
**ECONOMIC ASPECTS OF THE FUNCTIONING OF THE MACEDONIAN BUSINESS
MARKET: AN ANALYSIS THROUGH THE CASE STUDY OF ‘ALKALOID’ LTD.
SKOPJE**

Ivana Janeva Popov

Septima Ltd. Skopje, North Macedonia, ivana.217150@student.ugd.edu.mk

Abstract: This research paper provides an extensive overview of the most dominant participant in the pharmaceutical industry in Macedonia, offering valuable economic insights into the pharmaceutical market in this Balkan country. By connecting such data with research based on the state of the domestic business market, it is evident that Macedonia as a country is characterized with significant challenges for conducting business. Additionally, economic challenges that arose from the covid-economic crisis were identified. This research includes an analysis of the overall economic situation in the country of Macedonia. The factors identified that are hindering business operations include: high inflation, slow growth, low living standards, and increased product prices. The financial indicators that are present in the financial reports of a specific company are an extremely important factor that provides internal insight into the profitability, efficiency, and financial stability of such a company. In this study, through the analysis of financial indicators, we explored the performance of the company Alkaloid AD Skopje, a pharmaceutical company, as a case study. In Macedonia, there are ten drug manufacturers, three of which belong to the Alkaloid AD Skopje company. The company traces its origins back to 1936 as an opium processor and operates in four key business segments: Pharmacy, Herbal Medicine, Cosmetics, and Chemical Production. The market cap analysis in this study shows that Alkaloid AD Skopje is a profitable company that pays a stable growing dividend, following a previously established, planned company policy. The total market cap of the company is over 24 billion Macedonian denars. Characterized by favorable financial parameters, it can be seen that shareholders are willing to pay a significant premium for this stock. The price-to-earnings ratio per share in 2021 was over 20, while the price-to-book value ratio per share in 2021 was 2.26. This indicates that shareholders in Macedonia are willing to pay over 20 times more for Alkaloid's earnings, signaling that the company is overvalued. A significant factor highlighted by this research is the lack of investment analysis. Additionally, the Macedonian stock exchange where Alkaloid's shares are listed is illiquid, representing a slow market. The local stock exchange has limited financial instruments. In the future, increasing the volume of such studies could positively impact trading volume on the stock exchange. The data generated in this research should be combined with a broader analysis covering multiple companies from different industry sectors to obtain a more realistic picture of the economic situation in the Macedonian business market.

Keywords: financial analysis, financial indicators, valuation, market cap.

**ЕКОНОМСКИ АСПЕКТИ НА ФУНКЦИОНИРАЊЕТО НА МАКЕДОНСКИОТ
ДЕЛОВЕН ПАЗАР: АНАЛИЗА НА ПРИМЕРОТ НА „АЛКАЛОИД“ АД СКОПЈЕ**

Ивана Јанева Попов

Септима ДООЕЛ Скопје, Северна Македонија, i.janeva@septima.com.mk

Резиме: Преку ова истражување се даде осврт на најдоминантниот учесник во фармацевтската индустрија во Македонија, што дава значаен приказ на фармацевтскиот пазар во оваа балканска држава. Преку поврзување на овие податоци со истражувања за состојбата на домашниот деловен пазар, се доловува дека Македонија е тешка земја за водење бизнис. Исто така, беа идентификувани економските предизвици предизвикани од ковид-економската криза. Ова истражување содржи анализа на општата економска состојба во Македонија. Меѓу воочените фактори кои го отежнуваат функционирањето на бизнисите се: висока инфлација, забавен раст, низок стандард на живеење и зголемени продажни цени. Финансиските показатели, присутни во извештаите за финансиска состојба на определена компанија, се исклучително важен аспект кој овозможува внатрешен увид во нејзината профитабилност, ефикасност и финансиска стабилност. Во ова истражување, преку анализа на финансиските показатели, беше истражен успехот на работењето на компанијата Алкалоид АД Скопје во фармацевтскиот сектор. Во Македонија се наоѓаат десет производители на лекови, од кои три припаѓаат на компанијата Алкалоид. Компанијата своите почетоци ги прикажува во 1936 година како преработувач на опиум. Таа се занимава со 4 клучни области: Фармација, Билкарство, Козметика и Хемија. Анализата на пазарна вредност во истражувањето покажува дека Алкалоид АД Скопје

