugoročnog duga u odnosu na zbroj dugoročnog duga i glavnice. U analizi stupnja zaduženosti važno je uzeti u obzir fazu poslovnog ciklusa u kojem se poduzeće nalazi jer će poduzeća u razdoblju intenzivnog investiranja imati veći stupanj zaduženosti od poduzeća u zreloj fazi svojih projekata. Također bitno je i zapažanja usporediti sa trendovima zaduženosti u industrijskoj grani. Odnos duga i glavnice nastao je iz konzervativnog pravila gdje zaduženja poduzeća ne bi smjela premašiti vrijednost glavnice. Kao takav, računa se kao omjer dugoročnog duga i glavnice. Primarno je pokazatelj strukture kapitala poduzeća i komplementaran je sa odnosom dugoročnog duga. Odnos duga i glavnice može se uzeti kao i omjer ukupnog duga i

---

<sup>27</sup> Orsag, S. (2015.), *Poslovne financije*. HUFA, str. 97-101

glavnice čime je komplementaran sa stupnjem zaduženosti, no to je rjeđi slučaj. Korisno je prilikom izračuna odnosa duga i glavnice uzeti tržišne vrijednosti jer je tada indikator politike strukture kapitala poduzeća i temelj za izračun troška kapitala poduzeća. Posljednji pokazatelj djelovanja poluge su pokazatelji pokrića. Oni promatraju fiksni teret servisiranja dugova. Pokazatelji pokrića govore koliko puta su kamate i drugi fiksni teret financiranja pokriveni veličinom profita ili novčanog toka. Najjednostavniji pokazatelj pokrića je pokriće kamata. Ovaj odnos pokazuje koliko su puta kamate na dugove pokrivenne veličinom zarada prije kamata i poreza. Računa se kao omjer zarada prije kamata i poreza te obračunatih kamata. Pokriće kamata orijentirano je na bruto dobit. Zbog toga pri izračunu tereta kamata treba uzeti u obzir i amortizaciju diskonta, odnosno premije na emitirane obveznice. Na taj način pokriće kamata upućuje na opasnost gubitka zbog prevelikog fiksnog tereta kamata. Što je pokazatelj pokrića kamata veći, to je poduzeća sposobnije servisirati svoje fiksne naknade financiranja. Zbog orijentiranosti pokrića kamata na računovodstvenu dobit, ono ne upućuje potpuno na sposobnosti isplate kamata. Iz tog razloga precizniji pokazatelj je pokriće novčanim tokom. On se računa kao odnos zbroja zarada prije kamata i poreza i amortizacije prema plaćenim kamatama i drugim troškovima vezanim uz posuđivanje novca. S obzirom da ovaj pokazatelj aproksimira pokrivenost kamata samim novčanim tokom, bolje ukazuje na stupanj sigurnosti.

Pokazatelji likvidnosti su indikatori horizontalne financijske strukture i ročne strukture financiranja. Iako se zovu pokazatelji likvidnosti, oni su i pokazatelji solventnosti poduzeća. Dva su osnovna pokazatelja likvidnosti, tekući odnos i brzi odnos, te im se može pridružiti i novčani odnos. Tekući odnos ili koeficijent tekuće likvidnosti stavlja u odnos tekuću imovinu, donosno obrtna sredstva, s kratkoročnim obvezama. On ukazuje na mogućnost servisiranja obveza. Što je tekući omjer veći, to je poduzeće sposobnije održavati solventnost. S obzirom da je dio tekuće imovine trajno vezan uz poslovanje poduzeća, ovaj omjer trebao bi biti jednak najmanje dva, a neki smatraju i tri. Prilikom analize potrebno je uvažiti karakteristike pojedine industrije i različite zahtjeve za visinom obrtnih sredstva. Brzi odnos ili koeficijent ubrzane likvidnosti stavlja u odnos kratkoročno vezana sredstva (novac, unovčivi vrijednosni papiri i potraživanja od kupaca) s kratkoročnim obvezama prema izvorima sredstava. Može se i računati kao odnos razlike tekuće imovine i zaliha s tekućim obvezama. Također upućuje na mogućnost održavanja solventnosti. Brzi odnos trebao bi biti najmanje jedan iako je poželjno da bude veći od

jedan. Brzi odnos treba promatrati zajedno sa tekućim odnosom jer pokazuju tendenciju strukture tekuće imovine, čime se popravljaju ili pogoršava solventnost poduzeća. Posljednji pokazatelj likvidnosti je novčani odnos. On je nastavak analize solventnosti budućeg poslovanja. Računa se kao odnos novca i novčanih surogata prema tekućim obvezama. Kao i kod prijašnjih indikatora, što je veći novčani odnos, manja je financijska napetost. Međutim preveliki novčani odnos sugerira slabo upravljanje novcem jer se drži imovina koja ne donosi zaradu. Novčani odnos potrebno je promatrati zajedno sa ostalim pokazateljima likvidnosti.

Pokazatelji aktivnosti upućuju na učinkovitost korištenja sredstava ili imovine. Dvije su osnovne skupine pokazatelja aktivnosti, koeficijent obrtaja i dani vezivanja sredstava. Koeficijent obrtaja pokazuje koliko se puta neko sredstvo (imovina) obrne tijekom godine. Jedan obrtaj znači da to sredstvo prođe sve faze poslovnih procesa i vrati se u početni oblik. Što je koeficijent obrtaja veći, uspješnije je korištenje imovine jer se isti rezultat ostvaruje s manjim angažmanom imovine. Ipak, važno je napomenuti da preveliki koeficijent obrtaja u određenoj mjeri upućuje na rizike u poslovnim procesima kao npr. nedostatak rezervi i opasnost od pojave zastoja u poslovnim procesima. Iz tog razloga bitno je usporediti koeficijente obrtaja s ostatkom industrije. Prosječni dani vezivanja pokazuju vrijeme trajanja pojedinog poslovnog procesa. Oni su također i svojevrsna mjera likvidnosti.

Pokazatelji profitabilnosti mjere uspjeh zarade analiziranog poduzeća. Oni se često nazivaju i pokazatelji rentabilnosti. Dvije su karakteristične skupine pokazatelja profitabilnosti poduzeća, profitabilnost prodaje i profitabilnost imovine (kapitala). Profitabilnost prodaje prikazuje se stavljanjem u odnos određenih mjera profita s veličinom poslovne aktivnosti, mjerene prodajom ili ukupnim prihodima. Ovisno o izabranoj mjeri profita možemo govoriti o marži kontribucije ili o bruto i neto profitnoj marži. Marža kontribucije je pokazatelj uspješnosti proizvodnih operacija poduzeća. Bruto profitna marža stavlja u odnos bruto dobit s prodajom ili ukupnim prihodima. Ovaj pokazatelj upućuje na uspješnost tvrtke odnosno njezina menadžmenta da upravlja prodajnim cijenama, troškovima i obujmom poslovne aktivnosti. Neto profitna marža je pokazatelj koji stavlja u odnos neto dobit s prodajom ili ukupnim prihodima. Ona ukazuje kako menadžment upravlja ukupnim rashodima, uključujući i izdatke za kreditore. Drugi pokazatelj profitabilnosti poduzeća je profitabilnost imovine. Ona mjeri oportunist

ostvarenih profita prema angažiranoj imovini. Najčešći pokazatelji profitabilnosti imovine su profitabilnost ukupne imovine i profitabilnost glavnice. Profitabilnost ukupne imovine stavlja u odnos bruto dobit s ukupnom angažiranom imovinom. Ona pokazuje koliko učinkovito poduzeće koristi raspoložive resurse. Profitabilnost imovine mora biti dovoljna da zadovolji sve dionike poduzeća i stoga bi morala biti barem jednaka prosječnom ponderiranom kapitalu. Profitabilnost glavnice stavlja u odnos neto dobit i glavnice poduzeća. Ona pokazuje koliko učinkovito poduzeće koristi raspoloživi kapital vlasnika. Profitabilnost glavnice ovisi o profitabilnosti imovine i financijskoj strukturi. Ona tako pokazuje kako poduzeće upošljava tuđi kapital. Prema mehanizmu financijske poluge, poduzeću se isplati koristiti tuđi kapital sve dok se takvim kapitalom ostvaruje profitabilnost imovine više od prosječne ponderirane kamatne stope na dugove.

Zadnja kategorija financijskih pokazatelja su pokazatelji investiranja. Oni su relevantni samo za dionička društva te promatraju njegove dionice kao investiciju. Za razliku od pokazatelja profitabilnosti, oni promatraju tržišne, umjesto računovodstvenih vrijednosti. Najčešći pokazatelji investiranja su zarade po dionici, cijena po dionici, dividende po dionici, prinos od dividendi, odnos cijene i zarade te odnos isplate dividendi. Zarade po dionici pokazatelji su profitne učinkovitosti dionica. Cijena po dionici pokazuje tržišnu vrijednost dionice. Dividende po dionici pokazuju veličinu tekućeg novčanog dohotka po dionici. Prinos od dividendi pokazatelj je profitabilnosti investicije u dionicu. Odnos cijene i zarade najvažnija je mjera vrijednosti kojom se koriste investitori na tržištu. Računa se kao odnos cijene po dionici i zarade po dionici. Budući da veličina zarade po dionici pomnožena sa odnosom cijene i zarade daje vrijednost dionice, ovaj pokazatelj se još naziva multiplikatorom. Odnos isplate dividendi pokazuje raspodjelu ostvarenih zarada.

### **3.2.3. SWOT matrica**

SWOT analiza je kvalitativna analitička metoda koja putem četiri čimbenika nastoji prikazati unutarnje snage i slabosti organizacije te vanjske prilike i prijetnje s kojima se ta ista organizacija suočava. Ono je dijagnostički i prognostički instrument te služi za vizualizaciju rizično-profitne pozicije poduzeća. SWOT analiza ne daje precizne odgovore o rizičnosti poduzeća, ali daje indikacije o mogućim problemima. Važno je naglasiti da se ovdje radi o subjektivnoj metodi. Sama analiza se sastoji od četiri komponente: snage i slabosti unutarnjeg okruženja te prilike i prijetnje vanjskog okruženja. Prve dvije komponente opisuju samo poslovanje poduzeća. Kako se radi o unutarnjem okruženju, na

ove čimbenike menadžment poduzeća ima utjecaja. Posljednje dvije komponente su vezane uz samo okolinu poduzeća. Ovdje se radi o vanjskom okruženju poduzeća na koje menadžment nema utjecaj nego iziskuje proaktivno i reaktivno djelovanje na osnovi navedenih čimbenika.<sup>28</sup>

### **3.3. Procjena vrijednosti poduzeća**

Procjeni vrijednosti poduzeća može se pristupiti na više načina. Najčešće se kao temeljni koncepti vrijednosti navode knjigovodstvena, likvidacijska, tržišna te ekonomska vrijednost. Same temeljne koncepte je moguće podijeliti u podvarijante te se mogu dodati određene specifične varijante. Prema proširenoj podjeli, koncepti vrijednosti su knjigovodstvena, reprodukcijaska, likvidacijska, raskomadana, tržišna, ekonomska, Going-concern vrijednost te specifični koncepti (vrijednost jamstva, oporeziva vrijednost, procijenjena vrijednost te osigurana vrijednost). U ovom radu promatrat će se Going-concern vrijednost. Going-concern vrijednost je podvarijanta ekonomske vrijednosti. To znači da vrijednost temelji na sposobnosti imovinskog oblika na stvaranje čistih novčanih tokova nakon oporezivanja za vlasnika. Jedinstveno za Going-concern koncept je što pretpostavlja vremenski neograničeni kontinuitet poslovanja. To je najbliži koncept realnoj, intrinzičnoj procjeni vrijednosti poduzeća. S obzirom na pretpostavku za vremenski neograničeni kontinuitet poslovanja, ovaj koncept primjenjiv je samo na stabilnim poduzećima s nacionalno poznatim tvrtkama. Postoji nekoliko metoda određivanja vrijednosti poduzeća koje se mogu podijeliti u tri temeljne kategorije: metode temeljene na imovini, metode temeljene na profitnoj snazi poduzeća te kombinirane metode.

#### **3.3.1. Model diskontiranih novčanih tokova**

Metoda diskontiranih novčanih tokova se zasniva na diskontiranju predvidivih ukupnih novčanih tokova poduzeća. Zbog toga se može reći da ova metoda uvažava vrednovanje poduzeća sa stajališta većinskog udjela u poduzeću. Oslanja se na metodu čiste sadašnje vrijednosti, a koristi se uglavnom za veća poduzeća s dobrom dokumentacijskom podlogom za koja je budućnost nešto što je relativno predvidljivo. U pravilu se procjenjuje

---

<sup>28</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 35

minimalno petogodišnja struja budućih novčanih tokova. Pri tome bi trebalo, sa stajališta metode čiste sadašnje vrijednosti, u vrijednost uključiti i rezidualnu vrijednost poduzeća na kraju prognoziranog razdoblja. Druga bitna karakteristika ove metode je da se vrijednost temelji na procijenjenoj diskontnoj stopi koja odražava stupanj rizičnosti poslovanja poduzeća. Ona bi trebala odraziti međuovisnost rizika ostvarivanja budućih čistih novčanih tokova i ocjene njihove korisnosti za potencijalnog kupca poduzeća kao nagrade za plaćenu vrijednost.<sup>29</sup> Ovisno o broju prognoziranih perioda, model diskontiranih novčanih tokova možemo podijeliti u jednoperiodne i višeperiodne. Jednoperiodni model se koristi za stabilna poduzeća u zrelih industrijama. Model pretpostavlja da će slobodni novčani tokovi poduzeća rasti po konstantnoj stopi te da je stopa rasta manja od ponderiranog prosječnog troška kapitala. Temeljena je na Gordonovom modelu rasta. Višeperiodni model pretpostavlja više karakterističnih razdoblja, odnosno više različitih stopa rasta slobodnih novčanih tokova poduzeća.

Za izračun vrijednosti poduzeća potrebne su financijske prognoze koje se temelje na analizi okruženja, industrije i poslovanja poduzeća. Financijske prognoze izrađuju se u obliku pro forma ili projiciranih financijskih izvještaja. Pro forma financijski izvještaji temelje se na stvarnim odlukama koje su rezultat procesa planiranja i dogovorene projicirane prodaje i drugih projekcija te upućuju na planirani financijski položaj poduzeća u točno određenim vremenskim trenutcima. Upravo su projicirani financijski izvještaji puno korisniji pri utvrđivanju vrijednosti poduzeća, unatoč tome što se ne mogu sa sigurnošću odrediti buduća kretanja i rezultati. Najčešće korištena tehnika prognoziranja stavki izvještaja o dobiti i bilance je metoda postotka od prodaje. Temelj ove metode je procjena prihoda od prodaje. Potom se mnoge stavke izvještaja o dobiti i bilance kreću u skladu s kretanjima prodaje te se procjenjuju kao postotak iznosa prodaje za svaku pojedinu godinu. One stavke koje nisu izravno vezane uz prihode od prodaje uglavnom ovise o odlukama o strukturi kapitala ili o politici dividendi. Izrada pro forma financijskih izvještaja najčešće započinje prognoziranjem budućih prihoda od prodaje. Prvi korak je analiza ostvarenih prihoda od prodaje u zadnjih 5 do 10 godina. Pri utvrđivanju potrebne

---

<sup>29</sup> Orsag, S. (1997.), *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest

duljine promatranog prošlog razdoblja važno je uočiti velike i značajne prijašnje događaje na osnovu kojih bi možda trebalo produljiti promatrano razdoblje. Osim same povijesne stope rasta, važno je i uzeti u obzir sve čimbenike uočene u analizi okruženja, industrije i poslovanja. Prognoza prihoda od prodaje moguća je prema očekivanoj stopi rasta, očekivanom tržišnom udjelu ili putem očekivane jedinične cijene proizvoda i očekivane prodane količine.<sup>30</sup>

Kako je metoda diskontiranih novčanih tokova varijanta ekonomske vrijednosti, fundamentalna vrijednost poduzeća je jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih novčanih tokova. S obzirom na to da se prognoze novčanih tokova rade za predvidljivo vrijeme, pet ili deset godina, protekom tog vremena poduzeće ima određenu vrijednost. Ta vrijednost naziva se rezidualna vrijednost poduzeća. Postoje dva pristupa rezidualnoj vrijednosti ovisno o pretpostavci kontinuiteta poslovanja. Prvi pristup je pristup gdje se pretpostavlja prestanak poslovanja te se rezidualna vrijednost računa kao vrijednost imovine poduzeća na kraju prognoziranog razdoblja. Drugi pristup je vezan uz pretpostavku daljnjeg kontinuiteta poslovanja te se rezidualna vrijednost računa kao vrijednost budućih zarada poduzeća. Vrijednost imovine kao osnovice za procjenu rezidualne vrijednosti poduzeća može se procjenjivati primjenom dva osnovna koncepta, likvidacijska i fer tržišna vrijednost. Logika iza likvidacijske vrijednosti je da se poduzeće kupuje samo za prognozirani period te se na kraju perioda likvidira. Fer tržišna vrijednost i dalje pretpostavlja da će se poduzeće prodati na kraju razdoblja, ali da će se poslovanje i dalje nastaviti te zbog neizvjesnosti daljnjeg procjenjivanja, za vrijednost poduzeća uzima se vrijednost njegove imovine. Vrijednost zarade je temeljena na tome da će poduzeće generirati novčane tokove za vlasnika dalje u budućnosti. Ona se može procijeniti pomoću dva osnovna koncepta, vječne rente i pretpostavljenog rasta zarada. Koncept vječne rente uzima novčane tokove iz posljednjeg razdoblja i pretpostavlja da su konstantni za daljnji period poslovanja. Druga koncept je vječni rast zarada. Ovaj koncept pretpostavlja da će novčani tokovi poduzeća rasti u beskonačnost po konstantnoj očekivanoj stopi. Ona se temelji na realiziranim stopama rasta iz prethodnog razdoblja kao i ocijenjenim stopama rasta u prognoziranom razdoblju. Pri konačnoj odluci potrebno je stopu rasta usporediti sa

---

<sup>30</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 47-51

stopama rasta sličnih poduzeća i industrije. Važno je naglasiti da očekivana stopa rasta ne smije prelaziti očekivanu dugoročnu stopu rasta gospodarstva.<sup>31</sup>

### 3.3.2. Diskontna stopa i trošak kapitala

S obzirom na to da metoda diskontiranih novčanih tokova koristi novčane tokove generirane u budućnosti, potrebno je uključiti vremensku preferenciju novca. Vremenska preferencija novca označava veću sklonost novcu u sadašnjosti s obzirom na novac u budućnosti. Razlozi postojanja vremenske preferencije novca su rizik pritjecanja novca u budućnosti te rizik pada kupovne moći zbog inflatornih očekivanja. Vremenska vrijednost novca izračunava se složenim kamatnim računom pri čemu je od iznimne važnosti procjena kamatne, odnosno diskontne stope koja predstavlja oportunitetni trošak ulaganja novca. Kod procjene vrijednosti poduzeća moguć je izbor između dvije diskontne stope: prosječnog ponderiranog troška kapitala ili troška obične glavnice. Trošak kapitala se koristi kada se vrijednost poduzeća računa temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeću dok se trošak glavnice koristi kod slobodnih novčanih tokova običnoj glavnici.<sup>32</sup>

U ovoj analizi koristi se trošak kapitala. On se računa kao ponderirani prosjek troška obične glavnice i troška duga. Pri izračunu pondera ne bi se trebalo koristiti knjigovodstvene, već tržišne vrijednosti. Postoji mnogo čimbenika koji utječu na trošak kapitala. Oni koji su okolinski, nisu pod kontrolom poduzeća, dok na čimbenike internog karaktera poduzeće ima utjecaj. Okolinski čimbenici su razina kamatnih stopa, tržišna premija rizika te porezne stope. Interni čimbenici su struktura kapitala te politika investiranja i budžetiranja kapitala.<sup>33</sup> Prva komponenta troška kapitala je trošak duga. Trošak duga određuje zahtijevani prinos kreditora na uloženi kapital. Ovisno o tome ima li poduzeće javni ili privatni dug, razlikuje se način njegova izračuna. U slučaju javnog duga koristi se prinos do dospelja ili prinos do opoziva, ako se radi o instrumentu s opcijom opoziva. Ako poduzeće nema dug kojim se trguje na tržištu kapitala, kao prihvatljiva

---

<sup>31</sup> Orsag, S. (1997.), *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 121-124

<sup>32</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 63-64

<sup>33</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 64-68



aproksimacija mogu poslužiti stope prinosa na listani dug usporedivih poduzeća. Također kao aproksimacija može se uzeti i nominalna kamatna stopa koju određuju kreditori na postojeće bankarske kredite poduzeća koje onda treba uskladiti s promjenama na tržištu duga. S obzirom na to da dug donosi uštede na porezu, potrebno je izračunati trošak duga poslije poreza prije uvrštavanja u trošak kapitala. Druga komponenta troška kapitala je trošak obične glavnice. Postoje tri osnovna pristupa izračuna troška obične glavnice: pristup modela sadašnje vrijednosti dividendi, pristup teorije tržišta kapitala i pristup trošak duga plus premija rizika. Najčešće korišten pristup je pristup tržišta kapitala. Ono koristi model vrednovanja kapitalne imovine ili CAPM model. CAPM model uzima u obzir sistemski ili tržišni rizik i dovodi ga u vezu s očekivanim prinosom. Tri komponente CAPM modela su nerizična kamatna stopa, tržišna premija rizika te beta koeficijent. Nerizična kamatna stopa uglavnom se izjednačava s prinosom na državne obveznice zemlje u kojoj se poduzeće nalazi. Tržišna premija rizika predstavlja razliku između očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope. Uzrokuje je averzija prema riziku od strane investitora. Beta koeficijent mjeri povezanost prinosa na analiziranu dionicu s cjelokupnim tržišnim prinosom. Dionice s beta koeficijentom većim od 1 se smatraju agresivne dok one s beta koeficijentom manjim od 1 defenzivne. Beta koeficijent se izračunava kao odnos kovarijanci prinosa na neku dionicu i tržišnog prinosa te varijance tržišnog prinosa ili kao odnos umnoška standardne devijacije prinosa na dionicu i koeficijenta korelacije prinosa na dionicu i prinosa na tržište te standardne devijacije tržišnog prinosa. Problem povijesne bete je to što je izračunata temeljem povijesnih podataka, stoga govori o rizičnosti dionice u prošlosti, dok su investitori zainteresirani za rizik dionice u budućnosti. To je dovelo do razvoja dva nova tipa beta koeficijenta, prilagođene bete i fundamentalne bete. Prilagođena beta se temelji na istraživanju kako bete imaju tendenciju konvergiranja prema 1 tijekom vremena.<sup>34</sup> Fundamentalna beta polazi od uključivanja temeljnih varijabli koje određuju rizičnost poslovanja, kao što su financijska poluga, operativna poluga, volatilnost prodaje itd.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Blume, M. E. (1975.), Betas and their regression tendencies, *The Journal of Finance*, 30(3), str. 785-795.