е профитабилна компанија која исплаќа стабилна растечка дивиденда, по претходно утврдена компанијска политика. Вкупната вредност на компанијата изнесува преку 24 милијарди денари. Одликувајќи се со поволни финансиски параметри, може да се види дека акционерите се спремни да платат значаен премиум за акцијата. Увидено е дека коефициентот цена/добивка по акција во 2021 година изнесувал над 20, додека пак, коефициентот цена/книговодствена вредност по акција во 2021 година изнесувал 2,26. Ова значи дека акционерите во Македонија се спремни да платат и над 20 пати повеќе за добивката на Алкалоид, сигнализирајќи дека компанијата е прецената. Значаен фактор кој ова истражување го посочува е недостатокот на инвестициска анализа. Исто така, македонската берза на која акциите од компанијата Алкалоид котираат е неликвиден, сиромашен пазар. Овој пазар има малку финансиски инструменти. Во иднина, зголемувањето на вакви студии може позитивно да влијае на волуменот на тргување на берзата. Податоците генерирани во ова истражување треба да се спојат со поголема анализа која би опфатила повеќе компании од различни сектори, со цел да се добие една пореална слика за економската состојба на македонскиот деловен пазар.

Клучни зборови: Финансиска анализа, финансиски показатели, проценка на вредност, пазарна вредност.

1. ВОВЕД

Управувањето на успешна компанија претставува значаен предизвик во секој деловен пазар, а особено во 21-от век, кога опстанокот на компаниите се смета за наука сама по себе. Неколку фактори влијаат врз опстанокот на компаниите, вклучувајќи го зголемувањето на конкуренцијата, притисокот за дигитализација и потребата за модернизација на бизнис процесите. Додатно, компаниите кои се градат и развиваат во регионот на Балканот, каде што постојат политички, институционални и бизнис препреки, се изложени на дополнителни предизвици. Македонскиот деловен пазар, во својата суштина, е област која не е доволно научно разработена. Успешните компании се карактеризираат со тоа што развиваат посебни стратегии, структури за управување, процеси со фокус на учење и иновација за да ги надминат несогласувањата помеѓу нивната бизнис средина и нивниот бизнис модел. Со ова, може да се каже дека разбирањето на бизнис средината е од клучно значење за опстанокот на една компанија. Особено важен за развивањето на успешна компанија во секој деловен пазар е фокусот кон иновација особено во технологијата, општото знаење и собирањето капитал (Adameged & Grundmann, 2020). Процесот на анализа на финансиското функционирање на една компанија е од суштинско значење за проценка на ефикасноста на менаџментот во истата. Овој процес им овозможува на менаџерите да идентификуваат предности и недостатоци во оперативното функционирање на компанијата. Исто така, преку анализата на финансиските податоци, може да се процени кредитната способност на компанијата и нејзината способност да ги покрие долговите со достапниот капитал (Wang & Zhou, 2016). Менаџментот може да искористи оваа анализа за да прецени дали ресурсите на компанијата се управуваат оптимално и дали финансиската состојба на компанијата е стабилна. Финансиските показатели се развиени пред многу години и претставуваат универзални индикатори, независно од големината и типот на компанијата која се разгледува. (Hasanaj & Kuqi, 2019). Предмет на истражување се економските аспекти на функционирање на македонскиот деловен пазар видени низ призмата на студија на случај – анализа на компанија претставник од фармацевтската индустрија, Алкалоид АД Скопје. Главната цел на истражувањето е да се проучи финансиското работење на Алкалоид АД Скопје преку анализа на финансиските извештаи и показатели. Ова ќе обезбеди детална слика за функционирањето на водечката компанија на македонскиот пазар и ќе овозможи извлекување на заклучоци што ќе послужат на различни чинители при носење финансиски одлуки врзани со компанијата. Исто така, треба да се истражат економските аспекти на функционирањето на компанијата во Република Северна Македонија и да се образложат условите за управување на компанија во земјата.

2. МАТЕРИЈАЛИ И МЕТОДИ

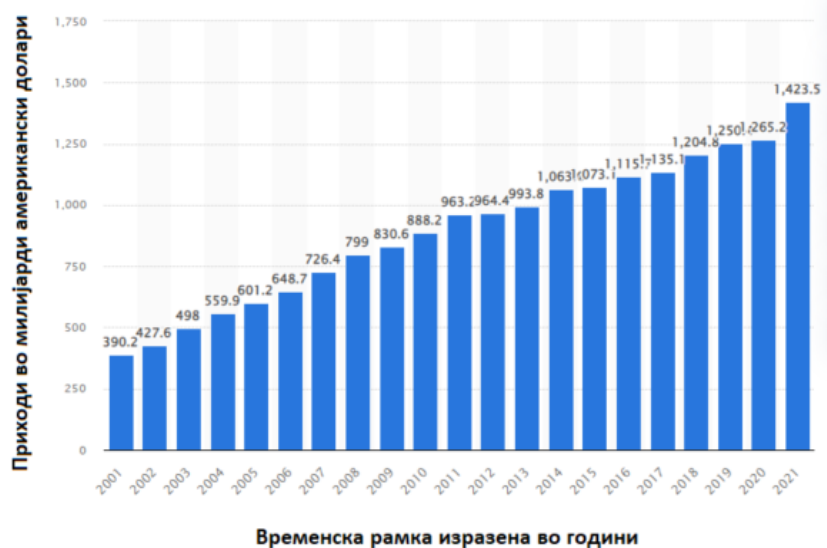
За да се постигне целта на ова истражување ќе се користат разновидни научни методи вклучувајќи студија на случај (case study), која ќе обезбеди финансиска анализа и проценка на вредноста на компанијата Алкалоид АД Скопје. Клучните податоци потребни за успешно завршување на истражувањето се информациите што се содржани во финансиските извештаи на оваа компанија, вклучувајќи го билансот на успехот, состојбата на билансот, паричните готовински текови, изложеноста на долг и други. За оваа студија на случај, ќе се користат квантитативни податоци затоа што тие се најпогодни за категоризација, мерење, рангирање и препознавање на трендови. Овој научен метод е соодветен за истражувањето бидејќи овозможува разбирање, опишување, споредба и проценка на различните аспекти на проблемот. Исто така, овој пристап е важен за добивање прецизно и длабоко разбирање за компанијата која претставува објект на истражување, во овој случај компанијата од фармацевтскиот сектор. Освен студијата на случај, ќе се користат и неколку

општи методи. Индуктивно-дедуктивниот метод ќе се примени за стекнување на општи сознанија за економската ситуација во Македонија и фармацевтскиот пазар, како и за изведување на заклучоци поврзани со целите на истражувањето. Методот на компаративна анализа ќе се користи за да се споредат фармацевтските пазари во различни земји, вклучувајќи ги САД, Европа и Македонија. Исто така, ќе се користи за споредба на сознанијата и препораките од литературата со оние добиени во истражувањата. Ова ќе служи како основа за потврдување на хипотезите или за изведување на нови заклучоци. Финансиските извештаи пак, ќе бидат обработени статистички преку користење на софтверската алатка Микрософт Ексел со цел да се анализираат во истражувањето. Преку оваа обработка на податоци ќе бидат извлечени одредени финансиски параметри. Преку овој софтвер, ќе бидат генерирани графички прикази за тенденцијата на параметрите во текот на годините при финансиската анализа. Сите вредности, проценти и стапки што се прикажани во истражувањето ќе бидат претворени во стандардизирана мерка, при што секој нумерички податок ќе биде изразен во илјади денари.