<sup>35</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 68-94

## **4. PRIMJENA MODELA INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA PODUZEĆE PFIZER**

### **4.1. Općenito o poduzeću Pfizer**

Pfizer Inc. jedna od najvećih svjetskih farmaceutskih poduzeća. Poduzeće posluje u preko 125 država te ima prihode od preko 51 mlrd. dolara (2019). Pfizer operira 49 proizvodnih lokacija te zapošljava 88 300 ljudi. Poduzeće razvija i prodaje više od 120 različitih vrsta lijekova, cjepiva i bezreceptnih lijekova. Samo poduzeće su osnovala dva rođaka Charles Pfizer i Charles Erhart 1849. pod imenom Charles Pfizer & Company. Poduzeće je bilo u privatnom vlasništvu sve do 1924. godine kada počinje kotirati na burzi u New Yorku. Uzlet doživljava 1944. godine kada uspijeva uspostaviti masovnu proizvodnju antibiotičkog lijeka penicilina i postaje najveći svjetski proizvođač. Svoj prvi razvijeni lijek plasiraju na tržište 1950., a danas poduzeće većinu svojih prihoda generira od vlastito razvijenih proizvoda. 2004. godine Pfizer je uvršten u prestižni tržišni indeks Dow Jones Industrial Average i time je potvrdio svoju poziciju među najutjecajnijim američkim poduzećima.<sup>36</sup>

### **4.2. Pregled segmenata poslovanja**

Poduzeće svoje poslovanje dijeli u tri segmenta. Prvi segment je Pfizer Biopharmaceuticals Group (PBG). Ovo je najveći segment poslovanja koji doprinosi 76.2% svih prihoda (2019). PBG je razvojni segment koji uključuje patentirane lijekove. Ovaj segment se još dijeli u šest dijelova ovisno o vrsti lijekova: Onkologija, Upale i imunologija, Rijetke bolesti, Bolnice, Cjepiva i Interna medicina. Drugi segment je Upjohn, ova divizija uključuje vlastite lijekove koji više nisu zaštićeni patentom te generičke lijekove. Upjohn doprinosi 19.8% svih prihoda (2019). Treći segment je Consumer Health. Ovaj segment uključuje zajednički pothvat s GlaxoSmithKline orijentiran na prodaju bezreceptnih lijekova. Sadržavao je 4.1% ukupnih prihoda poduzeća (2019). Poslovanje poduzeća Pfizer se također može i geografski segmentirati. Najznačajnije tržište za poduzeće su Sjedinjene Američke Države s 46% ukupnih prihoda (2019). Nakon

---

<sup>36</sup> Službene stranice poduzeća Pfizer. Preuzeto 5. rujna 2020 s: <https://www.pfizer.com>

toga sljedeća najznačajnija tržišta su u Aziji. Kina je drugo najveće tržište s 9% ukupnih prihoda (2019) i Japan kao treće najveće s 8% ukupnih prihoda (2019).<sup>37</sup> Gledajući detaljnije u poslovanje, iako Pfizer ima preko stotinu lijekova u svom proizvodnom portfelju, poduzeće ovisi o uskom broju lijekova gdje osam najprodavanijih donose preko 50% svih prihoda.<sup>38</sup> Također promatrajući lijekove u razvoju, većina proizvoda koje poduzeće planira plasirati narednih godina, nemaju potencijal zamijeniti ključne proizvode što stvara veliki pritisak na Pfizer za pronalazak novih opcija.

### **4.3. Analiza vanjskog okruženja poduzeća Pfizer**

#### **Politički čimbenici**

Politički čimbenici pokazuju koliko država ima utjecaja na samo industriju ili poduzeće. Zato što je farmaceutska industrija strateški značajna za moderno društvo i što ima direktne učinke na zdravlje pojedinaca, države uvelike reguliraju farmaceutsku industriju. Sami regulatorni okvir će biti detaljnije analiziran pod zakonodavnim čimbenicima, no upravo su politički čimbenici i države oni koji odlučuju o promjenama regulatornog okvira. Odličan primjer utjecaja politike na farmaceutsku industriju je američki „National Childhood Vaccine Injury Act“ (NCVIA) iz 1986. Naime, tijekom 70-tih godina prošlog stoljeća proizvođači cjepiva su bili pogođeni brojnim tužbama za štetu nanесenu cjepivima te su mnoge farmaceutske firme odustale od razvoja i proizvodnje cjepiva. Epilog takvog razvoja situacije je da je u veoma kratkom vremenu nastala nestašica cjepiva te su vlasti u SAD-u odlučile intervenirati kroz NCVIA. NCVIA je zaštitio proizvođače od odgovornosti te je uspio vratiti farmaceutsku industriju razvoju i proizvodnji cjepiva.<sup>39</sup> Iz tog razloga farmaceutska poduzeća su vrlo aktivna u pokušaju utjecaja na političke odluke i regulatorne okvire kroz lobiranje. Sama industrija je u razdoblju od 1999. do 2018. potrošila oko 4.7 mlrd. dolara na lobiranje ili u prosjeku 233 mil. dolara godišnje. Pfizer je u tom periodu bio drugi najveći lobist s doprinosima u iznosu od 219.2 mil. dolara dok je

---

<sup>37</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc., str. 8

<sup>38</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc, str. 23

<sup>39</sup> Centers for Disease Control and Prevention, *History of Vaccine Safety*. Preuzeto 8. Lipnja 2020 s <https://www.cdc.gov/vaccinesafety/ensuringsafety/history/index.html>

na prvom mjestu udruženje Pharmaceutical Research and Manufacturers of America čiji je Pfizer također član.<sup>40</sup> Osim kroz regulatorni okvir, država utječe na farmaceutska poduzeća i kroz zdravstveni sustav. U svim primarnim tržištima za Pfizer vidljiv je porast državnih izdataka za zdravstvo. Najznačajnija promjena je u Sjedinjenim Američkim državama gdje su državni izdaci za zdravstvo u periodu od 2010. do 2018. skočili sa 3.84 tisuće na 8.95 tisuća dolara po stanovniku. U Pfizerovom drugom najvećem tržištu, Kini, državna potrošnja se više nego udvostručila sa 182.6 na 399.1 dolara po stanovniku.<sup>41</sup> S obzirom na trenutne trendove, može se očekivati nastavak rasta državne potrošnje na zdravstvo koji će održavati rast u industriji. Kao multinacionalno poduzeće, na Pfizer utječu vanjska i trgovinska politika zemalja. Najznačajnija opasnost za poduzeće postoji zbog odnosa Kine i Sjedinjenih Američkih Država. Kao drugo najveće tržište za poduzeće, bilo kakve promjene u carinama ili ograničenje nastupa na kineskom tržištu mogu značajno utjecati na samo poslovanje. Politička stabilnost vrlo je značajna za farmaceutska poduzeća. Ulaganja u razvoj su dugotrajna i neizvjesna, stoga je poduzećima puno lakše planirati takve investicijske projekte u trenutcima stabilnosti, dok nestabilnost može imati negativni utjecaj kroz smanjenje ili odgodu izdataka za razvoj.

### **Ekonomski čimbenici**

Ekonomski čimbenici su čimbenici koji utječu na kretanja gospodarstva i samim time poslovanja poduzeća u tim državama. Najznačajniji čimbenici za poduzeće su ekonomski rast i valutni tečajevi. Uslijed COVID-19 pandemije, prema podacima IMF-a (International Monetary Fund) iz travnja 2020., očekuje se značajni pad svjetskog gospodarstva, ali i vrlo brzi oporavak s rastom već u 2021. godini. Prognozirani pad svjetskog BDP za 2020. godini je 3% dok se već u 2021. očekuje rast od 5.8%. Slična je situacija i na najvećim tržištima poduzeća. U SAD-u se očekuje pad od 5.9% i s rastom u 2021. od 4.7%. Kinesko gospodarstvo i dalje očekuje rast od 1.2% u 2020. s oporavkom u 2021. od 9.2%.<sup>42</sup> S druge

---

<sup>40</sup> Wouters, O. (2020.), Lobbying Expenditures and Campaign Contributions by the Pharmaceutical and Health Product Industry in the United States, 1999-2018. *JAMA Intern Med.*,180(5), str. 688-697

<sup>41</sup> OECD, Zdravstvena potrošnja. Preuzeto 10. Rujna 2020. s <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>

<sup>42</sup> IMF, Realna stop rasta BDP-a. World Economic Outlook (Travanja 2020.) Preuzeto 10. Rujna 2020. s [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/WEO\\_WORLD/EUQ](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEO_WORLD/EUQ)

strane stope nezaposlenosti upućuju na puno jaču i dublju krizu u SAD-u s obzirom na stopu rasta. Nezaposlenost u Americi je na povijesno visokim razinama te iznosi 13.3% u svibnju 2020.<sup>43</sup> No upitno je koliko će pad BDP-a utjecati na izdatke za zdravstvo s obzirom na njihovu elastičnost.

### **Društveni čimbenici**

Društveni čimbenici uključuju kulturološke, demografske i ostale sociološke trendove koji utječu na određenu industriju. Za farmaceutsku industriju najznačajniji su demografski trendovi. U mnogim razvijenim zemljama vidimo trend starenja stanovništva. Starije populacija u pravilu zahtjeva veću razinu medicinskih usluga što će rezultirati rastom potražnje za proizvodima farmaceutske industrije. Također u prilog rasta potražnje za lijekovima ide i trend rasta očekivane životne dobi. Farmaceutska industrija ima veliki pritisak društva da razvija i otkriva nove lijekove. Pokazatelj toga je da su izdaci za razvoj u periodu 2010.-2018. rasli uz CAGR od 4.2% te je broj novoodobrenih lijekova skočio s 26 u 2010. do 62 u 2018.<sup>44</sup>

### **Tehnološki čimbenici**

Tehnološki čimbenici uključuju tehnološke inovacije koje mogu imati povoljne ili nepovoljne učinke na industrijsku granu. Jedan od vodećih trendova je korištenje umjetne inteligencije unutar razvoja novih lijekova. Samo tržište za ove usluge procjenjuje je se da će narasti sa 198.3 mil. dolara u 2018. na 3.88 mlrd. dolara u 2025. godini. U većini slučajeva umjetna inteligencija se koristi kao pomoć pri obradi podataka i otkrivanju novih pogleda na postojeće skupove podataka. Drugi trend su tzv. Pametne tvornice. To su proizvodne lokacije koje koriste digitalna rješenja za automatizaciju te međupovezanost uređaja kako bi učinile proizvodni proces efikasnijim. Procjenjuje se da bi ovom tehnikom farmaceutska poduzeća mogla ubrzati svoje proizvodne procese s otprilike sto na samo

---

<sup>43</sup> US Bureau of Labor Statistics, Stopa nezaposlenosti. Preuzeto 10. Rujna 2020. s <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>

<sup>44</sup> EvaluatePharma (Lipanj 2019.), World Preveiw 2019, Outlook to 2024 [e-publikacija]

sedam dana. Poduzeća također koriste inovacije u područjima prikupljanja i obrade podataka za optimizaciju postojećih procesa i planiranje novih.<sup>45</sup>

### **Zakonodavni faktori**

Farmaceutska industrija je zbog svoje važnosti i mogućeg utjecaja na javno zdravlje visoko regulirana. Svaka država ima svoja državna tijela za odobravanje lijekova. Državne agencije promatraju rezultate kliničkih testiranja na životinjama i ljudima te s obzirom na uspješnost i negativne učinke lijeka odobravaju pristup određenom tržištu. Državne agencije reguliraju i nadziru sam proces testiranja lijekova, njihovu proizvodnju i distribuciju, učinke lijeka nakon puštanja na tržište te sam način na koji se određeni lijek promovira i prodaje. Često se sama regulativa razlikuje od zemlje do zemlje što otežava poduzećima plasiranje proizvoda na različita tržišta. Iz toga razloga Svjetska zdravstvena organizacija (WHO) je razvila standarde za regulaciju lijekova te aktivno promovira harmonizaciju standarda.<sup>46</sup> Zakonodavni okviri se također koriste kao poticaji za razvoj lijekova s malim tržištem. Mnoge zemlje pružaju financijske poticaje za farmaceutska poduzeća koja razvijaju lijekove za rijetke bolesti. Iz tog razloga procjenjuje se da će u 2024. lijekovi za rijetke bolesti iznositi 20% prodaje svih lijekova, što je veliki pomak u odnosu na 10.5% u 2010.<sup>47</sup>

### **Ekološki čimbenici**

Proizvodne lokacije farmaceutske industrije proizvode velike količine otpada koji se najviše manifestira kroz zagađenja voda. Proizvodnja lijekova koristi veliku količinu kemikalija i štetnih tvari koje ako su loše zbrinute, mogu zagađiti lokalni okoliš. Osim samog proizvodnog proces, razvoj lijekova također stvara štetne tvari opasne za okoliš. Iz toga razloga zemlje kao SAD u sklopu procesa odobrenja lijeka rade i procjenu ekološkog rizika. Zbog potrebe za visokoobrazovnom snagom i naprednom tehnologijom, većina farmaceutske proizvodnje je smještena u razvijenim zemljama sa strogom regulativom vezanom uz zaštitu okoliša. Većina farmaceutskog onečišćenja nastaje u post-prodajnim

---

<sup>45</sup> Deloitte (2020.), 2020 global life sciences outlook [e-publikacija]

<sup>46</sup> Daily, J.(2018.), Pharmaceutical industry. *Encyclopædia Britannica*

<sup>47</sup> EvaluatePharma (Travanj 2019.), Orphan Drug Report 2019 [e-publikacija]

procesima gdje kupci ili ljekarne neadekvatno zbrinjavaju farmaceutske proizvode. Čak trećina farmaceutskih proizvoda prodanih u Njemačkoj i četvrtina prodanih u Australiji završe u otpadima kućanstva.<sup>48</sup> Samo poduzeće Pfizer u 2019. potrošilo je 167 mil. dolara na izdatke vezane uz ekološke troškove<sup>49</sup> te navodi kako nekoliko podružnica prijete kazne vezane uz utjecaj na okoliš<sup>50</sup>.

## **4.4. Analiza farmaceutske industrije**

### **4.4.1. Analiza životnog vijeka farmaceutske industrije**

Gledajući CAGR (eng. compound annual growth rate), stope rasta za koje početna vrijednost mora rasti svake godine kako bi dosegla završnu, na grafikonima 1 i 2 teško je odrediti u kojoj mijeni se industrija nalazi. Stope rasta u periodu od 2010.-2018. su niske, no prognozirane stope za period od 2019.-2024. već ukazuju na značajan rast. S obzirom na to da su stope rasta od 2019.-2024. samo prognozirane stope pa stoga nisu najpreciznije te jer je sama industrija stara, može se zaključiti da se nalazi u mijeni zrelosti. Ovaj problem se javlja zato što većina prodaje u farmaceutskom sektoru dolazi od inovativnih patentiranih lijekova koji se prodaju po puno većim cijenama nego generički lijekovi. Upravo iz razloga što je inovacija temelj industrijske grane, industrija ima periodične faze visokog rasta. U mijeni zrelosti zbog standardizacije proizvoda dolazi do smanjenja ulaganja u razvoj i kapitalnih ulaganja. Po ovome je industrija opet jedinstvena jer bez obzira na zrelost, ulaganja i razvoj su i dalje ključni za konkurentnost poduzeća. Troškovna efikasnost je povezana uz zrelost industrije te velika zrela farmaceutska poduzeća koriste ekonomiju obujma ne samo u proizvodnji nego i u razvoju kako bi smanjili svoj troškove. Drugi najvažniji čimbenik mijene industrije je utjecaj znanja i difuzija znanja. Zbog patentiranih proizvoda farmaceutska industrija nema dominantan dizajn, ali ima jednu drugu sličnu pojavu. Kako se stara i postojeća tržišta zasićuju, uviđa se koncentracija poduzeća na nova područja i područja s novootkrivenim potencijalima. Trenutni primjer

---

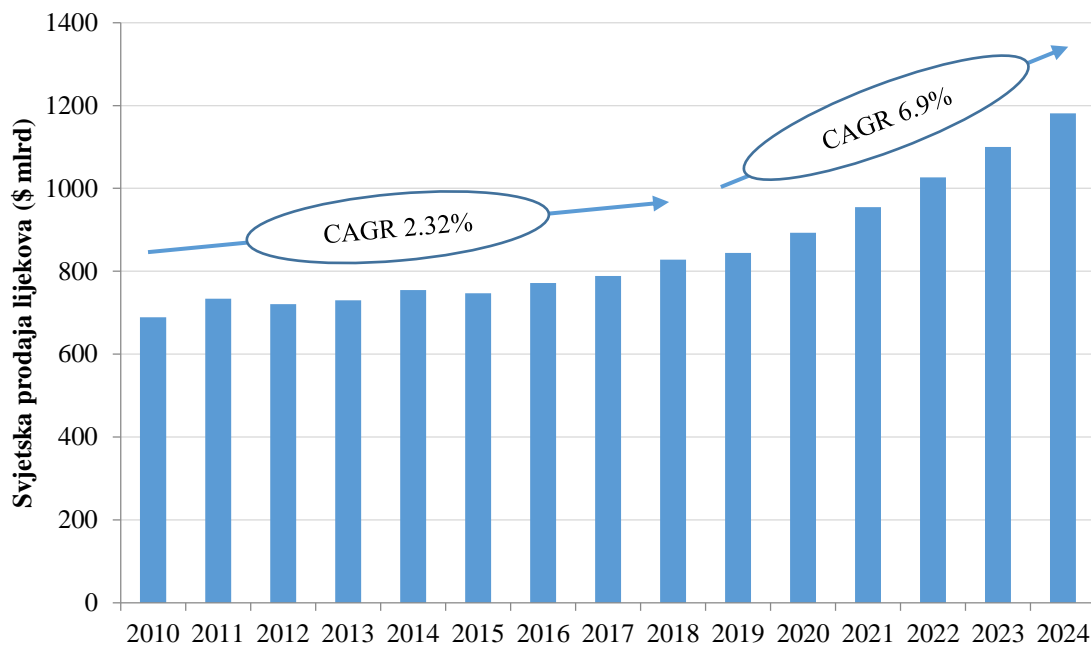
<sup>48</sup> Shalini, K., et al.(2010.), A Review on pharma pollution. *International Journal of PharmTech Research*, 2(4), str. 2265-2270