3. РЕЗУЛТАТИ

Глобалната фармацевтска индустрија директно придонела 532 милијарди американски долари БДП на светот во 2017та година. Ова во тоа време било еднакво на 1% од глобалниот БДП. Во 2017та, глобалниот фармацевтски пазар бил проценет на 1.135 милијарди американски долари. Стапката на раст за овој пазар во Европската Унија е проценета на 3,1% до 2022 година, додека истата за американскиот пазар била проценета на 5,4%. На другата страна, извозот кон други сектори бил од слична вредност од 847 милијарди долари истата година, со купувачи како услугите врзани со човеково здравје, хемиски сектор и други. Во САД, фармацевтската индустрија инвестира околу 17% од продажбите во внатрешниот сектор Истражување и Развој. Овој сектор пак, ги придвижува нагоре резултатите на индивидуалните фармацевтски фирми и структурата на целата фармацевтска индустрија (Danzon, 2006).

Слика 1. Остварени приходи во изминативе 2 декади за фармацевтската индустрија во САД.

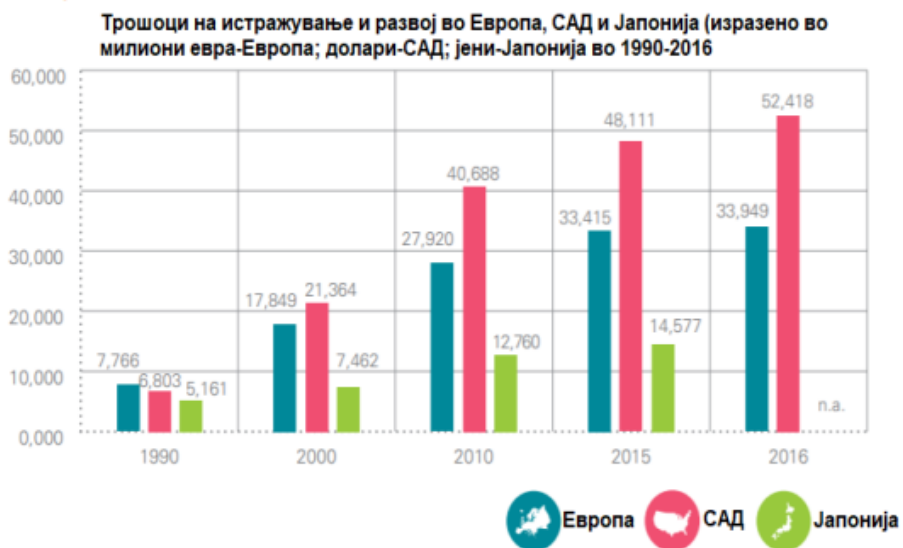


Извор: Mikulic, (2022).

Веднаш зад САД, втор најголем фармацевтски пазар бил Европската Унија проценет над 296 милијарди долари во 2021 година. Според Статистика, најголемите фармацевтски пазари во Европа биле: Германија (49,4 милиони евра), Франција (37,1 милиони евра), Италија (32,4 милиони евра) и Шпанија (26,1 милиони евра) (Mikulic, 2022). Германија заземала околу малку под 20% од целиот Европски фармацевтски пазар. Помеѓу 2012та и 2017та година, околу 18% од сите нови лекови на фармацевтскиот пазар биле произведувани од Европа (EMCDDA, 2022). Некои од магнатите на Европскиот фармацевтски пазар биле: Санофи, Роше, Новартис, Глаксосмитхклајн, Мерк, Ново Нордиск, Астра Зенека и други. Светските фармацевтски пазари како Европа и САД биле во голема мера водени напред од постојаното инвестирање во истражување и развој кое е постојано и непречено. Следствено, ова се преведувало во иновации во производството на нови супстанции, лекови и медицински апарати. Ова е процес кој бара високи инвестиции, како што покажува

процентот на инвестиции во САД, а истовремено, вреди да се напомене дека не секој процес на истражување и развој дава плод – односно не секој лек ќе биде пласиран на пазарот. Поради строгата регулатива во индустријата, секој фармацевтски продукт треба да мине низ испитувања, клинички истражувања во повеќе фази, тестирања во животински модели, човечки тестирања и друго, додека стигне до финалниот пазар при потрошувачи.

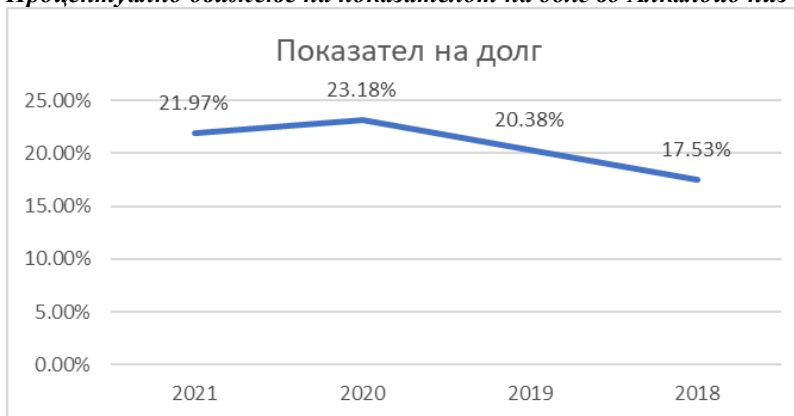
Слика 2. Трошоци за истражување и развој во 3 светски фармацевтски пазари изразени во милиони долари.



Извор: Европска Федерација за Фармацевтските Индустрii и Асоцијации (ЕФПИА), 2019.

Алкалоид АД Скопје претставува еден од најдоминантните играчи во пазарот на производство и продажба на лекови. Но, исто така, компанијата го има проширено своето пазарно влијание и производствен капацитет да вклучи и набавка на билни сировини кои се преработени со цел да се добијат крајни производи. Исто така, компанијата се занимава со производство и пласирање на пазарот на козметички и хемиски производи. Така, таа е поделена на два производни сегменти: еден исклучиво за Фармација, а друг за Билкарство, Хемија и Козметика. Показателите на задолженост информираат за степенот на финансирање на компанијата преку долгови, Еден од овие показатели е показателот на долг кој се добива со формулата: Показател на долг=(Вкупен долг)/(Вкупни средства). Годишниот финансиски извештај на Алкалоид за 2021 година ги содржи податоците за вкупен долг и вкупни средства. Тоа што не е присутно во извештајот е показателот на долг. Ако земеме дека вкупен долг = 3.221.348 илјади денари и вкупни средства = 14.659.315 илјади денари и замениме во формулата тогаш во добиваме следното: Показател на долг=(3.221.348)/(14.659.315) = 0,2197 ≈ 0,22. Ова значи дека Алкалоид АД Скопје за 2021 година се финансира користејќи 21,97% туѓ капитал. Ако во формулата ги замениме вкупниот долг и вкупните средства, за 2020, 2019 и 2018та соодветно, тогаш овој показател изнесувал 23,18% во 2020 година, 20,38% во 2019 година, а 17,53% во 2018та година. Така, заклучуваме дека во 2019 Алкалоид се финансирал со повисока стапка на туѓ капитал која сега е повторно доведена на нивоа од 2018та година (Алкалоид, 2019). Следниот графикон го илустрира движењето на показателот за долг низ овие 4 години.