<sup>49</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc., str. 20

<sup>50</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc., str. 30

toga je onkologija u kojoj se realizira 40% svih izdataka za razvoj. Razlog tome je što je onkološki lijekovi trenutno daju najviši očekivani povrat.<sup>51</sup>

**Grafikon 1** Svjetska prodaja lijekova

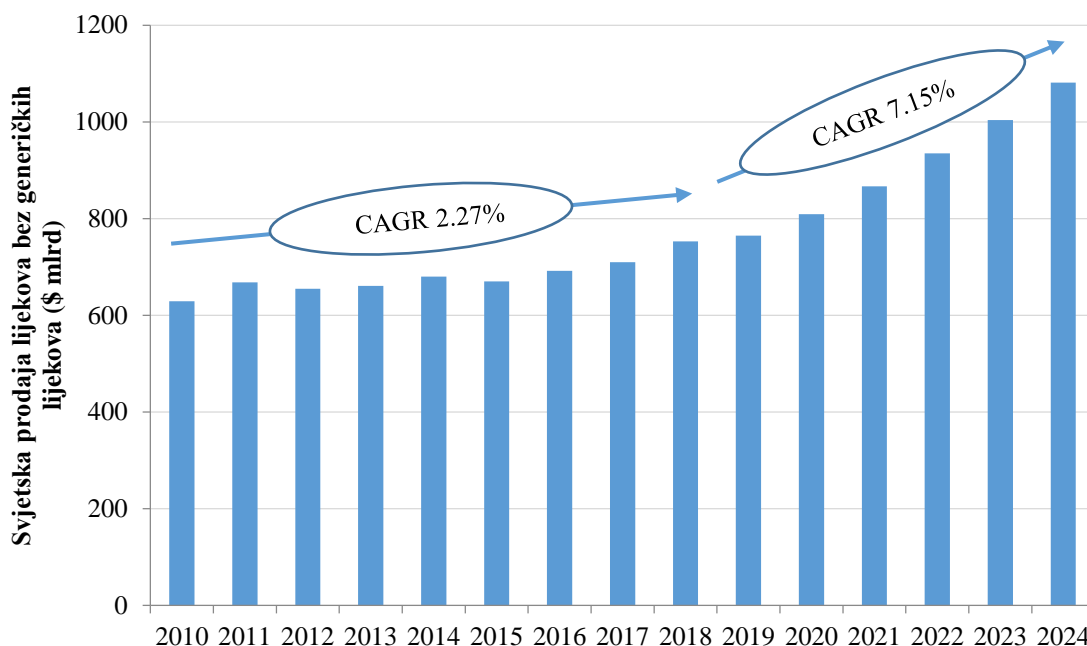


Izvor: Izrada autora

<sup>51</sup> EvaluatePharma (Lipanj 2019.), World Preveiw 2019, Outlook to 2024 [e-publikacija]



**Grafikon 2** Svjetska prodaja lijekova bez generičkih lijekova



Izvor: Izrada autora

#### 4.4.2. Porterov model pet sila

Važno je naglasiti da se analiza za segment patentiranih lijekova i generičkih lijekova razlikuje i da će se u radu promatrati samo patentirani lijekovi. Razlog tome je što su generički lijekovi iznosili samo 9.1% ukupne prodaje industrije (2018.)<sup>52</sup> i većina prihoda poduzeća Pfizer dolazi od patentiranih lijekova.<sup>53</sup>

##### 1. Intenzitet konkurencije među etabliranim konkurentima

Stope rasta u industriji nisu visoke gledajući povijesne stope rasta koje iznose samo 2.27% CAGR 2010.-2018. Sama industrija je fragmentirana bez jasnog dominantnog vođe. Pfizer ima najveći tržišni udio sa 5.5%, dok su na drugom i trećem mjestu Roche sa 5.4% i Novartis 5.3%. Deset najvećih poduzeća drže 41.7% tržišta dok se procjenjuje da će ta brojka pasti na 35.1% u 2024. Također, očekuje se pad tržišnog udjela Pfizera za 1.1%.<sup>54</sup> Budući da su proizvodi zaštićeni patentima, diferencijacija proizvoda je

<sup>52</sup> EvaluatePharma (Lipanj 2019.), World Preveiw 2019, Outlook to 2024 [e-publikacija]

<sup>53</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc.

<sup>54</sup> EvaluatePharma (Lipanj 2019.), World Preveiw 2019, Outlook to 2024 [e-publikacija]

visoka. Ekonomija razmjera je prisutna u industriji. Ona je pogotovo značajna u razvoju gdje kod velikih poduzeća razvojni timovi mogu međusobno dijeliti resurse i surađivati što smanjuje troškove i povećava efikasnost.<sup>55</sup> Izlazne barijere u industriji su visoke zbog visoke specijalizacije imovine. Na osnovu svega navedenog može se zaključiti da je intenzitet konkurencije među etabliranim konkurentima visok.

## **2. Snaga i dinamika promjena pregovaračke moći kupaca**

Kupce farmaceutskih proizvoda može se podijeliti u tri kategorije: pacijenti, institucionalni kupci (bolnice, ljekarne, veledrogerije) i države. U maloprodaji, cijene lijekova u mnogim zemljama su subvencionirane od strane zdravstvenog osiguranje. Zbog toga pacijenti u pravilu nisu previše cjenovno osjetljivi te njihova pregovarača moć nije visoka. Institucionalni kupci u pravilu plaćaju punu cijenu proizvoda i imaju velike narudžbe pa su cjenovno puno osjetljiviji. Zbog velikog obujma narudžbi i time što drže veliki dio potrošačkog tržišta, institucionalni investitori imaju visoku pregovaračku moć.<sup>24</sup> Također na tržištu SAD-a dolazi do konsolidacije među institucionalnim kupcima. Mnogi privatni pružatelji zdravstvenih osiguranja u SAD-u uvode nove troškovne strukture koje prebacuju sve više troškova na proizvođače i pacijente. Kako troškovi za pacijente rastu, tako oni postaju sve više cjenovno osjetljiviji te sve više traže generičke alternative. Pfizer u svojem izvješću navodi kako, zbog sve veće konsolidacije i rasta generičkih alternativa, očekuju povećani cjenovni pritisak u budućnosti. Unutar PESTLE analize navedeno je kako lijekovi za rijetke bolesti zauzimaju sve veći udio tržišta. Trošak takvih lijekova zbog njihovih limitiranih tržišta je visok. Visoki troškovi lijekova za rijetke bolesti postaju sve više dio javnih rasprava te interes za regulaciju cijena u ovom sektoru jača što bi nadalje smanjilo pregovaračku moć proizvođača.<sup>56</sup> Na osnovu svega navedenog može se zaključiti da je pregovaračka moć kupaca visoka.

## **3. Snaga i dinamika promjene pregovaračke moći dobavljača**

---

<sup>55</sup> Tomori, G. (2014.), Examination of impact of pharma R&D on profitability. *Annals of the University of Oradea: Economic Science*, 23(1), str. 690

<sup>56</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc.

Procijenjuje se da je dvije trećine farmaceutske proizvodnje prebačeno na vanjske proizvođače po imenu Ugovorne razvojne i proizvodne organizacije (CDMO). Prognozira se da će CDMO tržište rasti u prosjeku 8% godišnje do 2023. i dosegnuti 36.51 mlrd. dolara.<sup>57</sup> To znači da će farmaceutska industrija sve više i više ovisiti o svojim dobavljačima. Zbog same prirode proizvoda odnos sa dobavljačima je vrlo važan i sami nabavni lanci su krhki. Budući da i najmanje promjene u sirovinama korištenim za proizvodnju mogu uvelike promijeniti karakteristike i ponašanje krajnjeg proizvoda, trošak promjene dobavljača je velik i postojanje zamjenskih proizvoda je minimalno.<sup>58</sup> Pfizer je ovaj problem mitigirao kroz integraciju CDMO u samo poduzeće kako bi postigli veću kontrolu i efikasnost<sup>59</sup>. Iz svega navedenog može se zaključiti da je pregovaračka moć dobavljača visoka.

#### **4. Opasnost od ulaska supstituta (i komplementa)**

Patentirani lijekovi imaju supstitute unutar dvije različite kategorije, tradicionalna i alternativna medicina. Unutar tradicionalne medicine to su generički i bioslični lijekovi.<sup>60</sup> Oni predstavljaju jeftiniji supstitut patentiranom lijeku i samim time imaju vrlo značajne učinke na prihode od prodaje. Generički lijekovi su lijekovi koji imaju isti sastav kao patentirani lijek, dok bioslični lijekovi imaju vrlo sličan, ali i dalje blago različit sastav originalnom lijeku.<sup>61</sup> Budući da su oba proizvoda temeljena na originalnom patentiranom lijeku, trošak plasiranja takvih proizvoda na tržište je puno niži što je razlog zašto se mogu natjecati s nižom cijenom. Glavni nedostatak sličnosti patentiranom lijeku je što mogu izaći na tržište tek nakon isteka originalnog patenta. Druga kategorija je alternativna medicina koja uključuje metode i pripravke koji nisu u sferi tradicionalne medicine. Istraživanja su pokazala da popularnost alternativne medicine nije zanemariva. U SAD-u 36% osoba iznad 18. godina koristili su

---

<sup>57</sup> Deloitte (2020.), 2020 global life sciences outlook [e-publikacija], str. 29-31.

<sup>58</sup> Miller, J. (2011). Supply chain pain. *Pharmaceutical Technology Europe*, 23(5), str. 16-17

<sup>59</sup> Deloitte (2020.), 2020 global life sciences outlook [e-publikacija], str. 31

<sup>60</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc, str. 23

<sup>61</sup> FDA, Biosimilar and Interchangeable Products, preuzeto 10. Rujna 2020. s <https://www.fda.gov/drugs/biosimilars/biosimilar-and-interchangeable-products>

alternativnu medicinu<sup>62</sup>. U Europi popularnost je oko 25.9% ispitanika no razlikuje se od države do države<sup>63</sup>. U zemljama sjeverne Europe kao Skandinavske zemlje ili Njemačka preko 30% ispitanika koristilo je alternativnu medicinu u posljednjih 12 mjeseci dok u zemljama istočne i južne Europe je ispod 20%. Najvažniji podatak ovih istraživanja je da su pacijenti većinom koristili alternativnu medicinu kao kompliment tradicionalnom liječenju. U Europe samo 8% ispitanika je isključivo koristila alternativnu medicinu. Navedena istraživanja pokazuju da iako popularnost alternativne medicine nije mala, ona se i dalje većinom koristi kao komplemente tradicionalnoj i ne stvara ozbiljnu opasnost. Na osnovu svega navedenog može se zaključiti da je opasnost od supstituta niska.

## 5. Opasnost od ulaska novih konkurenata

Farmaceutska industrija ima vrlo visoke ulazne barijere. Budući da su proizvodi zaštićeni patentima, jedini način ulaska na tržište je razvoj vlastitog proizvoda što je iznimno skupo, dugotrajno i rizično. Iz tog razloga nastala je određena simbioza između malih i velikih poduzeća. Nova mlada poduzeća često rade na početnim fazama razvoja lijeka dok onda licenciraju svoju tehnologiju velikim igračima kao Pfizer koji imaju resurse i iskustvo za plasiranja takvih proizvoda na tržište kroz klinička testiranja i regulatorna odobrenja. Također velika poduzeća su vrlo aktivna u preuzimanjima manjih.<sup>64</sup> Vrijednost spajanja i preuzimanja u SAD-u u prva tri kvartala 2019. je iznosila 181.7 mlrd. dolara u odnosu na 135 mlrd. u istom periodu godinu prije. Barijere vezane uz kasnije faze razvoja lijeka te agresivna politika preuzimanja onemogućuje novim i malim igračima da izazovu velike. No to se lagano počinje mijenjati. Kako su izlazne prilike postale sve atraktivnije, sve veći broj investicijskih fondova je počeo ulaziti na tržište i opskrbljivati mala poduzeća s kapitalom potrebnim za kasnije faze

---

<sup>62</sup> Nepoznat autor (2004) Complementary & Alternative Medicine; More than one-third of U.S. adults use alternative therapies. *Health & Medicine Week*, 238

<sup>63</sup> Kemppainen L. M., Kemppainen, T.T., Reippainen, J.A. (2018) Use of complementary and alternative medicine in Europe: Health-related and sociodemographic determinants, *Scandinavian Journal of Public Health*, 46, str. 448–455

<sup>64</sup> Danzon, P. (2006.), Economics of the Pharmaceutical Industry. *NBER Reporter*, Jesen 2006, str. 15

razvoja.<sup>65</sup> Iz tog razloga procjenjuje se da će tržišni udio deset najvećih poduzeća pasti za čak 6.6% u razdoblju od 2019-2024.<sup>66</sup> Iz svega navedenog može se zaključiti da je opasnost od ulaska novih konkurenata na srednjoj razini.

## 4.5. Analiza poduzeća

### 4.5.1. Analiza konkurentske strategije poduzeća Pfizer

Poduzeće Pfizer koristi dvije različite generičke strategije u svoja dva glavna segmenta. PBG segment uključuje patentirane lijekove. To su unikatni i visoko diferencirani proizvodi te je odgovarajuća strategija za ovaj segment strategija kvalitativnog razlikovanja. Pfizer kroz velika ulaganja u razvoj i kvalitetu proizvoda želi pozicionirati svoj proizvod kao najkvalitetniji proizvod na tržištu i time preuzimati tržišni udio. Također važan aspekt strategije diferencijacije i Pfizerove strategije je kvalitetna trgovačka i distribucijska mreža. Pfizer je prisutan 125 zemalja i aktivno sudjeluje u njegovanju odnosa s institucionalnim kupcima. Upjohn segment je fokusiran na generičke lijekove. Kako je glavna karakteristika generičkih lijekova njihova niska cijena, ovaj segment koristi generičku strategiju troškovnog vodstva.

### 4.5.2. Analiza financijskih izvještaja poduzeća Pfizer

#### Pokazatelji djelovanja poluge

Tablica 3 Pokazatelji djelovanja poluge

Naziv pokazatelja	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Stupanj zaduženosti	0.62	0.60	0.58	0.65	0.61
Odnos dugoročnog duga	0.31	0.34	0.32	0.34	0.36
Odnos duga i glavnice	0.44	0.52	0.47	0.52	0.57
Pokriće kamata	8.08	7.65	10.38	9.78	12.09

<sup>65</sup> Deloitte (2020.), 2020 global life sciences outlook [e-publikacija], Deloitte, str. 10.

<sup>66</sup> EvaluatePharma (Lipanj 2019.), World Preveiw 2019, Outlook to 2024 [e-publikacija], str. 11.

Pokriće novčanim tokom	12.38	12.50	15.32	14.63	15.91
------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

Izvor: Izrada autora

Gledajući stupanj zaduženosti vidljivo je da poduzeće agresivnije koristi financijsku polugu jer većina izvora dolazi od vanjskog kapitala. On fluktuiraju kroz promatrani period i kreće se u rasponu od 0.58 do 0.65. Gledajući dugoročni dug, vidljivo je da njegov udio strukturi kapitala postupno raste. Isti trend je vidljiv i kod odnosa duga i glavnice te se na osnovu toga može zaključiti da zaduženost poduzeća raste. Poduzeće ne navodi razlog povećanja zaduženosti, no s obzirom sazrijevanje najutjecajnijih proizvoda, može se pretpostaviti da poduzeće pokušava pronaći nove izvore rasta te povećana investicijska aktivnost uzrokuju rast zaduženosti. Pokriće kamata i pokriće novčanim tokom pokazuju da bez obzira na rast zaduženosti, poduzeće nema opasnost od nemogućnosti servisiranja vlastitog zaduženja te oni zapravo rastu i povećavaju otpornost poduzeća na moguće šokove. Pokazatelji pokrića rastu u skladu sa rastom profitabilnosti poslovanja.

### **Pokazatelji likvidnosti**

**Tablica 4** Pokazatelji zaduženosti

Naziv pokazatelja	2015.	2016.	2017.	2018	2019.
Tekući odnos	1.49	1.25	1.35	1.57	0.88
Brzi odnos	1.07	0.84	0.93	0.84	0.50
Novčani odnos	0.12	0.08	0.04	0.04	0.03

Izvor: Izrada autora

Tekući odnos se u promatranom periodu većinom nalazi između 1 i 2 s izuzetkom u 2019. gdje nastaje nagli pad u kratkotrajnim vrijednosnim papirima uzrokovan povećanim ulaganjima u vlasničke vrijednosne papire. Isti događaj je i uzrok pada u 2019. za brzi odnos i novčani odnos. Prateći pravilo da bi ovaj pokazatelj trebao biti veći od 2 ili čak 3, vidljivo je da poduzeće ima nisku likvidnost. Gledajući brzi odnos, likvidnost je isto niska i padajuća. Novčani odnos kao i brzi odnos također opada. Najvjerojatniji razlog je prije navedena iz djelovanja poluge, povećana investicijska aktivnost poduzeća. Razloga zašto poduzeće ne drži visoke razine novčanih rezervi je što značajan dio novca usmjerava u

dužničke vrijednosne papire. Ovakav način upravljanja novcem donosi većem povećanju bogatstva samih vlasnika. Analizirajući sve pokazatelje likvidnosti, likvidnost poduzeća je niska, ali to je očekivano za farmaceutsko poduzeće. Razlog tome je što je Pfizer poduzeće koje ovisi o inovacijama te kao takvo većinu svojih sredstava troši na razvoj i akviziciju tehnologija i patenata. S obzirom da je većina imovine poduzeća vezana uz nisko likvidnu nematerijalnu imovinu, samo poduzeće nema visoku razinu likvidnosti.

### **Pokazatelji aktivnosti**

**Tablica 5** Pokazatelji aktivnosti

Naziv pokazatelja	2015.	2016.	2017.	2018	2019.
Koeficijent obrta ukupne imovine	0.29	0.31	0.31	0.34	0.31
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	1.13	1.37	1.29	1.08	1.58
Koeficijent obrta zaliha	6.50	7.79	6.93	7.15	6.25
Koeficijent obrtaja potraživanja prema kupcima	5.97	6.42	6.39	6.68	5.93
Dani vezivanja kupaca	61.1	56.8	57.1	54.6	61.5
Dani vezivanja zaliha	56.1	46.9	52.6	51.1	58.4
Dani vezivanja dobavljača	27.0	31.3	32.3	31.8	29.8

Izvor: Izrada autora

Koeficijent obrta ukupne imovine je nizak iz prijašnjeg navedenog razloga gdje većinu imovine poduzeća čini nematerijalna imovina te fluktuirala oko 0,3. Obrtaj ukupne imovine je nizak jer je većina imovine vezana uz nematerijalnu imovinu. Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine je također nizak, ali raste. Najveći dio kratkotrajne imovine čine investicije u kratkoročne dužničke instrumente te je samim time i obrtaj kratkotrajne imovine nizak te oscilira kako se razina investiranja poduzeća mijenja. To je vidljivo i u koeficijentima obrtaja zaliha i potraživanja od kupaca koji su puno veći i relativno stabilni

s blagim oscilacijama. Promatrajući dane vezivanja možemo dobiti bolji uvid u neto obrtni kapital. Dani vezivanja kupaca su oko razumnih 60 dana te su redovito iznad dana vezivanja zaliha. Ono što je važnije primijetiti, da su dani vezivanja dobavljača puno niži i kreću se oko 30 dana. Zbog toga razdoblje između plaćanja dobavljača i naplate od kupaca je veliko te poduzeće značajan dio operacija ne može financirati iz dobiti poslovanja već iz drugih izvora, tj. poduzeću je potrebno puno neto obrtnog kapitala. Kod dana vezivanja nisu vidljivi neki značajni trendovi.

### **Pokazatelji profitabilnosti**

**Tablica 6** Pokazatelji profitabilnosti

Naziv pokazatelja	2015.	2016.	2017.	2018	2019.
Neto profitna marža	16,6%	15,8%	42,7%	23,1%	34,4%
Bruto profitna marža	20,6%	17,9%	25,6%	24,5%	37,0%
Profitabilnost ukupne imovine	5.8%	5.3%	7.7%	8.1%	11.4%
Profitabilnost glavnice	10,7%	12,1%	29,8%	17,5%	25,7%

Izvor: Izrada autora

Poslovanje poduzeća Pfizer dominirano je patentiranim lijekovima što znači da se njihov poslovni model temelji na razvoju inovativnih lijekova koji se kasnije prodaju po visokim cijenama zahvaljujući patentnoj zaštiti. Takva vrsta poslovanja objašnjava visoke razine neto i bruto profitne marže. Visoke marže u farmaceutskoj industriji vidljive su i u grupi usporedivih poduzeća (detalji strukture grupe u poglavlju „Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala poduzeća Pfizer“) gdje prosječna neto marža iznosi 24.4% u 2019. godini. Marže također rastu u promatranom periodu jer proizvodi koji čine najznačajniji udio prihoda ulaze u fazu zrelosti kada je njihova profitabilnost najveća. Veliki skok neto marže u 2017. uzrokovan je poreznom olakšicom. Rast profitabilnosti ukupne imovine i glavnice povezan je s rastom profitnih marži. Profitabilnost je na visokoj razini iz istog razloga kao i visoke profitne marže.

### **Pokazatelji investiranja**



**Tablica 7** Pokazatelji investiranja

Naziv pokazatelja	2015.	2016.	2017.	2018	2019.
Cijena po dionici	\$33.70	\$32.83	\$34.07	\$39.16	\$39.95
Zarade po dionici	\$1.11	\$1.17	\$3.52	\$1.87	\$2.87
Dividende po dionici	\$1.14	\$1.22	\$1.3	\$1.38	\$1.46
Odnos isplate dividendi	102.7%	104.3%	36.9%	73.8%	50.9%
Odnos cijene i zarade	30.36	28.06	9.68	20.94	13.92
Prinos od dividendi	3.4%	3.7%	3.8%	3.5%	3.7%

Izvor: Izrada autora

Cijena po dionici postepeno raste bez obzira što samo poslovanje poduzeća oscilira većinom zato što u promatranom periodu cijelo tržište kontinuirano raste i vuče dionicu za sobom. Zarade po dionici generalno imaju trend rast, ako se isključuje anomalija u 2017. uzrokovana velikom poreznom olakšicom i kreću se u skladu s promjenama u neto marži. Dividende po dionici kontinuirano rastu te su čak u prva dva razdoblja veće od zarada. Razlog tome je što su zarade po dionici u 2015. i 2016. na nižoj razini od zarada po dionici iz 2014. koja je iznosila 1.42 dolara, a dionička društva često žele održati rast dividendi. Zbog toga dividende ne prate zarade po dionici te samim time odnos isplate dividendi oscilira i prinos od dividendi je relativno stabilan. Odnos cijene i zarade fluktuiru u promatranom periodu zato što se cijena i zarada po dionici kreću odvojeno budući da na poduzeće snažno utječu trendovi na burzovnom tržištu. Prinos od dividendi je relativno konzistentan. To je jedan od razloga zašto se dividende i zarade od dionica kreću odvojeno, s obzirom da kretanja prinosa od dividendi pokazuju da poduzeće pokušava zadržati određenu razinu prinosa.

### 4.5.3. SWOT matrica poduzeća Pfizer

Tablica 8 SWOT matrica

SNAGE	SLABOSTI
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ jedna od najvećih farmaceutskih poduzeća</li> <li>▪ vodeća tržišna pozicija</li> <li>▪ duga povijest</li> <li>▪ globalna prisutnost</li> <li>▪ uspješna ekspanzija na jedno od najbrže rastućih tržišta, Kina</li> <li>▪ prisutnost ekonomije razmjera</li> <li>▪ zaštita tržišnog udjela kroz patente</li> <li>▪ visoko diferencirani proizvodi</li> <li>▪ snažan imidž</li> <li>▪ jaka trgovačka i distribucijska mreža</li> <li>▪ niska opasnost od supstituta</li> <li>▪ čvrsta sposobnost otplate duga</li> <li>▪ visoka profitabilnost</li> <li>▪ pouzdani dobavljači i vertikalna integracija</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ očekivani pad tržišnog udjela</li> <li>▪ konstantan pritisak za inovacije i razvoj novih proizvoda</li> <li>▪ problem likvidnosti imovine</li> <li>▪ rast zaduženosti</li> <li>▪ negativna razlika dana vezivanja kupaca i dobavljača</li> <li>▪ ovisnost o skupim, dugotrajnim i rizičnim ulaganjima u razvoj</li> <li>▪ ovisnost o uskom broju ključnih proizvoda</li> <li>▪ neadekvatan potencijal novih lijekova</li> </ul>
PRILIKE	PRIJETNJE
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ rast izdataka za zdravstvo</li> <li>▪ starenje stanovništva</li> <li>▪ primjena umjetne inteligencije u razvoju</li> <li>▪ inovacije u proizvodnim procesima</li> <li>▪ zakonodavni poticaji za razvoj</li> <li>▪ očekivani ubrzani rast industrije</li> <li>▪ visoke ulazne barijere</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ visoka razina tržišnog natjecanja</li> <li>▪ veliki politički utjecaj</li> <li>▪ visoka reguliranost</li> <li>▪ nestabilnost odnosa Kine i SAD-a</li> <li>▪ ekonomska kriza uzrokovana pandemijom</li> <li>▪ socijalni pritisak za razvoj novih lijekova</li> <li>▪ rast farmaceutskog otpada</li> <li>▪ visoka pregovaračka moć kupaca</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ visoka pregovaračka moć dobavljača</li> <li>▪ povećana opasnost od novih i malih igrača</li> <li>▪ opasnost od generičkih i biosličnih lijekova</li> </ul>
--	---

Izvor: Izrada autora

## 4.6. Procjena vrijednosti poduzeća Pfizer

### 4.6.1. Izrada pro forma financijskih izvještaja

Prognoza prodaje poduzeća Pfizer rađena je kroz prognozu prodaje glavnih proizvoda u izdvojenim segmentima te prognozom prodaje ostatka segmenta. Prihodi od prodaje prognozirani su temeljem metode očekivanog rasta. Dobit od zajedničkog pothvata nije projicirana jer je jednokratna stavka, dok je nealocirana stavka jedino prisutna zbog korekcija uzrokovanim promjenom segmentacije prihoda u 2019. godini. Prognozirana prodaja za 2020. u skladu je s smjernicama poduzeća od 48.5 i 50.5 mlrd. dolara.<sup>67</sup>

Slika 4 Plan prodaje poduzeća Pfizer

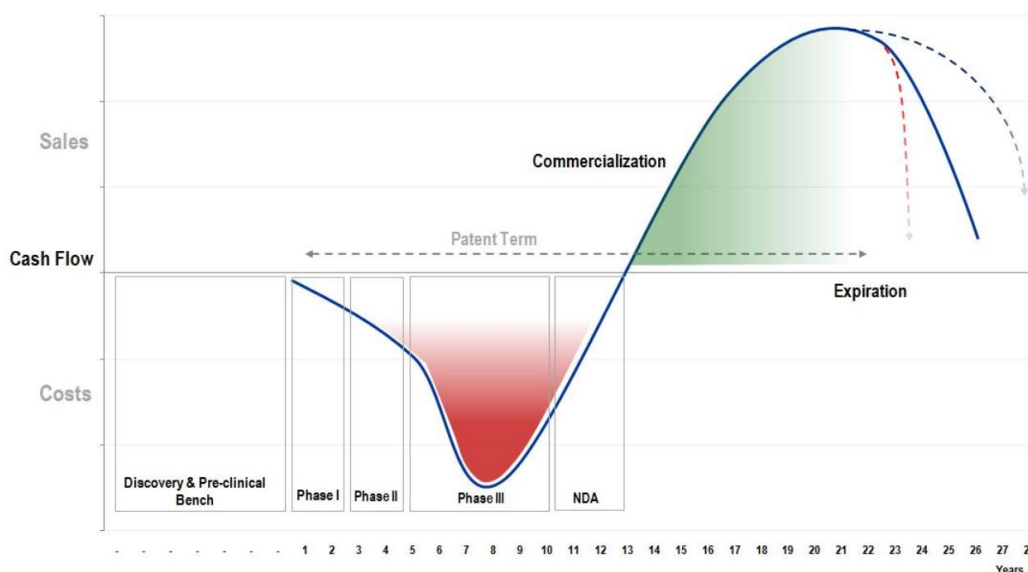
Jedinice	Povijesni					Projekcije					
	FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24	
Biopharma	\$ M	N/A	N/A	35,530	37,558	39,419	41,450	43,140	44,886	46,866	48,587
Upjohn	\$ M	N/A	N/A	13,447	12,484	10,233	6,659	5,991	5,768	5,717	5,730
Consumer Health	\$ M	N/A	N/A	3,472	3,605	2,098	1,469	1,248	1,123	1,067	1,014
Dobit od zajedničkog pothvata	\$ M	-	-	-	-	8,086	-	-	-	-	-
Nealocirano	\$ M	N/A	N/A	97	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ukupni poslovni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>48,851</b>	<b>52,824</b>	<b>52,546</b>	<b>53,647</b>	<b>59,836</b>	<b>49,577</b>	<b>50,379</b>	<b>51,778</b>	<b>53,651</b>	<b>55,331</b>
Stopa rasta:	%		8.1%	(0.5%)	2.1%	11.5%	(17.1%)	1.6%	2.8%	3.6%	3.1%

Izvor: Izrada autora

Unutar segmenta Biopharma očekivane stope rasta temelje se na životnom ciklusu patentiranih lijekova prikazanom na grafikonu 3.

<sup>67</sup> Pfizer Inc. (2020) First Quarter 2020 Earnings Teleconference

**Grafikon 3** Životni ciklus patentiranih lijekova



Izvor: Gryphon Analytics (2019.), *Pharma & Biotech: Development & Valuation*

Patentirani lijekovi imaju inicijalnu fazu plasiranja lijeka na tržište koja se sastoji od razvoja, kliničkih testiranja i samog regulatornog odobrenja. Nakon izlaska na tržište lijek doživljava nagli rast prodaje te ona raste sve do kritične točke kada prodaja dolazi do svog vrhunca i lijek ostvaruje svoj puni potencijal. Zatim prodaja stagnira te nakon isteka patentne zaštite, lijek je u opasnosti od ulaska generičke konkurencije. Ulaskom generičke konkurencije prodaja može pasti i do 80% te lijek vrlo brzo gubi svoj tržišni udio. Lijekovi koji operiraju u maloj niši ili imaju snažan brend, u pravilu su manje atraktivni generičkoj konkurenciji te mogu duže održati snažnu tržišnu poziciju i nakon isteka patenta.<sup>68</sup> U narednom paragrafu pojasnit će se detaljnije pretpostavke za pojedine lijekove. Sve informacije za istek patenata uzete su iz Pfizerovog godišnjeg izvještaja za 2019. godinu<sup>69</sup>.

Najvažniji lijek za segment interne medicine je Eliquis. Patent za Eliquis ističe tek u 2026. te je vidljivo usporavanje rasta prodaje, ali je rast i dalje značajan. Prema javno dostupnim izvorima procjenjuje se da će lijek dostići vrhunac u 2024.<sup>70</sup>, te se projicira usporen rast do kraja projekcijskog perioda. Lijeku Chantix patentna zaštita u SAD-u ističe

<sup>68</sup> Gryphon Analytics (2019.), *Pharma & Biotech: Development & Valuation* [e-publikacija], str. 5

<sup>69</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc, str. 10

<sup>70</sup> FiercePharma (1. Rujna 2019.), ESC: New Pfizer, BMS real-world data could boost Eliquis in Europe [online]

krajem 2020. godine te u Europi i Japanu 2021. odnosno 2022. Očekuje se brza i agresivna reakcija generičke konkurencije<sup>71</sup>, stoga se prognozira prvobitni pad u 2020., a zatim najjači učinak 2021. i postupno opadanje narednih godina. Gledajući povijesne trendove, Premarin je doživio svoj vrhunac u 2015. te počinje opadati. Pfizer u svojem izvještaju ne navodi vrijeme isteka patenta Premarina, stoga se projicira postupno usporavajući pad prodaje. Za ostatak segmenta interne medicine na osnovu povijesnih trendova procjenjuje se postupni pad. Najvažniji lijek u segmentu onkologije je Ibrance. Prema javnim izvorima, Ibrance drži 90% američkog tržišta u svom segmentu te je veću u završnim fazama razvoja za liječenje još tri verzije raka dojki, a očekuje se vrhunac prodaje od oko 8 milijardi dolara.<sup>72</sup> Ibrancov patent ističe u 2023. u SAD-u i 2028. u Europi i Japanu. S obzirom na moguće povećanje opsega djelovanja lijeka i njegove snažne tržišne pozicije, pretpostavlja se da ulazak generičke konkurencije neće biti brz te se neće pojaviti u prognoziranom periodu. Zato se projicira usporavajući rast koji je većinom vođen ekspanzijom na stranim tržištima. Za lijek Sutent SAD patent ističe u 2021., europski u 2022., a japanski u 2024. godini. Već je vidljiv trend pada prodaje stoga se prognozira nastavak trenda pada i veliki pad prodaje u 2022. uslijed ulaska generičke konkurencije. Za lijek Xtandi, SAD patent ističe tek u 2027. godini stoga se projicira usporeni rast od kraja perioda. Za ostatak onkološkog segmenta na osnovu povijesnih trendova, prognozira se nastavak rasta iz 2019., a zatim u 2022. usporavanje. Najvažniji lijek u segmentu bolničkih lijekova je Sulperazon. Pfizer ne navodi istek njegova patenta te se na osnovu povijesnih kretanja prognozira usporeni rast. Isto je i za Medrol i Vfend, te se prema njihovim povijesnim kretanjima projicira usporeni pad. Za ostatak segmenta se također očekuje usporeni pad. Segmentom cjepiva dominira Prevnar 13. Cjepivu ističe patent 2026. Gledajući povijesne vrijednosti može se zaključiti da je cjepivo prošlo svoj vrhunac prodaje no u 2018. i 2019. vidljiv je oporavak potražnje. Stoga prognozira se blagi rast od 0.5%. Za ostatak segmenta, na osnovi povijesnih trendova pretpostavlja se usporeni rast. Najvažniji lijek u segmentu upale i imunologije je Xeljanz. Lijeku ističe patent 2026.

---

<sup>71</sup> FiercePharma (17. Ožujak 2020.), Chantix

<sup>72</sup> Forbes (18. Ožujak 2019.), How Important Is Oncology For Pfizer?

godine, a očekuje se vrhunac prodaje od 3 milijarde dolara.<sup>73</sup> U skladu s tim, prognozira se usporeni rast do vrhunca prodaje od 3 milijarde dolara te zatim stagnacija. Očekivane stope rasta lijeka Enbrel temelje se na povijesnim trendovima i prognozira se usporeni pad prodaje. Ostatak segmenta ne pokazuje jasne povijesne trendove te se pretpostavlja trend sličan Xeljanzu i projicira se usporeni rast. Najprodavaniji lijek u segmentu rijetkih bolesti je Genotropin. Gledajući povijesne trendove, vidljiv je trend pada te se trend nastavlja u prognoziranom periodu. Ista je situacije i kod BeneFIX-a, te se također prognozira usporeni pad. Najvažniji lijek u ovoj kategoriji je Vyndaqel. Lijek je izašao na tržište 2017. godine i još je u ranoj fazi rasta vidljivom i po povijesnim kretanjima. Lijeku ističe patent u SAD-u 2024., stoga ne očekuje opasnost generičke konkurencije u prognoziranom razdoblju. S obzirom na fazu rasta, projiciraju se snažne stope rasta koje brzo usporavaju kako se približava vrijeme isteka patenta. Kod ostatka segmenta vidljiv je trend sličan kao kod Genotropin-a i BeneFIX-a i prognozira se usporeni rast.

**Grafikon 4** Proces razvoja lijeka



Izvor: Gryphon Analytics (2019.), Pharma & Biotech: Development & Valuation

U segmentu Novi lijekovi nalaze se lijekovi koji su trenutno u fazi razvoja, ali se očekuje njihova komercijalizacija u prognoziranom periodu. S obzirom da je razvoj lijekova rizičan, razina prodaja lijekova pomnožena je s vjerojatnosti uspješnosti lijekova.

<sup>73</sup> FiercePharma (15. Lipanj 2015.), Xeljanz

Ovaj princip temelji se na pretpostavci da se vrijednost rizične investicije može računati na način da se vrednuje kao da rizik ne postoji i onda se nakon vrednovanja prilagodi za rizik kroz diskont.<sup>74</sup> Za lijekove koji su u regulatornoj fazi uzima se faktor od 85%, a za lijekove u trećoj kliničkoj fazi 63.8%. Prodaja lijekova u ranijim fazama nije projicirana jer njihova vjerojatnost ispod 30%.<sup>75</sup> Informacije o lijekovima u razvoju i fazama uzete su iz Pfizerovog godišnjeg izvještaja za 2019. godinu. Prvi lijek je Talzenna koji je dobio regulatorno odobrenje u srpnju 2019. te se očekuje ulazak na tržište u 2020. godini. Prema javnim izvorima očekuje se prodaja u četvrtoj godini na tržištu od 313 mil. dolara.<sup>76</sup> Na osnovi te informacije pretpostavlja se prodaja od 50, 150, 250, 350 i 400 mil. dolara. Drugi lijek je Abrocitinib koji se trenutno nalazi u trećoj kliničkoj fazi, stoga se očekuje ulazak na tržište u 2022. Očekuje se razina prodaje od 222 mil. dolara u 2024.<sup>77</sup> pa se prognozira prodaja od 50, 150 i 250 mil. dolara u 2022., 2023. i 2024. godini. Također u trećoj kliničkoj fazi je lijek PF-06651600 koji se također očekuje u 2022. godini. Za ovaj lijek procjenjuje se vrhunac prodaje od 500 mil. dolara<sup>78</sup> pa je prognozirana prodaja od 125, 250 i 375 mil. dolara. Posljednji novi lijek koji se isto očekuje u 2022. je PF-06425090. Njegov vrhunac prodaje očekuje se oko 450 mil. dolara<sup>79</sup> te se prognozira prodaja od 100, 150 i 275 mil. dolara. Vrijednosti prodaje Abrocitiniba, PF-06651600 i PF-06425090 korigira se za faktor rizika treće kliničke faze od 63.8%.

---

<sup>74</sup> Damodaran, A. (2009.), *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management: Value at Risk*. New Jersey: Wharton School Publishing, poglavlje 5. str. 19

<sup>75</sup> Gryphon Analytics (2019.), *Pharma & Biotech: Development & Valuation*, str. 4

<sup>76</sup> Evaluate (17. Listopad 2018.), Pfizer joins the Parp party

<sup>77</sup> Evaluate (10. Siječnja 2020.), Upcoming events – Pfizer's abrocitinib and Myovant's relugolix

<sup>78</sup> FiercePharma (9. Srpanj 2020.), Pfizer may have a lot going on in immunology, but all its drugs could be beaten by rivals: analyst

<sup>79</sup> FiercePharma (2018.), Pfizer, Valneva stand to gain from Sanofi's C. diff vaccine flop: report