Слика 3. Процентуално движење на показателот на долг во Алкалоид низ годините.



Ако со податоците од финансискиот извештај за 2021 година направиме сооднос помеѓу долгот и капиталот, можеме да го видиме следново: Сооднос помеѓу долг и капитал=долг/(сопствен капитал)
Сооднос помеѓу долг и капитал за 2021= $3.221.348/11.437.967=0,2816 \cong 28,16\%$. Во 2021 година, за секој денар обезбеден како капитал од акционерите, кредиторите доделиле 0,28 денари капитал во облик на кредит (Алкалоид, 2021). Пониската вредност на овој показател значи добро за кредиторите, со што повисокиот акционерски капитал обезбедува сигурност во наплата на нивни побарувања. Ако истата формула се пополни со податоци соодветни за 2020, 2019 и 2018та година, се добива графиконот подолу.

Слика 4. Процентуално движење на соодносот помеѓу долг и сопствен капитал во Алкалоид низ годините.



Суштински, овој показател се користи ко мерило за ризик. Ако овој показател е над 50%, тогаш повеќе од половина од дневните активности на фирмата се финансирани преку долг, што го прави тој бизнис ризичен. Како што можеме да видиме, овој показател не надминува 30% проценти во последните 4 години. 2019 и 2018та година за Алкалоид се одликувале со помали соодноси помеѓу долгот и капиталот. Овие 2 години споредени со 2020 и 2021 година, се подобри за кредиторите бидејќи истите можат да видат поголема сигурност во наплатата на нивните побарувања (Алкалоид, 2022). Показател кој може да ја отслика способноста на компанијата да ги исплати трошоците на нејзиното финансирање е показателот на покриеност на интерес односно показател на покривање камата: $\text{Покриеност на интерес} = \frac{\text{оперативна добивка}}{\text{камата}}$. Годишниот финансиски извештај на Алкалоид за 2021 година ги содржи податоците за оперативна добивка и камати на компанијата. Тоа што не е присутно во извештајот е показателот на покриеност на интерес. Ако земеме дека оперативната добивка е 1.404.592, а Камати се 16.867, тогаш: $\text{Покриеност на интерес за 2021} = \frac{1.404.592}{16.867} = 83,3$. Овој финансиски показател ни посочува дека износот на оперативна добивка на Алкалоид во 2021 го надминува годишниот износ даден на камата за 83 пати, што е и повеќе од добро од економски аспект. Во 2019 овој показател изнесувал 121,24, што значи дека имаме благо, но не загрижувачко влошување на тоа како Алкалоид се носи со овие побарувања (Алкалоид, 2022).

Можеме да забележиме дека 2019 е отстапна година кога станува збор за овој параметар, со тоа што во другите 3 години показателот е некаде околу 80 (Алкалоид, 2020).

Слика 5. Движење на показателот за покриеност на интерес во Алкалоид низ годините.

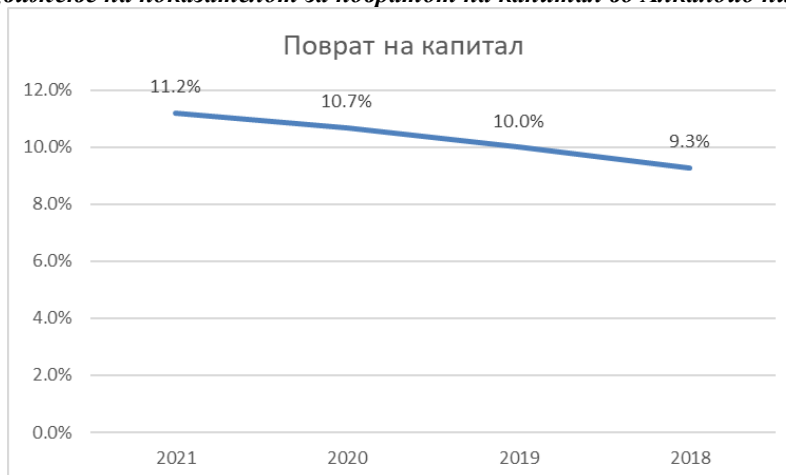


Показателот за поврат на капитал покажува нето добивка која им припаѓа на сопствениците акционери во компанијата, а се пресметува на следниот начин.