Slika 5 Plan prodaje segmenta Biopharma

	Jedinice	Povijesni					Projekcije				
		FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24
Interna medicina	\$ M	N/A	N/A	8,228	8,870	9,119	9,154	9,102	9,394	9,702	10,075
Onkologija	\$ M	N/A	N/A	6,304	7,472	9,014	10,605	11,738	12,555	13,630	14,600
Bolnice	\$ M	N/A	N/A	8,368	7,956	7,772	7,623	7,445	7,281	7,183	7,091
Cjepiva	\$ M	N/A	N/A	6,000	6,332	6,505	6,679	6,821	6,933	7,052	7,180
Upale i imunologija	\$ M	N/A	N/A	4,386	4,720	4,733	4,644	4,684	4,752	4,715	4,594
Rijetke bolesti	\$ M	N/A	N/A	2,241	2,211	2,278	2,695	3,201	3,546	3,883	4,073
Novi lijekovi	\$ M	-	-	-	-	-	50	150	425	701	974
<b>Biopharma ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>35,530</b>	<b>37,558</b>	<b>39,419</b>	<b>41,450</b>	<b>43,140</b>	<b>44,886</b>	<b>46,866</b>	<b>48,587</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	5.7%	5.0%	5.2%	4.1%	4.0%	4.4%	3.7%
<b>Interna medicina</b>											
Eliquis	\$ M	913	1,713	2,523	3,434	4,220	5,022	5,675	6,242	6,742	7,281
Stopa rasta:	%		87.6%	47.3%	36.1%	22.9%	19.0%	13.0%	10.0%	8.0%	8.0%
Chantix/Champix	\$ M	671	842	997	1,085	1,107	720	288	187	131	93
Stopa rasta:	%		25.5%	18.4%	8.8%	2.0%	(35.0%)	(60.0%)	(35.0%)	(30.0%)	(29.0%)
Premarin	\$ M	1,018	1,017	977	832	734	661	608	559	520	484
Stopa rasta:	%		(0.1%)	(3.9%)	(14.8%)	(11.8%)	(10.0%)	(8.0%)	(8.0%)	(7.0%)	(7.0%)
Ostalo	\$ M	N/A	N/A	3,731	3,519	3,058	2,752	2,532	2,405	2,309	2,217
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	(5.7%)	(13.1%)	(10.0%)	(8.0%)	(5.0%)	(4.0%)	(4.0%)
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>8,228</b>	<b>8,870</b>	<b>9,119</b>	<b>9,154</b>	<b>9,102</b>	<b>9,394</b>	<b>9,702</b>	<b>10,075</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	7.8%	2.8%	0.4%	(0.6%)	3.2%	3.3%	3.8%
<b>Onkologija</b>											
Ibrance	\$ M	723	2,135	3,126	4,118	4,961	5,457	5,839	6,131	6,407	6,599
Stopa rasta:	%	N/A	195.3%	46.4%	31.7%	20.5%	10.0%	7.0%	5.0%	4.5%	3.0%
Sutent	\$ M	1,120	1,095	1,081	1,049	936	796	676	237	201	171
Stopa rasta:	%	N/A	(2.2%)	(1.3%)	(3.0%)	(10.8%)	(15.0%)	(15.0%)	(65.0%)	(15.0%)	(15.0%)
Xtandi	\$ M	-	140	590	699	838	1,048	1,257	1,508	1,735	1,908
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	321.4%	18.5%	19.9%	25.0%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%
Ostalo	\$ M	N/A	N/A	1,507	1,606	2,279	3,305	3,965	4,679	5,288	5,922
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	6.6%	41.9%	45.0%	20.0%	18.0%	13.0%	12.0%
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>6,304</b>	<b>7,472</b>	<b>9,014</b>	<b>10,605</b>	<b>11,738</b>	<b>12,555</b>	<b>13,630</b>	<b>14,600</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	18.5%	20.6%	17.6%	10.7%	7.0%	8.6%	7.1%
<b>Bolnice</b>											
Sulperazon	\$ M	339	396	471	613	684	773	819	868	912	957
Stopa rasta:	%	N/A	16.8%	18.9%	30.1%	11.6%	13.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%
Medrol	\$ M	402	450	540	493	469	450	437	424	415	407
Stopa rasta:	%	N/A	11.9%	20.0%	(8.7%)	(4.9%)	(4.0%)	(3.0%)	(3.0%)	(2.0%)	(2.0%)
Vfend	\$ M	682	590	421	392	346	315	287	264	245	228
Stopa rasta:	%	N/A	(13.5%)	(28.6%)	(6.9%)	(11.7%)	(9.0%)	(9.0%)	(8.0%)	(7.0%)	(7.0%)
Ostalo	\$ M	N/A	N/A	6,936	6,458	6,273	6,085	5,902	5,725	5,611	5,498
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	(6.9%)	(2.9%)	(3.0%)	(3.0%)	(3.0%)	(2.0%)	(2.0%)
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>8,368</b>	<b>7,956</b>	<b>7,772</b>	<b>7,623</b>	<b>7,445</b>	<b>7,281</b>	<b>7,183</b>	<b>7,091</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	(4.9%)	(2.3%)	(1.9%)	(2.3%)	(2.2%)	(1.3%)	(1.3%)
<b>Cjepiva</b>											
Pevnar 13	\$ M	6,245	5,718	5,601	5,802	5,847	5,876	5,906	5,935	5,965	5,995
Stopa rasta:	%	N/A	(8.4%)	(2.0%)	3.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Ostalo	\$ M	N/A	N/A	399	530	658	803	915	998	1,087	1,185
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	32.8%	24.2%	22.0%	14.0%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>6,000</b>	<b>6,332</b>	<b>6,505</b>	<b>6,679</b>	<b>6,821</b>	<b>6,933</b>	<b>7,052</b>	<b>7,180</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	5.5%	2.7%	2.7%	2.1%	1.6%	1.7%	1.8%
<b>Upale i imunologija</b>											
Xeljanz	\$ M	523	927	1,345	1,774	2,242	2,522	2,774	2,969	3,058	3,042
Stopa rasta:	%	N/A	77.2%	45.1%	31.9%	26.4%	12.5%	10.0%	7.0%	3.0%	(0.5%)
Enbrel	\$ M	3,333	2,909	2,452	2,112	1,699	1,274	1,019	866	737	626
Stopa rasta:	%	N/A	(12.7%)	(15.7%)	(13.9%)	(19.6%)	(25.0%)	(20.0%)	(15.0%)	(15.0%)	(15.0%)
Ostalo	\$ M	N/A	N/A	589	834	792	847	890	917	921	926
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	41.6%	(5.0%)	7.0%	5.0%	3.0%	0.5%	0.5%
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>4,386</b>	<b>4,720</b>	<b>4,733</b>	<b>4,644</b>	<b>4,684</b>	<b>4,752</b>	<b>4,715</b>	<b>4,594</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	7.6%	0.3%	(1.9%)	0.9%	1.5%	(0.8%)	(2.6%)
<b>Rijetke bolesti</b>											
Genotropin	\$ M	617	579	532	558	498	438	412	391	372	353
Stopa rasta:	%	N/A	(6.2%)	(8.1%)	4.9%	(10.8%)	(12.0%)	(6.0%)	(5.0%)	(5.0%)	(5.0%)
BeneFIX	\$ M	752	712	604	554	488	444	411	380	353	329
Stopa rasta:	%	N/A	(5.3%)	(15.2%)	(8.3%)	(11.9%)	(9.0%)	(7.5%)	(7.5%)	(7.0%)	(7.0%)
Vyndaqel/Vyndamax	\$ M	N/A	N/A	124	148	473	1,088	1,632	2,040	2,448	2,693
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	19.4%	219.6%	130.0%	50.0%	25.0%	20.0%	10.0%
Ostalo	\$ M	N/A	N/A	981	951	819	725	747	735	710	699
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	(3.1%)	(13.9%)	(11.5%)	3.0%	(1.5%)	(3.5%)	(1.5%)
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>2,241</b>	<b>2,211</b>	<b>2,278</b>	<b>2,695</b>	<b>3,201</b>	<b>3,546</b>	<b>3,883</b>	<b>4,073</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	(1.3%)	3.0%	18.3%	18.8%	10.8%	9.5%	4.9%
<b>Novi lijekovi</b>											
Talzenna	\$ M	-	-	-	-	-	50	150	250	350	400
Abrocitinib	\$ M	-	-	-	-	-	-	-	32	96	160
PF-06651600	\$ M	-	-	-	-	-	-	-	80	160	239
PF-06425090	\$ M	-	-	-	-	-	-	-	64	96	175
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>50</b>	<b>150</b>	<b>425</b>	<b>701</b>	<b>974</b>
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	200.0%	183.6%	64.7%	39.0%

Izvor: Izrada autora



U segmentu Upjohn nalaze se generički lijekovi i Pfizerovi lijekovi kojima je istekao patent. Najvažniji lijek u ovom segmentu je Lyrica. Ovom lijeku europski patent istekao je još u 2014. godine, dok je patent u SAD-u istekao u srpnju 2019. s ulaskom generičke konkurencije već u kolovozu. Iz toga razloga prognozira se veliki pad u 2019. godini i nastavak opadanja prodaje u narednim godinama. Drugi najznačajniji lijek je Lipitor. Većina prihoda ovog lijeka dolazi iz inozemstva. Prihodi iz inozemstva stagniraju, a jedino što drži lijek od još većeg pada je pojačana potražnja i ekspanzija u Kini.<sup>80</sup> S obzirom na trenutnu ekonomsku situaciju u Kini, pretpostavlja se da će Lipitor izgubiti taj „spas“ koje je to tržište nudilo i da će prodaja u 2020. značajno pasti. Nakon 2020. pad će se nastaviti, ali će se usporavati kako će se i potražnja u Kini oporavljati. Norvasc i Celebrex nalazi se u istoj situaciji te se očekuju isti trendovi. S obzirom da Upjohn segment sadrži lijekove kojima su istekli patenti i generičke lijekove gdje je pritisak konkurencije znatno jači nego kod Biopharma segmenta, sama kretanja bi trebala više odgovarati ekonomskim kretanjima. Iz tog razloga za ostatak segmenta prognozira se pojačani pad u 2020. i lagani oporavak u narednom periodu slično očekivanim kretanjima svjetskog gospodarstva. U Consumer Health segmentu vidljivo se javlja trend pada prihoda te s obzirom na ekonomska očekivanja, pretpostavlja se nastavak tog trenda.

**Slika 6** Plan prodaje segmenta Upjohn i Consumer Health

	Jedinice	Povijesni					Projekcije				
		FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24
<b>Upjohn</b>											
Lyrica	\$ M	4,839	4,966	5,065	4,970	3,321	1,494	1,001	781	687	632
Stopa rasta:	%	N/A	2.6%	2.0%	(1.9%)	(33.2%)	(55.0%)	(33.0%)	(22.0%)	(12.0%)	(8.0%)
Lipitor	\$ M	1,860	1,758	1,915	2,062	1,973	1,381	1,215	1,155	1,132	1,120
Stopa rasta:	%	N/A	(5.5%)	8.9%	7.7%	(4.3%)	(30.0%)	(12.0%)	(5.0%)	(2.0%)	(1.0%)
Norvasc	\$ M	991	962	932	1,029	950	665	585	556	545	539
Stopa rasta:	%	N/A	(2.9%)	(3.1%)	10.4%	(7.7%)	(30.0%)	(12.0%)	(5.0%)	(2.0%)	(1.0%)
Celebrex	\$ M	830	733	775	686	719	503	443	421	412	408
Stopa rasta:	%	N/A	(11.7%)	5.7%	(11.5%)	4.8%	(30.0%)	(12.0%)	(5.0%)	(2.0%)	(1.0%)
Ostalo	\$ M	N/A	N/A	4,762	3,738	3,269	2,615	2,746	2,856	2,941	3,030
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	(21.5%)	(12.5%)	(20.0%)	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%
<b>Ukupni prihodi</b>	\$ M	N/A	N/A	13,447	12,484	10,233	6,659	5,991	5,768	5,717	5,730
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	(7.2%)	(18.0%)	(34.9%)	(10.0%)	(3.7%)	(0.9%)	0.2%
<b>Consumer health</b>	\$ M	N/A	N/A	3,472	3,605	2,098	1,469	1,248	1,123	1,067	1,014
Stopa rasta:	%	N/A	N/A	N/A	3.8%	(41.8%)	(30.0%)	(15.0%)	(10.0%)	(5.0%)	(5.0%)

Izvor: Izrada autora

### Izrada pro forma računa dobiti i gubitka

Stavke računa i dobiti računata su većinom kao postotak prodaje. Jedina iznimka su prihodi i rashodi od kamata. Razlog tome što na kretanja ovih stavki više utječu bilančane stavke

<sup>80</sup> Pfizer Inc. (2019.) 10-K. Pfizer

nego promjene u poslovnoj aktivnosti. Prihodi od kamata su povezani s novcem i novčanim ekvivalentima, a rashodi s veličinom duga. Vrijednosti za troškove prodaje, opće i administrativne troškove te troškove razvoja temelje se na smjernicama za 2020. godinu<sup>81</sup> te povijesnim prosjecima. Poduzeće troškove prodaje očekuje u razini 19.5% i 20.5% prihoda od prodaje te uzimajući u obzir i prosječnu vrijednost u prijašnjim razdobljima procjenjuje se da će troškovi prodaje biti konstantni kroz cijelo razdoblje na razini od 20% prodaje. Opći i administrativni troškovi očekuju se između 11.5 i 12.5 mlrd. dolara te se prognozira postotak prodaje od 24.5%. Za troškove razvoja očekuje se rast jer je poduzeće već izgubilo patent u važnom proizvodu Lyrica, te još nekoliko važnih proizvoda gubi zaštitu u narednih 5 godina. Također očekivani vrhunac prodaje promatranih novih lijekova je ispod 1 mlrd. dolara što nije dovoljno za nositelje proizvodnog portfelja. Zato se očekuje da će poduzeće povećati svoja ulaganja u razvoj kako bi pronašla novi lijek koji može voditi poduzeće u budućnost. Ova teza se slaže i s očekivanjima menadžmenta koji očekuje izdatke za razvoj u razini 8.6 do 9.0 mlrd. dolara te projicira postotak prodaje od 18%. Za ostale stavke poduzeće ne daje smjernice te nisu vidljivi povijesni trendovi pa su uzeti povijesni prosjeci. Troškovi restrukturiranja i akvizicija te diskontinuirano poslovanje nisu projicirani jer predstavljaju izvanredne stavke koje nisu dio redovitog poslovanja poduzeća. Za prognozirano razdoblje uzeta je efektivna porezna stopa od 15% prema smjernicama poduzeća.

---

<sup>81</sup> Pfizer Inc. (2020.), First Quarter 2020 Earnings Teleconference

Slika 7 Pretpostavke za projekcije računa dobiti i gubitka

	Jedinice	Povijesni					Projekcije				
		FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24
Troškovi prodaje	\$ M	9,648	12,329	11,228	11,248	10,219	9,915	10,076	10,356	10,730	11,066
% Poslovnih prihoda	%	19.7%	23.3%	21.4%	21.0%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Opći i administrativni troškovi	\$ M	13,380	13,136	13,293	12,964	12,950	12,146	12,343	12,686	13,144	13,556
% Poslovnih prihoda	%	27.4%	24.9%	25.3%	24.2%	25.0%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
Troškovi razvoja	\$ M	7,690	7,872	7,683	8,006	8,650	8,924	9,068	9,320	9,657	9,960
% Poslovnih prihoda	%	15.7%	14.9%	14.6%	14.9%	16.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Amortizacija nematerijalne imovine	\$ M	3,728	4,056	4,758	4,893	4,610	4,214	4,282	4,401	4,560	4,703
% Poslovnih prihoda	%	7.6%	7.7%	9.1%	9.1%	8.9%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Amortizacija materijalne imovine	\$ M	1,429.0	1,701.0	1,511.0	1,491.0	1,400.0	1,487	1,511	1,553	1,610	1,660
% Poslovnih prihoda	%	2.9%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Ostali rashodi	\$ M	2,132	2,939	537	1,133	2,230	1,735	1,763	1,812	1,878	1,937
% Poslovnih prihoda	%	4.4%	5.6%	1.0%	2.1%	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Prihodi od kamata	\$ M	471	470	391	333	226	175	178	183	189	195
% Novca i novčanih ekvivalenata i Ulaganja	%	1.2%	1.9%	1.4%	1.6%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Rashodi od kamata	\$ M	1,199	1,186	1,270	1,316	1,574	1,079	1,035	892	749	590
% Duga	%	3.1%	2.8%	2.9%	3.2%	3.0%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
Manjinski udjeli	\$ M	26	31	47	36	29	32	33	34	35	36
% Poslovnih prihoda	%	0.05%	0.06%	0.09%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%

Izvor: Izrada autora

Slika 8 Pro-forma račun dobiti i gubitka

	Jedinice	Povijesni					Projekcije				
		FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24
Biopharma	\$ M	N/A	N/A	35,530	37,558	39,419	41,450	43,140	44,886	46,866	48,587
Upjohn	\$ M	N/A	N/A	13,447	12,484	10,233	6,659	5,991	5,768	5,717	5,730
Consumer Health	\$ M	N/A	N/A	3,472	3,605	2,098	1,469	1,248	1,123	1,067	1,014
Dobit od zajedničkog pothvata	\$ M	-	-	-	-	8,086	-	-	-	-	-
Nealocirano	\$ M	N/A	N/A	97	-	-	-	-	-	-	-
<b>Poslovni prihodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>48,851</b>	<b>52,824</b>	<b>52,546</b>	<b>53,647</b>	<b>59,836</b>	<b>49,577</b>	<b>50,379</b>	<b>51,778</b>	<b>53,651</b>	<b>55,331</b>
Troškovi prodaje	\$ M	9,648	12,329	11,228	11,248	10,219	9,915	10,076	10,356	10,730	11,066
Opći i administrativni troškovi	\$ M	13,380	13,136	13,293	12,964	12,950	12,146	12,343	12,686	13,144	13,556
Troškovi razvoja	\$ M	7,690	7,872	7,683	8,006	8,650	8,924	9,068	9,320	9,657	9,960
Amortizacija nematerijalne imovine	\$ M	3,728	4,056	4,758	4,893	4,610	4,214	4,282	4,401	4,560	4,703
Amortizacija materijalne imovine	\$ M	1,429	1,701	1,511	1,491	1,400	1,487	1,511	1,553	1,610	1,660
Troškovi restrukturiranja i akvizicija	\$ M	1,152	1,724	351	1,044	747	-	-	-	-	-
Ostali rashodi	\$ M	2,132	2,939	537	1,133	2,230	1,735	1,763	1,812	1,878	1,937
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>\$ M</b>	<b>39,159</b>	<b>43,757</b>	<b>39,361</b>	<b>40,779</b>	<b>40,806</b>	<b>38,422</b>	<b>39,044</b>	<b>40,128</b>	<b>41,579</b>	<b>42,881</b>
<b>Dobit iz poslovanja</b>	<b>\$ M</b>	<b>9,692</b>	<b>9,067</b>	<b>13,185</b>	<b>12,868</b>	<b>19,030</b>	<b>11,155</b>	<b>11,335</b>	<b>11,650</b>	<b>12,071</b>	<b>12,449</b>
Financijski prihodi	\$ M	471	470	391	333	226	175	178	183	189	195
Financijski rashodi	\$ M	(1,199)	(1,186)	(1,270)	(1,316)	(1,574)	(1,079)	(1,035)	(892)	(749)	(590)
<b>Neto financijski rezultat</b>	<b>\$ M</b>	<b>(728)</b>	<b>(716)</b>	<b>(879)</b>	<b>(983)</b>	<b>(1,348)</b>	<b>(904)</b>	<b>(857)</b>	<b>(709)</b>	<b>(560)</b>	<b>(395)</b>
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>\$ M</b>	<b>8,964</b>	<b>8,351</b>	<b>12,305</b>	<b>11,885</b>	<b>17,682</b>	<b>10,251</b>	<b>10,478</b>	<b>10,941</b>	<b>11,512</b>	<b>12,054</b>
Porez na dobit	\$ M	(1,990)	(1,123)	9,049	(706)	(1,384)	(1,538)	(1,572)	(1,641)	(1,727)	(1,808)
<b>Neto dobit</b>	<b>\$ M</b>	<b>6,974</b>	<b>7,228</b>	<b>21,353</b>	<b>11,179</b>	<b>16,298</b>	<b>8,713</b>	<b>8,906</b>	<b>9,300</b>	<b>9,785</b>	<b>10,246</b>
Diskontinuirano poslovanje	\$ M	11	17	2	10	4	-	-	-	-	-
Manjinski udjeli	\$ M	26	31	47	36	29	32	33	34	35	36
<b>Dobit za dioničare</b>	<b>\$ M</b>	<b>6,959</b>	<b>7,214</b>	<b>21,308</b>	<b>11,153</b>	<b>16,273</b>	<b>8,681</b>	<b>8,874</b>	<b>9,266</b>	<b>9,750</b>	<b>10,210</b>

Izvor: Izrada autora

## Izrada pro forma bilance

Nekretnine, postrojenja i oprema prognozirani su kao vrijednosti iz prethodnog razdoblja uvećano za razliku kapitalnih investicija i amortizacije materijalne imovine. S obzirom da je Pfizer zrelo poduzeće, kapitalne investicije trebale bi biti približne stopi amortizacije te se stavljaju na razini 3.4% prodaje što odgovara povijesnom prosjeku.

Goodwill nije operativna stavka i drži se na razini iz 2019. Goodwill, dugoročni dužnički zapisi i vlasnički vrijednosni papiri nisu operativne stavke i drže se konstantnom vrijednosti iz 2019. Ostala dugotrajna imovina prognozirana je kao postotak od prodaje. Vidljiv je trend rasta stoga se projicira stopa od 13%. Sve stavke kratkotrajne imovine osim kratkoročnih dužničkih zapisa prognozirane su kao postotak od prodaje. Za stope uzete su u obzir vrijednosti iz prethodne godine. Isto vrijedi i za potraživanja za poreze, ostale dugoročne obveze, kratkoročna potraživanja i ostale kratkoročne obveze. Dugoročni dug se uzima konstantan na vrijednosti iz 2019. jer se ne očekuju nova izdanja obveznica. Dionička glavica računata je kao vrijednost prethodnog razdoblja uvećana za razliku neto dobiti i isplaćenih dividendi. Isplaćene dividende prognozirane su na osnovi projekcija dividendi po dionici. Vidljiv je trend smanjenja rasta dividendi te se uzima smanjena stopa rasta od 5.5.% koja se drži konstantna tijekom projekcija. Za kratkoročne dužničke zapise i kratkoročni dug pretpostavlja se da će biti jednak iznosu iz 2019. uvećanim za moguće korekcije vezane uz dodatna potrebna sredstva. Kako bi se bilanca izbalansirala nužno je izračunati dodatna potrebna sredstva koja se računaju kao razlika aktive i pasive. Ako je broj pozitivan, poduzeće treba skupiti dodatna sredstva u obliku kratkoročnog duga. Ako je broj negativan, poduzeće ima dodatna sredstva koje može alocirati u kratkoročne investicije.<sup>82</sup> U slučaju Pfizer, poduzeće ima nedostatak izvora financiranja te je sukladno tome uvećan kratkoročni dug za potreban dodatni dug.

---

<sup>82</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 55-56

Slika 9 Izrada pro forma bilance

	Jedinice	Povijesni					Projekcije				
		FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24
Kapitalne investicije	\$ M	1,397	1,823	1,956	2,042	2,176	1,686	1,713	1,760	1,824	1,881
% Prodaje	%	2.9%	3.5%	3.7%	3.8%	4.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
Nematerijalna imovina % prodaje	%	82.61%	99.67%	92.76%	65.63%	68.35%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
Ostala dugotrajna imovina % prodaje	%	10.83%	9.72%	9.67%	8.80%	12.66%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Novac i novčani ekvivalenti % prodaje	%	7.45%	4.91%	2.55%	2.12%	2.52%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Zalihe % prodaje	%	15.38%	12.84%	14.42%	14.00%	16.01%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
Kratkotrajna potraživanja % prodaje	%	16.74%	15.57%	15.65%	14.96%	16.86%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
Ostala kratkotrajna imovina % prodaje	%	9.88%	11.53%	10.18%	29.00%	11.53%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Potraživanja za poreze % prodaje	%	55.02%	65.79%	43.00%	34.37%	34.21%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
Ostale dugoročne obveze % prodaje	%	35.55%	27.47%	25.84%	23.23%	25.27%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Obveze prema dobavljačima % prodaje	%	7.41%	8.59%	8.86%	8.71%	8.15%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
Ostale kratkoročne obveze % prodaje	%	31.97%	30.08%	30.10%	34.21%	32.64%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
Dividenda po dionici	\$	1.14	1.22	1.30	1.38	1.46	1.54	1.63	1.71	1.81	1.91
Stopa rasta:	%		7.0%	6.6%	6.2%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%

Izvor: Izrada autora

Slika 10 Pro-forma bilanca

	Jedinice	Povijesni					Projekcije				
		FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24
Nekretnine,postrojenje i oprema	\$ M	13,766	13,318	13,865	13,385	13,967	14,165	14,367	14,574	14,789	15,010
Goodwill	\$ M	48,242	54,449	55,952	53,411	58,653	58,653	58,653	58,653	58,653	58,653
Nematerijalna imovina	\$ M	40,356	52,648	48,741	35,211	35,370	34,704	35,266	36,244	37,555	38,732
Dugoročni dužnički zapisi	\$ M	15,999	7,116	7,015	2,586	3,014	3,014	3,014	3,014	3,014	3,014
Vlasnički vrijednosni papiri	\$ M	-	-	-	181	17,133	17,133	17,133	17,133	17,133	17,133
Ostala dugotrajna imovina	\$ M	5,293	5,135	5,082	4,722	6,549	6,445	6,549	6,731	6,975	7,193
<b>Dugotrajna imovina</b>	<b>\$ M</b>	<b>123,656</b>	<b>132,666</b>	<b>130,655</b>	<b>109,496</b>	<b>134,686</b>	<b>134,115</b>	<b>134,982</b>	<b>136,350</b>	<b>138,119</b>	<b>139,735</b>
Novac i novčani ekvivalenti	\$ M	3,641	2,595	1,342	1,139	1,305	1,239	1,259	1,294	1,341	1,383
Kratkoročni dužnički zapisi	\$ M	19,649	15,255	18,650	17,694	8,525	8,525	8,525	8,525	8,525	8,525
Zalihe	\$ M	7,513	6,783	7,578	7,508	8,283	7,932	8,061	8,284	8,584	8,853
Kratkoročna potraživanja	\$ M	8,176	8,225	8,221	8,025	8,724	8,428	8,565	8,802	9,121	9,406
Ostala kratkotrajna imovina	\$ M	4,825	6,091	5,351	15,560	5,966	5,949	6,046	6,213	6,438	6,640
<b>Kratkotrajna imovina</b>	<b>\$ M</b>	<b>43,804</b>	<b>38,949</b>	<b>41,142</b>	<b>49,926</b>	<b>32,803</b>	<b>32,074</b>	<b>32,455</b>	<b>33,119</b>	<b>34,009</b>	<b>34,807</b>
<b>Ukupna aktiva</b>	<b>\$ M</b>	<b>167,460</b>	<b>171,615</b>	<b>171,797</b>	<b>159,422</b>	<b>167,489</b>	<b>166,189</b>	<b>167,437</b>	<b>169,469</b>	<b>172,128</b>	<b>174,542</b>
Duročni dug	\$ M	28,818	31,398	33,538	32,909	35,955	35,955	35,955	35,955	35,955	35,955
Potraživanja za poreze	\$ M	26,877	34,753	22,597	18,437	17,704	16,856	17,129	17,604	18,241	18,813
Ostale dugoročne obveze	\$ M	17,368	14,509	13,579	12,460	13,079	12,394	12,595	12,944	13,413	13,833
<b>Dugoročne obveze</b>	<b>\$ M</b>	<b>73,063</b>	<b>80,660</b>	<b>69,714</b>	<b>63,806</b>	<b>66,738</b>	<b>65,206</b>	<b>65,679</b>	<b>66,504</b>	<b>67,609</b>	<b>68,600</b>
Kratkoročni dug	\$ M	10,160	10,688	9,953	8,831	16,195	17,309	18,372	19,877	21,737	23,825
Obveze prema dobavljačima	\$ M	3,620	4,536	4,656	4,674	4,220	4,140	4,207	4,323	4,480	4,620
Ostale kratkoročne obveze	\$ M	15,619	15,891	15,818	18,353	16,889	16,361	16,625	17,087	17,705	18,259
<b>Kratkoročne obveze</b>	<b>\$ M</b>	<b>29,399</b>	<b>31,115</b>	<b>30,427</b>	<b>31,858</b>	<b>37,304</b>	<b>37,809</b>	<b>39,203</b>	<b>41,287</b>	<b>43,922</b>	<b>46,705</b>
<b>Ukupne obveze</b>	<b>\$ M</b>	<b>102,462</b>	<b>111,775</b>	<b>100,141</b>	<b>95,664</b>	<b>104,042</b>	<b>103,014</b>	<b>104,882</b>	<b>107,791</b>	<b>111,530</b>	<b>115,305</b>
Dionička glavnica	\$ M	64,998	59,840	71,656	63,758	63,447	63,174	62,555	61,678	60,597	59,237
<b>Ukupna pasiva</b>	<b>\$ M</b>	<b>167,460</b>	<b>171,615</b>	<b>171,797</b>	<b>159,422</b>	<b>167,489</b>	<b>166,189</b>	<b>167,437</b>	<b>169,469</b>	<b>172,128</b>	<b>174,542</b>
Dodatna potrebna sredstva	\$ M						1,114	2,177	3,682	5,542	7,630
Dodatne kratkoročne investicije	\$ M						-	-	-	-	-
Dodatni dug	\$ M						1,114	2,177	3,682	5,542	7,630

Izvor: Izrada autora

#### 4.6.2. Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala poduzeća Pfizer

Trošak duga uzet je kao ponderirani prosjek kamatnih stopa na dug prema financijskom izvještaju iz 2019. od 4.19%.

**Slika 11** Struktura duga poduzeća

Kamatna stopa	Iznos	Udio
3.4%	3,153	9.1%
1.0%	1,624	4.7%
3.8%	2,892	8.3%
4.4%	2,250	6.5%
3.3%	7,453	21.4%
6.5%	750	2.2%
6.0%	8,566	24.6%
3.5%	3,568	10.2%
4.2%	4,565	13.1%

Izvor: Izrada autora

Trošak glavnice računat je prema CAPM modelu za koji je potrebna nerizična kamatna stopa, beta poduzeća i tržišna premija rizika.<sup>83</sup> Za nerizičnu kamatnu stopu uzeti je prinos na 10-godišnje američke obveznice na dan 16.06.2020 od 0.71%. 10-godišnje obveznice su najčešći odabir za nerizičnu kamatnu stopu jer one na sličan način reagiraju na kretanje kamatnih stopa kao i dionice.<sup>84</sup> Podatak za tržišnu premiju rizika je 5.81% na dan 1.6.2020<sup>85</sup>. Računate su četiri različite bete. Prva je beta samog poduzeća računata kao prilagođena beta temeljena na 60-mjesečnoj povijesnoj beti. Druga i treća beta temelje se na beti usporedivih poduzeća<sup>86</sup>. Za usporediva poduzeća uzeta su najveća američka farmaceutska poduzeća. S obzirom da navedena poduzeća imaju različite strukture kapitala potrebno je eliminirati financijsku polugu preko Hamadine formule. Primjenom ove formule dobivamo betu bez duga koja sadržava samo poslovni rizik poduzeća.<sup>87</sup> Zatim možemo uzeti medijan beta bez duga usporedivih poduzeća i kroz istu formulu uključiti financijsku polugu Pfizera i dobivamo betu poduzeća. Ovom metodom uključujemo i poslovni rizik usporedivih poduzeća uz sami poslovni rizik Pfizera. Razlika između druge i treće bete je što je za drugu korištena trenutna kapitalna struktura poduzeća dok je za

---

<sup>83</sup> Damodaran, A. (2012.), *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons, str. 208

<sup>84</sup> Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris (1998.), Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis. *Financial practice and education*, 8(1), 13-28

<sup>85</sup> *Implied Equity Risk Premiums - United States*. Damodaran Online

<sup>86</sup> Yahoo Finance

<sup>87</sup> Damodaran, A. (2012.), *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons, str. 195-196

treću korištena optimalna struktura. Optimalna struktura računata je kao prosjek strukture kapitala usporedivih poduzeća. Četvrta beta je beta biotehnoške farmaceutske industrije u SAD-u koja iznosi 1.43<sup>88</sup> (5.1.2020). Beta industrije značajno je veća od bete usporedivih poduzeća. Razlog tome je što u izračunu bete industrije uključeno je 500 poduzeća koja su većinom puno manja od Pfizera. Manja farmaceutska poduzeća imaju veću betu, uočljivo i na primjeru usporedivih poduzeća, što uzrokuje visoki prosjek. S obzirom na to da se koriste četiri različite bete, dobivaju se četiri različita troška kapitala te se krajnja vrijednost uzima kao prosjek. Razlog za uprosječivanje je veća preciznost jer uključujemo ne samo rizike vezane uz samo poduzeće već i rizike usporedivih poduzeća i same industrije. Sve tržišne vrijednosti odnose se na dan 3. kolovoz 2020. Stope poreza su uzete kao 2-godišnji prosjeci efektivne porezne stope kako bi se uključili samo vrijednosti nakon porezne reforme u 2017. godini.

---

<sup>88</sup> *Total Beta By Industry Sector – United States*. Damodaran Online

**Slika 12** Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala

Nerizična kamatna stopa:	0.71%
Tržišna premija rizika:	5.81%
Trošak duga prije poreza:	4.19%

Usprediva beta:									
Ime	Povijesna		Prilagođena	Dug	%D	Glavnica	%G	Stopa poreza	Beta bez duga
	beta	beta							
Johnson & Johnson	0.69	0.79	27,696	6.6%	391,681	93.4%	16.0%	0.75	
Merck & Co.	0.49	0.66	26,346	11.0%	212,532	89.0%	19.1%	0.60	
AbbVie Inc.	0.82	0.88	66,728	28.1%	170,454	71.9%	21.2%	0.67	
Bristol-Myers Squibb	0.7	0.80	46,733	24.7%	142,268	75.3%	23.2%	0.64	
Amgen Inc.	0.93	0.95	29,903	17.6%	140,356	82.4%	13.1%	0.80	
Vertex Pharmaceuticals Incorporated	0.88	0.92	0	–	69,704	100.0%	15.6%	0.92	
Alexion Pharmaceuticals, Inc.	1.39	1.26	2,913	11.4%	22,641	88.6%	15.0%	1.14	
BioMarin Pharmaceutical Inc.	1.05	1.03	848	3.8%	21,512	96.2%	15.0%	1.00	
<b>Median</b>	<b>0.85</b>	<b>0.90</b>		<b>11.2%</b>		<b>88.8%</b>		<b>0.78</b>	

<b>Pfizer Inc.</b>	<b>0.73</b>	<b>0.82</b>
--------------------	-------------	-------------

Ime	Beta bez duga	Dug	%D	Glavnica	%G	Stopa poreza	Beta s dugom
Trenutna struktura kapitala	0.78	35,955	16.3%	184,643	83.7%	15.0%	0.90
Optimalna struktura kapitala:	0.78	24,738	11.2%	195,859	88.8%	15.0%	0.86

<b>Beta industrije (Pharma, US)</b>	<b>1.43</b>
-------------------------------------	-------------

Trošak glavnice temeljen usporedivom betom i trenutnom strukturom kapitala:	5.97%
Trošak glavnice temeljen usporedivom betom i optimalnom strukturom kapitala:	5.70%
Trošak glavnice temeljen betom poduzeća	5.47%
Trošak glavnice temeljen betom industrije	9.02%

Trošak kapitala temeljen usporedivom betom i trenutnom strukturom kapitala:	5.57%
Trošak kapitala temeljen betom poduzeća i trenutnom strukturom kapitala	5.16%
Trošak kapitala temeljen usporedivom betom i optimalnom strukturom kapitala:	5.46%
Trošak kapitala temeljen betom industrije i trenutnom strukturom kapitala:	8.13%

<b>Prosječni trošak kapitala:</b>	<b>6.08%</b>
-----------------------------------	--------------

Izvor: Izrada autora

### 4.6.3. Procjena slobodnih novčanih tokova poduzeća Pfizer

Postoje dvije različite vrste slobodnih novčanih tokova: slobodni novčani tokovi poduzeću (free cash flow to firm - FCFF) ili slobodni novčani tokovi običnoj glavnici (free cash flow to equity - FCFE). Slobodni novčani tok poduzeću uključuje novčane tokove dostupne svim dionicima poduzeća (vlasnici i kreditori) te za diskontnu stopu koristi trošak kapitala. Slobodni novčani tokovi običnoj glavnici uključuju novčane tokove dostupne samo vlasnicima poduzeća te za diskontnu stopu koristi trošak glavnice. U ovom rade promatraju se slobodni novčani tokovi poduzeću (FCFF). Prilikom izračuna slobodnog novčanog toka važno je isključiti sve stavke koje nisu dio redovitog poslovanja ili ne



pripadaju svim dionicima poduzeća kao što su troškovi kamata ili dividendi. Na taj način dolazi se do neto dobiti redovnog poslovanja koju onda treba prilagoditi za novčane stavke kao što su kapitalna ulaganja, promjene u poreznim obvezama ili u neto obrtnom kapitalu, kako bi se došlo do slobodnih novčanih tokova.<sup>89</sup> U prihodima i rashodima nisu uključene izvanredne stavke dobiti od zajedničkog pothvata i troškove restrukturiranja i akvizicija. Kapitalna ulaganja su preuzeta iz pretpostavki za bilancu. Promjene u poreznim obvezama su računane kao razlika vrijednosti potraživanja za poreze između trenutne i prethodne godine. Promjena neto obrtnog kapitala predstavlja investicije u operativni obrtni kapital i odnosi se na promjene u stavkama kratkoročne imovine i kratkoročnih nekamatonskih obaveza.<sup>90</sup> Računat je kao promjena u stavkama zaliha, kratkoročnih potraživanja, ostale kratkotrajne imovine, obveza prema dobavljačima i ostale kratkoročne imovine.

**Slika 13** Procjena slobodnih novčanih tokova poduzeća Pfizer

	Jedinice	Povijesni					Projekcije				
		FG15	FG16	FG17	FG18	FG19	FG20	FG21	FG22	FG23	FG24
<b>Prihodi:</b>	\$ M	48,851	52,824	52,546	53,647	51,750	49,577	50,379	51,778	53,651	55,331
Stopa rasta:	%		8.1%	(0.5%)	2.1%	(3.5%)	(4.2%)	1.6%	2.8%	3.6%	3.1%
<b>Rashodi:</b>	\$ M	38,007	42,033	39,010	39,735	40,059	38,422	39,044	40,128	41,579	42,881
<b>Operativna dobit:</b>	\$ M	10,844	10,791	13,536	13,912	11,691	11,155	11,335	11,650	12,071	12,449
Operativna marža:	%	22.2%	20.4%	25.8%	25.9%	22.6%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
Stopa rasta:	%		(0.5%)	25.4%	2.8%	(16.0%)	(4.6%)	1.6%	2.8%	3.6%	3.1%
(-) Porez, bez uključenih kamata:	\$ M	(1,627)	(1,619)	(2,030)	(2,087)	(1,754)	(1,673)	(1,700)	(1,748)	(1,811)	(1,867)
<b>Neto dobit redovnog poslovanja:</b>	\$ M	9,217	9,172	11,506	11,825	9,937	9,482	9,635	9,903	10,261	10,582
<b>Prilagodbe:</b>											
(+) Amortizacija:	\$ M	5,157	5,757	6,269	6,384	6,010	5,701	5,794	5,954	6,170	6,363
(+/-) Promjena poreznih obveza:	\$ M	N/A	7,876	(12,156)	(4,160)	(733)	(848)	273	475	637	571
(+/-) Promjena neto obrtnog kapitala:	\$ M	N/A	603	(4)	(7,390)	6,202	54	(29)	(51)	(68)	(61)
(-) Kapitalne investicije:	\$ M	(1,397)	(1,823)	(1,956)	(2,042)	(2,176)	(1,686)	(1,713)	(1,760)	(1,824)	(1,881)
<b>Slobodni novčani tok</b>	\$ M	N/A	21,585.4	3,658.6	4,617.2	19,240.4	12,704.2	13,959.3	14,520.9	15,174.8	15,573.8
Stopa rasta:	%	N/A		(83.1%)	26.2%	316.7%	(34.0%)	9.9%	4.0%	4.5%	2.6%
Diskontni period	#						1	2	3	4	5
Diskontna stopa (WACC):	%						6.08%	6.08%	6.08%	6.08%	6.08%
Diskontni faktor:	#						0.943	0.889	0.838	0.790	0.744
Sadašnja vrijednost SNT	\$ M						11,976.0	12,404.9	12,164.4	11,983.5	11,593.7

Izvor: Izrada autora

<sup>89</sup> Damodaran, A. (2012.), *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons, str. 381

<sup>90</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 108

#### 4.6.4. Izračun fundamentalne vrijednosti poduzeća Pfizer

S obzirom na to da se uzima koncept Going-concern vrijednosti, rezidualna vrijednost računata je prema vrijednosti zarada i to prema pristupu vječne rente. Razlog tome je što rast zarada poduzeća uvelike ovise od stvaranju novih patenata i proizvoda. Dugoročna stopa rasta za biotehnošku farmaceutsku industriju je -0.94%<sup>91</sup> (5.7.2020). Budući da je nemoguće sa sigurnošću prognozirati razvoj patenata poduzeća u vremenski neograničenom kontinuitetu, uzima se stopa rasta od 0%. Za provjeru je li izabrana stopa razumna, izračunati je implicirani EBITDA multiplikator rezidualne vrijednosti, tj. multiplikator s kojim je potrebno pomnožiti EBITDA-u iz posljednjeg razdoblja kako bi dobili rezidualnu vrijednost. Implicirani EBITDA multiplikator iznosi 13.6x i uspoređujući ga s prosjekom usporedivih poduzeća (iz troška kapitala) od 12.1x, možemo reći da je pretpostavka stope rasta razumna. Zbrojem sadašnje vrijednosti rezidualne vrijednosti i sadašnje vrijednosti prognoziranih slobodnih novčanih tokova dobivamo poduzetničku vrijednost, tj. vrijednost dostupnu svim investitorima u poduzeće (dioničarima i kreditorima), od 250 mrd. dolara. Korekcijom za neto dug dobiva se tržišna vrijednost od 209 mrd. dolara. Podijelimo li tržišnu vrijednost s brojem dionice dolazi se do cijene dionice od 37.76 dolara što predstavlja premiju od 4.8% na trenutnu tržišnu cijenu (27.8.2020.)<sup>92</sup>. Cijena je temeljna i model je rađen na osnovu informacija dostupnih do 27.8.2020. godine. Promatrajući udio rezidualne vrijednosti u ukupnoj vrijednosti od 76% vidljiva je mana metode diskontiranih novčanih tokova. Kada se u metodi diskontiranih novčanih troškova koristi metoda rezidualne vrijednosti, najveći dio ukupne vrijednosti dolazi od rezidualne vrijednosti. Ta vrijednost je najdalje u budućnosti i samim time najteže precizno odrediti.<sup>93</sup>

---

<sup>91</sup> *Fundamental Growth Rate in EPS by Industry – United States*. Damodaran Online

<sup>92</sup> Yahoo Finance

<sup>93</sup> Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, str. 144

**Slika 14** Izračun fundamentalne vrijednosti poduzeća Pfizer

<b>Rezidualna vrijednost - metoda vječne rente:</b>	
Stopa rasta	0%
Rezidualna vrijednost	255,574.9
Implicirani EBITDA multiplikator	13.6 x
(+) Sadašnja vrijednost Rezidualne:	190,139.0
(+) Sadašnja vrijednost SNT:	60,099.9
<b>Implicirana poduzetnička vrijednost:</b>	<b>250,238.9</b>
<i>% Rezidualne od Poduzetničke:</i>	<i>76.0%</i>
(+) Novac i novčani ekvivalenti:	1,305.0
(+) Ulaganja:	3,014.0
(+) Ostala Non-Core imovina:	7,071.0
(-) Dug:	(52,150.0)
(-) Nekomolirajući interes:	(303.0)
<b>Implicirana tržišna vrijednost:</b>	<b>209,175.9</b>
Broj dionica:	5,554.833
<b>Implicirana cijena dionice:</b>	<b>\$ 37.66</b>
<b>Premija/Diskont na trenutnu:</b>	<b>4.8%</b>

Izvor: Izrada autora

## 4.7. Identifikacija, analiza i upravljanje poslovnih rizika poduzeća Pfizer

### 4.7.1. Identifikacija i analiza rizika poduzeća Pfizer

#### Rizik kupaca

Ovaj rizik proizlazi iz velike pregovaračke moći kupaca. Kao što je navedeno u sklopu Porterove analize pet sila, veliki dio potražnje poduzeća čine institucionalni kupci. Ova vrsta kupca zbog veličine svojih narudžbi imaju veliku moć pri pregovaranju o cijenama. Trenutni trendovi konsolidacije među institucionalnim kupcima još više pojačavaju ovaj efekt.<sup>94</sup> Cjenovni pritisci od strane institucionalnih kupaca mogu imati negativan utjecaj na vrijednost poduzeća. S obzirom na to da su ovi trendovi već vidljivi, može se zaključiti da je vjerojatnost nastupa ovog rizika visoka, te se ocjenjuje s ocjenom 5. Ovaj rizik manifestira se kroz pad prodajne cijene proizvoda. Ovakav događaj na poduzeće ima utjecaj kroz pada razine prodaje jer se za isti volumen dobiva manje. Pretpostavlja se da

<sup>94</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc, str. 12-13

rizik ima kontinuirani učinak i scenarij gdje značajan pad prodajne cijene uzrokuje pad poslovnih prihoda za 15%. Ovakav scenarij dovodi do pada vrijednosti poduzeća za 45.03%. Značajnost rizika ocjenjuje se sa 6.