Поврат на капитал=(Нето добивка)/(Просечен сопствен капитал). Ако ги земеме податоците од извештајот за 2021 година и ги замениме во формулата, тогаш ќе добиеме:

Поврат на капитал за 2021= $1.281.406/11.437.967=0,11=11\%$. Со заменување на податоците од финансиските извештаи за 2020, 2019 и 2018та, можеме да го добиеме движењето на овој показател во последните 4 години за кои се достапни финансиски извештаи.

Слика 6. Движење на показателот за повратот на капитал во Алкалоид низ годините.



Според финансискиот коефициент, акционерите во компанијата во 2021 година оствариле 11.2% принос на секој денар вложен во акциите на оваа компанија. Во 2019 година овој коефициент бил 10 %, што значи дека Алкалоид се движи некаде во овој домен на задоволителен принос. Од графиконот погоре, може да се увиди растечки тренд кај повратот на капитал.

4. ДИСКУСИЈА

Еден значаен предизвик во Македонија е несостојбата на инвестициската анализа, што е посложен процес отколку што е претставено во ова труд, и кој влијае индиректно на ефикасноста при одредување на пазарните цени на акциите. Дополнително, други истражувања за македонскиот деловен пазар откриваат дека берзата во Македонија е општо неликвидна и сиромашна, со ограничен број на финансиски инструменти. Следователно, недостатокот на такви анализи може да биде пречка, но истовремено и стимул за претворање на оваа ситуација во предност. Повеќе студии и финансиски анализи можат позитивно да

влијаат на целиот феномен на македонската берза. Кога се разговара за двата примарни коефициенти, цена/добивка (P/E) и цена/книговодствена (P/B) вредност, важно е да се истакне дека тие сами по себе не треба да се преузимаат како дефинитивни показатели. На пример, P/E коефициентот не е безусловен индикатор за финансиското здравје на компанијата. Во случаи кога добивката е присутна само како готовински тек или е само теоретски, P/E коефициентот не би требало да биде основен за инвестициски одлуки или менаџмент промени. Што се однесува до P/B коефициентот, треба да се забележи дека често се користи за банки, но не е идеален во ситуации кога компанијата не располага со значителни средства. Овој коефициент ни овозможува само да разбереме колку средства стојат зад цената на акцијата која се анализира. Кој од овие коефициенти е подобар зависи од индустријата која се истражува, и често обидот е да се вклучат обата коефициенти за подобро разбирање на финансиското здравје на компанијата и нејзините перспективи. Лимитирачки аспект на ова истражување претставува околноста што финансиските извештаи се преземени од Алкалоид. Но, Deloitte ДОО Скопје, како гранка на интернационалната консалтинг компанија Deloitte Touche Tohmatsu Limited, е во улога на независен ревизор на финансиските извештаи на Алкалоид АД Скопје (Deloitte, 2020).