### **Rizik generičke konkurencije**

Generička konkurencija može imati izrazito destruktivan učinak na prodaju poduzeća s mogućim padom do 80%.<sup>95</sup> Ovaj učinak jedan je od osnovnih rizika farmaceutske industrije te je opće prepoznat od strane investitora i poduzeća. S obzirom da tržište već očekuje razorni ulazak generičke konkurencije, može se pretpostaviti da je taj efekt već uključen u tržišnu cijenu dionice. Iz toga razloga ovaj rizik kao opasnost za vrijednost poduzeća, manifestira se kroz krivu procjenu vremena ulaska generičke konkurencije, tj. ranije ulazak od očekivanog. Samu vjerojatnost krive procjene tržišta teško je procijeniti. No u posljednje vrijeme uočljiv je trend ubrzanog procesa odobravanja generičkih lijekova, ali zapravo mali broj patentiranih lijekova trenutno na tržištu je u opasnosti od generičke konkurencije<sup>96</sup>. Radi toga vjerojatnost rizika generičke konkurencije ocjenjuje se s ocjenom 2. Ovaj rizik ima kontinuirani učinak s obzirom da utječe na sva razdoblja nakon njegova nastanka jer se razine prodaje vrlo značajno smanjuju nakon ulaska generičke konkurencije. Scenarij za manifestaciju ovog rizika gledao se kroz kriva tržišna očekivanja ulaska generičke konkurencije za lijek Ibrance. Lijeku ističe patent u 2023. godini<sup>97</sup> no s obzirom na očekivani vrhunac prodaje od visokih 8 mlrd. dolara<sup>98</sup> može se zaključiti da tržište ne očekuje ulazak generičke do kraja promatranog razdoblja 2024. godine. Stoga se pretpostavlja ulazak generičke konkurencije u 2024. s padom prodaje lijeka Ibrance od 60%. Ovakav scenarij dovodi do pada vrijednosti poduzeća za 12.03%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 3.

### **Rizik ovisnosti o ključnim proizvodima**

---

<sup>95</sup> Gryphon Analytics (2019.), Pharma & Biotech: Development & Valuation

<sup>96</sup> PwC (2018.), Is new generic competition enough to lower drug costs? [e-publikacija]

<sup>97</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc, str. 10

<sup>98</sup> Forbes (18. Ožujak 2019.), How Important Is Oncology For Pfizer?

Od preko stotinu različitih vrsta lijekova koje poduzeće proizvodi, najprodavanijih 8 lijekova čine gotovo polovicu svih prihoda poduzeća.<sup>99</sup> Slučaj gubitka patentne zaštite, promjene potražnje ili pojava novih neočekivanih nuspojava ovih lijekova može imati značajan utjecaj na vrijednost poduzeća. Iako su sve navedene pojave moguće, subjektivna procjena je da nisu vrlo vjerojatne te rizik dobiva ocjenu 2. Ovaj rizik ima kontinuirani učinak jer njegov nastanak utječe. Razlog tome što ovaj rizik pretpostavlja promjene u prodajnoj cijeni ili potražnji za proizvodom čiji se efekt prenosi na naredna razdoblja. Pretpostavlja se scenarij gdje bi u 2021. godini prodaja svih 8 najprodavanijih lijekova pala za 50% dok prognozirane stope rasta za ostala razdoblja ostaju nepromijenjene. Ovakav scenarij dovodi do pada od 23.79%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 3.

### **Rizik razvoja**

Pfizer je istraživački orijentirano poduzeće čije poslovni model zahtjeva konstantan razvoj novih proizvoda. Razvoj lijeka je dugotrajan, skup i rizičan proces. Samo 14% svih lijekova u fazama kliničkih istraživanja dobije regulatorno odobrenje. Od 2005 do 2013. stopa uspješnosti svih razvoja lijekova pala je sa 11,2% na 5,2%.<sup>100</sup> To nam govori da je rizik razvoja vrlo vjerojatan, no samom modelu uzeti su u obzir samo lijekovi koji su u regulatornoj ili u trećoj kliničkoj fazi. Stopa uspjeha treće kliničke faze je 75% dok je regulatorne 85%. Iz tog razloga vjerojatnost rizika ocjenjuje se s 2. Ovaj rizik ima kontinuirani učinak na poslovanje. Uzeti je scenarij gdje svi novi lijekovi uključeni u model nisu uspjeli izaći na tržište. Ovakav scenarij dovodi do pada od 1.99%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 1. Učinak rizika je mali jer većina prognoziranih novih lijekova nema očekivani visoki potencijal i cijeli segment ne uspijeva dosegnuti značajne razine prodaje s obzirom na ukupni obujam poslovanja.

### **Zakonodavni rizik**

Inovativni patentirani lijekovi su puno skuplji od generičkih što ih može učiniti metom cjenovnih restrikcija. To je posebno očito u segmentu rijetkih bolesti. Zbog vrlo malog tržišta i skupog razvoja, cijene lijekova su vrlo visoke. Iz tog razloga regulatori su sve više

---

<sup>99</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K. Pfizer Inc, str. 23

<sup>100</sup> Deloitte (2020.), 2020 global life sciences outlook [e-publikacija], str. 24

pod pritiskom od strane potrošača koji žele ograničiti trošak ovakvih lijekova te i sam Pfizer navodi ovaj trend kao opasnost za njihovo poslovanje<sup>101</sup>. Iz tog razloga, vjerojatnost nastupa ovog rizika ocjenjuje se s 4. Ovaj rizik ima kontinuirani učinak na poslovanje poduzeća. Scenarij pretpostavlja pad prodajne cijene lijekova za rijetke bolesti koja uzrokuje pad prodaje ovog segmenta za 30%. Rezultat je pad vrijednosti poduzeća od 3.08%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 1. Učinak je nizak jer je segment rijetkih bolesti najmanji poslovni segment poslovanja poduzeća.

### **Politički rizik**

Politički rizik se očituje kroz negativne utjecaje političkih odluka na poslovanje poduzeća. U sklopu ovog rada, politički rizik će se promatrati kao rizik američko-kineskih odnosa. Kina je drugo najveće tržište za poduzeće. Otežani nastup na tržištu uzrokovan američkom vanjskom politikom može imati negativne efekte na vrijednost poduzeća. Zbog postojećih tenzija, vjerojatnost ovog rizika ocjenjuje se s 4. Ovaj rizik može imati jednokratni i kontinuirani učinak no ovom slučaju pretpostavlja se kontinuirani učinak. Uzima se scenarij gdje radi visokih geopolitičkih tenzija, Pfizer gubi pristup kineskom tržištu. Kinesko tržište iznosilo je 9% ukupnih prihoda u 2019. te raste u odnosu na 8% u 2018. i 7% u 2017. godini<sup>102</sup>. Na osnovu prikazanog trenda pretpostavlja se da će ono iznositi 10% u 2020. te rasti za 1% svake sljedeće godine do 14% u 2024. Kada bi poduzeće izgubilo ove prihode njegova vrijednost bi pala za 14.57%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 2.

### **Rizik proizvodnje**

Nabavni lanci poduzeća su vrlo krhki. Zbog kompleksne prirode proizvoda promjena dobavljača je iznimno teška te svaki poremećaji u nabavnom lancu mogu uzrokovati velike zastoje u proizvodnji. Također proizvodnja u farmaceutskoj industriji je nadzirana od regulatornih agencija te nemogućnost ispunjenja propisanih standarda može dovesti do zatvaranja proizvodnog pogona. Poduzeće u svojim izvještajima navodi nekoliko situacija u kojima su proizvodne lokacije dobile upozorenja od regulatora te je nastup ovog rizika

---

<sup>101</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K, str. 23

<sup>102</sup> Pfizer Inc. (2019.), 10-K, str. 8

vrlo vjerojatan.<sup>103</sup> Stoga se vrijednost ovog rizika ocjenjuje s 5. Nastup ovog rizika procjenjuje se kao jednokratni učinak kroz gubitak potencijalnih prihoda usred zastoja ili prestanka proizvodnje. Uzima se scenarij u kojem bi u 2021. regulator privremeno zatvorio određene proizvodne pogone poduzeća i time uzrokovao gubitak prihoda od 20%. Ovakav scenarij dovodi do pada vrijednosti poduzeća za 1.04%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 1.

### **Reputacijski rizik**

S obzirom na konkurencijsku strategiju kvalitativnog vodstva, imidž i reputacija poduzeća je vrlo važna. S obzirom na to da proizvodi imaju direktan utjecaj na zdravlje ljudi, važno je da pacijenti i medicinski djelatnici imaju povjerenje u poduzeće. Narušavanje reputacije poduzeća može negativno utjecati na prodaju i samim time na vrijednost poduzeća. Vjerojatnost ovog rizika teško je procijeniti, no subjektivna je procjena da je ona mala s obzirom da bi događaj trebao biti izrazito destruktivan kako bi se naštetilo povjerenje ovako velikog poduzeća s dugom povijest. Vjerojatnost nastanka ovog rizika ocjenjuje se s 1. Ovaj rizik ima kontinuirani učinak na poslovanje. Scenarij pretpostavlja da zbog pada reputacije poduzeće ne može ostvarivati prodajne cijene i marže koje je prije ostvarivalo te operativne marže poduzeća padaju za 5% kroz promatrano razdoblje. Rezultat je pad vrijednosti poduzeća od 15.18%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 3.

### **Ekološki rizik**

Poduzeće unutar svojih financijskih izvještaja navodi kako ekološki rizici kroz nove regulatorne zahtjeve predstavljaju moguće negativne efekte za njihovo poslovanje. Nusproizvodi u farmaceutskoj proizvodnji su štetni za okoliš te svaki propust u njihovom zbrinjavanju može dovesti do novčanih kazni. Poduzeće navodi kako je nekoliko podružnica pod istragom ili rizikom kazni vezanih uz njihov utjecaj na okoliš<sup>104</sup>. Stoga se vjerojatnost ovog rizika ocjenjuje s 5. Poduzeće je imalo 167 mil. dolara ekoloških troškova u 2019. godini<sup>105</sup>. Ovaj rizik ima kontinuirani učinak na poslovanje. Pretpostavlja

---

<sup>103</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 24-25

<sup>104</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 30

<sup>105</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 20

se scenarij gdje će ekološki troškovi biti značajno veći, u iznosu od 400 mil. dolara kroz promatrano razdoblje. Ovo bi rezultiralo padu vrijednosti poduzeća za 2.23%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 1.

### **Rizik sigurnosti informacijskih sustava**

Rizik sigurnosti informacijskih sustava proizlazi iz negativnih učinaka na poslovanje poduzeća kroz ugrožavanje informacijskih sustava poduzeća. Poduzeće u svojem izvještaju navodi kako je njihovo poslovanje iznimno ovisno o sofisticiranom informacijskom sustavu. To se većinom odnosi na sakupljanje, pohranjivanje i prijenos osobnih podataka i podataka vezanih uz intelektualno vlasništvo. Dio IT infrastrukture prebačeno je na vanjske pružatelje usluga što povećava rizik samog sustava. Također navodi da je česta žrtva kibernetičkih napada. Iz tog razloga poduzeće je investiralo u zaštitu svojih sustava, no svejedno se ograđuje da su i dalje mogući proboji<sup>106</sup>. Na osnovu svega navedenog, vjerojatnost nastupa ovog rizika ocjenjuje se s ocjenom 3. U ovaj rizik ima jednokratni učinak. Za analizu pretpostavlja se scenarij gdje su zbog proboja u informacijskom sustavu u 2021. godini ukradeni osobni podaci te je događaj koštao poduzeće 500 mil. dolara. Rezultat je pad vrijednosti poduzeća od 0.15%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 1.

### **Valutni rizik**

Pfizer je globalno poduzeće te poslovanje širom svijeta dovodi do valutnog rizika uzrokovanog nepovoljnom promjenom tečaja. Poduzeće posluje s oko 100 različitih valuta te su međunarodne operacije činile 54% ukupnih prihoda u 2019.<sup>107</sup> S obzirom na veliku količinu valuta prisutnim u samom poslovanju te samog globalnog opsega poduzeća, procjenjuje se da su nepovoljne promjene tečaja vrlo vjerojatne. Zato se vjerojatnost valutnog rizika ocjenjuje s ocjenom 5. Ovaj rizik ima kontinuirani učinak na poslovanje. Gledajući izvještaj o novčanom toku utjecaj tečajnih razlika kretale su se u rasponu od -0.4% do 0.1% s iznimkom u 2015. od -2%. Na osnovu toga prognozira se scenarij s značajnim utjecajem tečajnih razlika koji ima čak dvostruko veći utjecaj od 2015. s -4%. Rezultat je blagi pad vrijednost poduzeća od 14.29%. Značajnost rizika ocjenjuje se s 2.

---

<sup>106</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 31

<sup>107</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 34



#### 4.7.2. Rangiranje rizika i izrada mape rizika poduzeća Pfizer

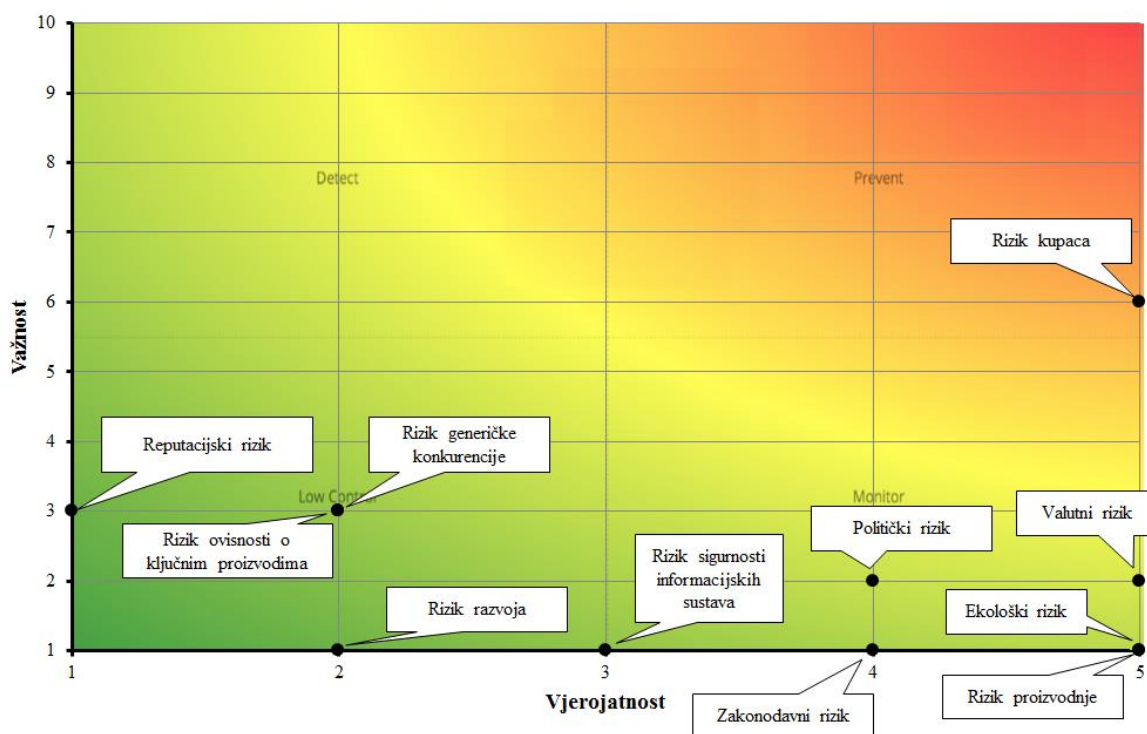
U nastavku je prikazana klasifikacija identificiranih rizika te mapa rizika.

Tablica 9 Pregled rizika poduzeća Pfizer

Rizik	Važnost	Vjerojatnost
Rizik kupaca	6	5
Rizik generičke konkurencije	3	2
Rizik ovisnosti o ključnim proizvodima	3	2
Rizik razvoja	1	2
Zakonodavni rizik	1	4
Politički rizik	2	4
Rizik proizvodnje	1	5
Reputacijski rizik	3	1
Ekološki rizik	1	5
Rizik sigurnosti informacijskih sustava	1	3
Valutni rizik	2	5

Izvor: Izrada autora

**Grafikon 5** Mapa rizika poduzeća Pfizer



Izvor: Izrada autora

### 4.7.3. Mjere upravljanja rizika poduzeća Pfizer

#### Rizik kupaca

Rizikom kupca se može upravljati kroz veću diverzifikaciju kupaca i manju ovisnost o ključnim kupcima kako bi se smanjila njihova pregovaračka moć. Na žalost poduzeće nema utjecaja na strukturu potražnje na pojedinim tržištima. Ono što poduzeće može učiniti kao mitigaciju rizika kupaca je veća ekspanzija na strana tržišta i smanjenje ovisnosti o američkom tržištu.

#### Rizik generičke konkurencije

Generička konkurencija ima vrlo značajan učinak na prodaju proizvoda te iz tog razloga farmaceutska poduzeća aktivno traže rješenja kako se zaštititi od ovog rizika. Iako je ulazak generičkih lijekova neizbježan, industrija je pronašla načine kako ga mogu odgoditi. Prvi način uključuje pametno korištenje regulatornih okvira kako bi otežali generičkim poduzećima pristup uzorcima patentiranog lijeka koji su potrebni za razvoj njegove

generičke alternative. Drugi način je tzv. „skakanje proizvoda“. Ova strategija uključuje povlačenje postojećeg patentiranog lijeka s tržišta pred kraj isteka njegovog patenta i plasiranje novog sličnog patentiranog lijeka. S obzirom na to da se pacijenti prebacuju na novi lijek i da generički lijek mora biti identičan patentiranom lijeku kojeg zamjenjuje, takav potez tjera konkurenciju da pokrenu razvoj generičke alternative ispočetka.<sup>108</sup>

### **Rizik ovisnosti o ključnim proizvodima**

Zaštita od rizika ovisnosti o ključnim proizvodima može biti u praksi vrlo teška i kompleksna. Racionalno rješenje ovog problema je veća diversifikacija proizvodnog portfelja. No primjena tog rješenja nije uvijek jednostavna pogotovo kod poduzeća kao Pfizer. Sam poslovni model poduzeća zahtjeva konstantno plasiranje novih proizvoda te je gotovo nemoguće osigurati da su svi proizvodi jednako uspješni.

### **Rizik razvoja**

Razvoj lijeka je vrlo skup i neizvjestan proces. Kao i kod nekih prije navedenih rizika, poduzeće ne može eliminirati ovaj rizik no može smanjiti njegov utjecaj kroz diversifikaciju. Diversifikacija može biti s eksternog ili internog aspekta. Diversifikacija s eksternog aspekta uključuje dijeljenje rizika s drugim poduzećem. Ovo je vrlo česta praksa gdje više farmaceutskih poduzeća zajedno sudjeluje u razvoju lijeka te je izloženost svakog pojedinog poduzeća manja.<sup>109</sup> Diversifikacija s internog aspekta je moguća samo u velikim poduzećima kao Pfizer. Takva poduzeća imaju veći broj proizvoda u procesu razvoja te samim time manje ovise o pojedinačnom uspjehu svakog pojedinog lijeka.

### **Zakonodavni rizik i Politički rizik**

Oba navedena rizika su eksternog karaktera na koje poduzeće teško može utjecati. Zakonodavni i politički rizik su vezani uz političke odluke te je moguće utjecati na takve odluke lobiranjem. Kao što je navedeno u političkim čimbenicima PESTLE analize, Pfizer

---

<sup>108</sup> Levy, M.S. (2017.), Big Pharma monopoly: Why consumers keep landing on „Park Place“ and how the game is rigged. *American University Law Review*, 66(1), str. 247-303

<sup>109</sup> Liebig, H., & Hastings, R. (2009.), Reducing risk through mitigation strategies. *Applied Clinical Trials*, 18(8), str. 42-45

već aktivno provodio ovu strategiju i trenutno je jedan od najvećih lobista među farmaceutskim poduzećima.

### **Rizik proizvodnje**

Proizvodni lanci lijekova su vrlo osjetljivi jer svaka promjena može imati učinak na krajnje ponašanje proizvoda. Poduzeće se može zaštititi od ovog rizika kroz veću vertikalnu integraciju. Pfizer je već poduzeo korake prema boljoj vertikalnoj integraciji kroz apsorpciju vlastitog CDMO-a<sup>110</sup>, poduzeća za preuzimanje dijela operacija farmaceutskih poduzeća kao što su razvoj ili proizvodnja, no i dalje nema potpunu kontrolu nad cijeli nabavnim lancem. Kao što je navedeno unutar analize snage dobavljača, njihov trošak promjene je visok te pronalazak zamjenskih sirovina iznimno težak. Stoga ako poduzeće želi još dodatno smanjiti rizik proizvodnje mora nastaviti vertikalnu integraciju i povećati kontrolu nad nabavnim lancem.

### **Reputacijski rizik**

Za poduzeće kao Pfizer reputacija je vrlo važna jer prodaje proizvode koji vrlo kompleksni i imaju direktan učinak na zdravlje pojedinca te je zato povjerenje liječnika i pacijenata u poduzeće vrlo bitno. Moguća su dva načina upravljanja ovim rizikom. Prvo je sprječavanje nastanka rizika kroz razvijenu politiku kontrole kvalitete. Ovo je preventivna mjera čiji cilj smanjenje vjerojatnosti nastanka događaja koji bi narušilo vjeru u Pfizer i njegove proizvode. Drugi način je vezan uz smanjenje učinka rizika kroz razvijeni odnos s javnošću. Ovo je reaktivna mjera. Njen cilj je smanjenje negativnog utjecaja na reputaciju poduzeća usred nepovoljnog događaja.

### **Ekološki rizik**

Poduzeće nema utjecaja na ekološki rizik gledan kroz promjenu ekoloških regulativa. S druge strane poduzeće ima utjecaj na ekološke rizike gledan kroz vlastiti utjecaj na okoliš. Pfizer u svom izvještaju navodi kako već investiralo te će nastaviti investirati u svoje ekološke protokole kako bi poslovali u skladu s ekološkim regulativama.<sup>111</sup> Na žalost ova izjava je vrlo štura i poduzeće ne daje detaljne informacije koje protokole koriste. Zato je

---

<sup>110</sup> Deloitte (2020.), 2020 global life sciences outlook [e-publikacija], str. 31

<sup>111</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 20

teško predložiti dodatne mjere koje bi poduzeće trebalo poduzeti no budući da je poduzeće i neke njegove podružnice pod istragom za utjecaj na okoliš<sup>112</sup>, očito je da je potreban napredak u ovom području. To je posebice važno naglasiti jer je upravljanje ovim vrstom rizika postaje sve relevantnije. Kako se javno mišljenje o važnosti okoliša mijenja, poduzeća osjećaju sve veće pritiske, ne samo od regulatora već i od investitora i potrošača za rješavanjem ovog problema. Ekološki rizici mogu dovesti do pada reputacije i potražnje od strane potrošača te do težeg financiranja kroz veću traženu premiju rizika od strane investitora.

### **Rizik sigurnosti informacijskih sustava**

Rizik sigurnosti informacijskih sustava pojavljuje se kroz poremećaj poslovanja uzrokovan napadom na informacijski sustav poduzeća. Pfizer u svojim izvještajima navodi kako ima sustave za zaštitu podataka i IT infrastrukture i posjeduje policu osiguranja od kibernetičkih napada<sup>113</sup>. Bez detaljnijih informacije teško je procijeniti razinu zaštite koje posjeduje poduzeće no najbolji korak je provođenje revizije informacijskog sustava čiji je cilj otkriti moguće slabosti i predložiti potrebne mjere zaštite.

### **Valutni rizik**

Valutni rizik nastaje kao opasnost od nepovoljne promjene tečaja. Jedan od najčešćih načina zaštite od valutnog rizika su unapredni valutni ugovori. To su vrste izvedenica koje omogućuju poduzeću da fiksira tečaj u budućem roku<sup>114</sup>. Pfizer upravo koristi ovu metodu kao jedan od načina zaštite u kombinaciji s valutnim zamjenama. Osim izvedenica poduzeće pokušava i operativno smanjiti valutni rizik usklađujući prihode istih valuta s troškovima istih valuta te imovinu istih valuta s obvezama istih valuta.<sup>115</sup> Vidljivo je da je poduzeće implementiralo širok spektar mjera kako bi se zaštitilo od promjena u tečaju što je i očekivano od poduzeća koje ima globalni opseg kao Pfizer.

---

<sup>112</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 30

<sup>113</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 31

<sup>114</sup> Orsag, S. (2006.), *Izvedenice*. HUFA.

<sup>115</sup> Pfizer Inc. (2019) 10-K, str. 41

## 5. Zaključak

Predmet ovog rada je bila analiza poslovanja i poslovnih rizika poduzeća Pfizer. Promatrajući vanjsko okruženje poduzeća najvažniji čimbenici su politički i zakonodavni iz razloga što je industrijska grana visoko regulirana. Industrija je zrela i fragmentirana s visokim intenzitetom rivaliteta. Visoke ulazne barijere i mala opasnost od supstituta čine Pfizerovu tržišnu poziciju sigurnom, no jaka pregovaračka moć kupaca i dobavljača ograničava njegovu profitabilnost. Usprkos tome marže poslovanja su visoke zahvaljujući visokoj diferenciranosti proizvoda koja je vezana za konkurentsku strategiju kvalitativnog vodstva. Financijska analiza pokazuje visoku profitabilnost i ekonomičnost poslovanja no također ukazuje na problem likvidnosti imovine. Iz cijele analize poslovanje poduzeća može se zaključiti da Pfizer posluje po pristupu „visokog rizika-visoke nagrade“. Nalazi se u industriji koja je vrlo defenzivna, ali i iznimno osjetljiva na vanjske utjecaje koje poduzeće ne može kontrolirati. Poslovanje poduzeća je vrlo profitabilno, no njegova održivost ovisi o rizičnim ulaganjima u razvoj.

U ovom radu identificirano je jedanaest poslovnih rizika za poduzeće Pfizer. Promatrajući mapu rizika vidljivo je da se većina rizika nalazi u trećem i četvrtom kvadrantu. To govori da njihov utjecaj na slobodne novčane tokove poduzeća nije velik. Glavni razlog toga može se uzeti veličina poduzeća. Kod manjih poduzeća koja imaju samo nekoliko lijekova, rizici sa snažnim utjecajem na buduću prodaju, kao rizik generičke konkurencije ili rizik razvoja, značajno utječu na promjenu vrijednosti poduzeća. No Pfizer koji ima veliku grupu proizvoda, poremećaj jednog ili male grupe proizvoda nema velike posljedice. Iz tog istog razloga najznačajniji rizici za poduzeće su upravo oni koji utječu na cijeli proizvodni portfelj. Većina rizika poduzeća koncentrirana je u trećem kvadrantu što ukazuje da poduzeće mora kontinuirano promatrati i pratiti rizike. Jedini rizik koji predstavlja opasnost za poduzeće je rizik kupaca čiji je utjecaj značajan te ne postoji puno prilike za zaštitu. On je posebno opasan upravo zato što na njega ne utječu aspekti koji smanjuju značajnost ostalih rizika, a to je veličina i diversificirani izvor prihoda.

Poduzeće se nalazi u rizičnoj industriji i u skladu s time kvalitetno upravlja vlastitim poslovnim rizicima.

## POPIS LITERATURE

1. Blume, M. E. (1975.), Betas and their regression tendencies, *The Journal of Finance*, 30(3), 785-795. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01850.x>
2. Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris (1998.), Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis, *Financial practice and education*, 8(1), 13-28, preuzeto 8. Lipnja 2020. s <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=50378>
3. Centers for Disease Control and Prevention (b.d.), History of Vaccine Safety, preuzeto 8. Lipnja 2020. s <https://www.cdc.gov/vaccinesafety/ensuringsafety/history/index.html>
4. Culp, C. (2001.), *The Risk Management Process – Business Strategy and Tactics*, New York: John Wiley & Sons
5. Daily, J.(2018.), Pharmaceutical industry, *Encyclopædia Britannica*, preuzeto 20. lipnja 2020. s <https://www.britannica.com/technology/pharmaceutical-industry>
6. Damodaran, A. (2009.), *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management: Value at Risk*, New Jersey: Wharton School Publishing
7. Damodaran, A. (2012.), *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*, New York: John Wiley & Sons
8. Danzon, P. (2006.), *Economics of the Pharmaceutical Industry*. NBER Reporter, Jesen 2006, 14-16, preuzeto 20. lipnja 2020. s <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/61883/1/688010962.pdf>
9. Deloitte (2020.), *2020 global life sciences outlook* [e-publikacija], preuzeto 14. Svibnja 2020. s <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/global-life-sciences-sector-outlook.html>
10. Evaluate (10. Siječnja 2020.), Upcoming events – Pfizer's abrocitinib and Myovant's relugolix, preuzeto 18. Lipnja 2020. s <https://www.evaluate.com/vantage/articles/events/upcoming-events/upcoming-events-pfizers-abrocitinib-and-myovants-relugolix>
11. Evaluate (17. Listopad 2018.), Pfizer joins the Parp party, preuzeto 18. Lipnja 2020. s <https://www.evaluate.com/vantage/articles/news/snippets/pfizer-joins-parp-party>
12. EvaluatePharma (Lipanj 2019.), World Preveiw 2019, Outlook to 2024 , preuzeto 8. Lipnja 2020 s <https://www.evaluate.com/thought-leadership/pharma/evaluatepharma-world-preview-2019-outlook-2024>
13. EvaluatePharma (Travanj 2019.), Orphan Drug Report 2019. Preuzeto 10. Lipnja 2020. s <https://www.evaluate.com/thought-leadership/pharma/evaluatepharma-orphan-drug-report-2019>
14. FiercePharma (1. Rujna 2019.), ESC: New Pfizer, BMS real-world data could boost Eliquis in Europe, preuzeto 21. Svibnja 2020. s <https://www.fiercepharma.com/pharma/esc-pfizer-bms-eliquis-adds-to-lead-competitor-topping-french-real-world-data>
15. FiercePharma (15. Lipanj 2015.), Xeljanz, preuzeto 21. Svibnja 2020. s <https://www.fiercepharma.com/special-report/xeljanz>

16. FiercePharma (17. Ožujak 2020.), Chantix, preuzeto 21. Svibnja 2020, s <https://www.fiercepharma.com/special-report/chantix-top-losses-exclusivity-2020>
17. FiercePharma (2018.), Pfizer, Valneva stand to gain from Sanofi's C. diff vaccine flop: report, preuzeto 18. Lipnja 2020. s <https://www.fiercepharma.com/vaccines/c-diff-vaccine-as-sanofi-flops-pfizer-and-valneva-could-pick-up-slack>
18. FiercePharma (9. Srpanj 2020.), Pfizer may have a lot going on in immunology, but all its drugs could be beaten by rivals: analyst, preuzeto 18. Rujna 2020. s <https://www.fiercepharma.com/pharma/pfizer-may-have-a-lot-going-immunology-but-all-its-drugs-could-be-beaten-by-rivals-analyst>
19. Forbes (18. Ožujak 2019.), How Important Is Oncology For Pfizer?, preuzeto 21. Svibnja 2020. s <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/03/18/how-important-is-oncology-for-pfizer/#59c5597712c7>
20. Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013.), *Planiranje poslovnih dometa*, Zagreb: Hum naklada
21. Grant, R. M. (2016.), *Contemporary strategy analysis: Text and cases edition*. New York: John Wiley & Sons
22. Gryphon Analytics (2019.), *Pharma & Biotech: Development & Valuation* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.gryphonanalytics.com/single-post/2017/11/17/Pharma-Biotech-Valuation>
23. IMF (2020.), Real GDP growth [elektronička baza], preuzeto 8. Lipnja 2020. s [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/WEO\\_WORLD/EUQ](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEO_WORLD/EUQ)
24. Kempainen L. M., Kempainen, T.T., Reippainen, J.A. (2018.), Use of complementary and alternative medicine in Europe: Health-related and sociodemographic determinants, *Scandinavian Journal of Public Health*, 46(4), 448–455, <https://doi.org/10.1177/1403494817733869>
25. Levy, M.S. (2017.), Big Pharma monopoly: Why consumers keep landing on „Park Place“ and how the game is rigged, *American University Law Review*, 66(1), 247-30
26. Liebig, H., & Hastings, R. (2009.), Reducing risk through mitigation strategies, *Applied Clinical Trials*, 18(8), 42-45
27. Merna T., Al-Thani, F. (2008.), *Corporate Risk Management*, New York: John Wiley & Sons
28. Miller, J. (2011.), Supply chain pain, *Pharmaceutical Technology Europe*, 23(5), 16-17
29. Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednost poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*.
30. Miloš Sprčić, D. & Radić, D. (2011.), Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 9(1), 55-70
31. Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima*. Zagreb: Sinergija
32. Nepoznat autor (2004.), Complementary & Alternative Medicine; More than one-third of U.S. adults use alternative therapies. *Health & Medicine Week*, 238
33. OECD (2020.), Health spending [elektronička baza], preuzeto 8. Lipnja 2020. s <https://data.oecd.org/healthres/health-spending.htm>
34. Orsag, S. (1997.), *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest
35. Orsag, S. (2006.), *Izvedenice*, Zagreb: HUFA



36. Orsag, S. (2015.), *Poslovne financije*, Zagreb: HUFA
37. Pfizer Inc. (2017.), 10-K, preuzeto s 18. Lipnja 2020. s  
<https://investors.pfizer.com/financials/sec-filings/default.aspx>
38. Pfizer Inc. (2018.), 10-K, preuzeto s 18. Lipnja 2020. s  
<https://investors.pfizer.com/financials/sec-filings/default.aspx>
39. Pfizer Inc. (2019.), 10-K, preuzeto s 18. Lipnja 2020. s  
<https://investors.pfizer.com/financials/sec-filings/default.aspx>
40. Pfizer Inc. (2020.), First Quarter 2020 Earnings Teleconference, preuzeto 18. Lipnja 2020. s <https://investors.pfizer.com/events-and-presentations/event-details/2020/Pfizer-Quarterly-Corporate-Performance---First-Quarter-2020/default.aspx>
41. PwC (2012.), *Pharma 2020: From vision to decision* [e-publikacija], preuzeto s  
<https://www.pwc.ru/en/publications/pharma-2020.html>
42. PwC (2018.), *Is new generic competition enough to lower drug costs?* [e-publikacija], preuzeto 14. Svibnja 2020. s <https://www.pwc.com/us/en/industries/health-industries/health-research-institute/generic-drug-pricing.html>
43. Shalini, K., et al.(2010.), A Review on pharma pollution, *International Journal of PharmTech Research*, 2(4), 2265-2270
44. Tintor, J. (2000.), *Poslovna analiza*, Zagreb: HIBIS
45. Tomori, G. (2014.), Examination of impact of pharma R&D on profitability, *Analele Universității Din Oradea*, 23(1), 689-697
46. US Bureau of Labor Statistics (2020.), Labor Force Statistics [elektronička baza], preuzeto 8. Lipnja 2020. s <https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>
47. Wouters, O. (2020.), Lobbying Expenditures and Campaign Contributions by the Pharmaceutical and Health Product Industry in the United States, 1999-2018. *JAMA Intern Med.*,180(5), 688-697, <https://doi.org/10.1001/jamainternmed.2020.0146>

## Popis slika

Slika 1 Kvadranti mape rizika .....	7
Slika 2 Životni ciklus industrije.....	11
Slika 3 Strategijska „U“ krivulja i pripadajuće generičke strategije .....	15
Slika 4 Plan prodaje poduzeća Pfizer .....	43
Slika 5 Plan prodaje segmenta Biopharma .....	48
Slika 6 Plan prodaje segmenta Upjohn i Consumer Health.....	49
Slika 7 Pretpostavke za projekcije računa dobiti i gubitka .....	51
Slika 8 Pro-forma račun dobiti i gubitka .....	51
Slika 9 Izrada pro forma bilance .....	53
Slika 10 Pro-forma bilanca .....	53
Slika 11 Struktura duga poduzeća .....	54

Slika 12 Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala .....	56
Slika 13 Procjena slobodnih novčanih tokova poduzeća Pfizer .....	57
Slika 14 Izračun fundamentalne vrijednosti poduzeća Pfizer .....	59

## **Popis tablica**

Tablica 1 Kategorizacija značajnosti rizika .....	5
Tablica 2 Kategorizacija vjerojatnosti rizika .....	6
Tablica 3 Pokazatelji djelovanja poluge .....	37
Tablica 4 Pokazatelji zaduženosti .....	38
Tablica 5 Pokazatelji aktivnosti .....	39
Tablica 6 Pokazatelji profitabilnosti .....	40
Tablica 7 Pokazatelji investiranja .....	41
Tablica 8 SWOT matrica .....	42
Tablica 9 Pregled rizika poduzeća Pfizer .....	65

## **Popis grafikona**

Grafikon 1 Svjetska prodaja lijekova.....	32
Grafikon 2 Svjetska prodaja lijekova bez generičkih lijekova .....	33
Grafikon 3 Životni ciklus patentiranih lijekova.....	44
Grafikon 4 Proces razvoja lijeka.....	46
Grafikon 5 Mapa rizika poduzeća Pfizer .....	66

# Životopis studenta

**Ime i prezime studenta:** Antonio Gracin

**Datum i mjesto rođenja:** 21.8.1996., Zagreb

## OBRAZOVANJE

---

**Ekonomski fakultet**

*Integrirani preddiplomski i diplomski studij Poslovne Ekonomije*

– **Smjer:** Analiza i poslovno planiranje

**Zagreb, Hrvatska**

2015.- Danas

## RADNO ISKUSTVO

---

**Adria Capital d.o.o.**

*Pripravnik*

**Zagreb, Hrvatska**

Svibanj 2019. – Danas

**Zagrebačka banka d.d.**

*Pripravnik*

**Zagreb, Hrvatska**

Kolovoz 2018. – Siječanj 2019.

– **Odjel:** Korporativno i investicijsko bankarstvo

## NAGRADE I PRIZNANJA

---

**Posebno priznanje za doprinos Fakultetu**

*Koautorstvo priručnika „Primjena modela integriranog upravljanja rizicima – Zbirka poslovnih slučajeva“*

**Prosinac 2019.**

**Posebno priznanje za doprinos Fakultetu**

*Sudjelovanje na konferenciji „Student Investitor“*

**Prosinac 2019.**

## JEZICI I VJEŠTINE

---

**Strani jezici:** engleski jezik (napredno), njemački jezik (osnovno)

**Digitalne vještine:** Microsoft Office, Python, Bloomberg terminal