5. ЗАКЛУЧОК

Ова истражување ги анализира аспектите на фармацевтската индустрија во Република Македонија и претставува преглед на фармацевтскиот пазар. Истражувањето нуди генерална слика на економските услови и предизвиците за водење на бизнис во Македонија, со анализи и препораки кои се корисни за различни заинтересирани страни. Може да се заклучи дека Македонија претставува тешка околина за водење на бизнис поради фактори како забавен раст, растечка инфлација, зголемени продажни цени и низок стандард на живеење. Ова влијае на сите бизниси, а особено на малите. Пандемијата и економската криза дополнително го отежна економскиот опстанок на компаниите. Анализата на пазарната вредност открива дека Алкалоид АД Скопје е прибирлива компанија што исплаќа стабилни дивиденди, во согласност со предварително утврдена политика, без да зависи од моменталната цена на акциите. Ова поддржува стабилност, бидејќи дивидендата беше исплатена и во 2020 година, за време на коронавирусната криза. За инвеститорите, оваа компанија е високо привлечна во нивните портфолија, како што го покажуваат двата коефициенти: P/E коефициентот за 2021 година од над 20 и P/B коефициентот за истата година од 2,26. Од првиот коефициент може да се заклучи дека акционерите се подготвени да платат 20 пати повеќе за добивката на Алкалоид, што јасно покажува проценетост на компанијата.

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

- Adamseged, M. E., & Grundmann, P. (2020). Understanding business environments and success factors for emerging bioeconomy enterprises through a comprehensive analytical framework. *Sustainability*, 12(21), 9018. doi:10.3390/su12219018
- China CEE. (2023). North Macedonia Economy Briefing: Economy Forecast for 2023. Retrieved from <https://china-cee.eu/2023/02/01/north-macedonia-economy-briefing-economy-forecast-for-2023/>
- Danzon, P. (2006). Economics of the pharmaceutical industry. Retrieved from <https://www.nber.org/reporter/fall-2006/economics-pharmaceutical-industry>
- Deloitte. (2022). Retrieved from [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/hr/Documents/about-deloitte/01_Audit%20Transparency%20Report%20\(ATR\)_Croatia_ENG_2022.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/hr/Documents/about-deloitte/01_Audit%20Transparency%20Report%20(ATR)_Croatia_ENG_2022.pdf)
- EMCDDA. (2022). Emcdda Home Page. Retrieved from <https://www.emcdda.europa.eu/>
- Hasanaj, P., & Kuqi, B. (2019). Analysis of financial statements. *Humanities and Social Science Research*, 2(2), 12–35. doi:10.30560/hssr.v2n2p17
- Lakdawalla, D. N. (2018). Economics of the pharmaceutical industry. *Journal of Economic Literature*, 56(2), 397–449. doi:10.1257/jel.20161327
- Mikulic, M. (2023). Pharmaceutical market revenue in Europe by country 2022. Retrieved from <https://www.statista.com/statistics/458845/european-pharmaceutical-markets-turnover/>
- Ostwald, D. (2023). The global economic impact of the Pharmaceutical Industry. Retrieved from <https://www.ifpma.org/resource-centre/the-global-economic-impact-of-the-pharmaceutical-industry/>
- PwC. (2017). Guide to doing business and investing in Macedonia. Retrieved from https://www.pwc.com/mk/en/publications/assets/doing_business_guide_macedonia_2016.pdf
- Wang, D., & Zhou, F. (2016). The application of Financial Analysis in business management. *Open Journal of Business and Management*, 04(03), 471–475. doi:10.4236/ojbm.2016.43048
- World Bank Group. (2022). Doing Business. Retrieved from <https://archive.doingbusiness.org/en/rankings>

- Алкалоид - Консолидиран Финансиски Ревидиран Извештај - 2020. (2021). Retrieved from https://alkaloid.com.mk/strapi/uploads/Revidirani_nekonsolidirani_finansiski_izveshtai_2019_904d27467f.pdf
- Алкалоид - Финансиски Консолидиран Извештај - 2021 Ревидиран. (2022). Retrieved from https://alkaloid.com.mk/uploads/Konsolidirani_finansiski_izveshtai_so_Izveshta_na_nezavisen_revizor_za_2021_godina_df5177d090.pdf
- Фити, Т., Петрески, Г. and Зекири, И. (2018) Идни предизвици на економскиот развој и економските политики на Република Македонија, МАНУ. МАНУ. Available at: <http://manu.edu.mk/wp-content/uploads/2017/03/zbornik.pdf>