

PRIMJENA MODELA VREDNOVANJA U PROCJENI VRIJEDNOSTI PODUZEĆA NA PRIMJERU ATLANTIC GRUPE D.D.

Petričević, Duje

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:182571>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International](#)/[Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-31**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



**SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET**

DIPLOMSKI RAD

**PRIMJENA MODELA VREDNOVANJA U PROCJENI
VRIJEDNOSTI PODUZEĆA NA PRIMJERU ATLANTIC GRUPE
D.D.**

Mentor:

izv. prof. dr. sc. Šodan Slavko

Student:

Petričević Duje, univ. bacc. oec.

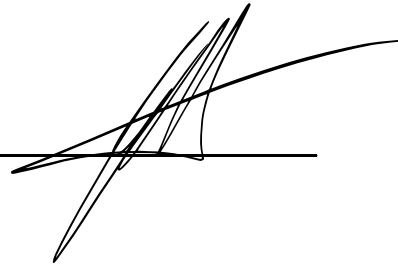
Split, svibanj 2023.

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, _____ DUJE PETRIČEVIĆ _____, OIB _____ 07328642559 _____
(ime i prezime)

izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je navedeni rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja na objavljenu literaturu, što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio navedenog rada nije napisan na nedozvoljeni način te da nijedan dio rada ne krši autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije korišten za bilo koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Split, 28.04.2023. godine Vlastoručni potpis : _____



SADRŽAJ:

| | |
|--|-----------|
| 1. UVOD..... | 5 |
| 1.1. Problem istraživanja | 5 |
| 1.2. Predmet istraživanja | 6 |
| 1.3. Istraživačka pitanja | 7 |
| 1.4. Ciljevi istraživanja | 7 |
| 1.5. Metode istraživanja | 8 |
| 1.6. Doprinis istraživanja | 8 |
| 1.7. Struktura diplomskog rada | 8 |
| 2. TEORIJSKI ASPEKT VREDNOVANJA..... | 10 |
| 2.1. O vrijednosti | 10 |
| 2.2. O vrednovanju | 12 |
| 2.3. Pojam financijske analize | 14 |
| 2.4. Financijski izvještaji kao izvor informacija | 16 |
| 3. EKONOMSKI MODELI VREDNOVANJA | 18 |
| 3.1. Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF) | 18 |
| 3.1.1. Jednoperiodni model slobodnih novčanih tokova | 19 |
| 3.1.2. Višeperiodni model slobodnih novčanih tokova | 20 |
| 3.1.3. Stopa rasta..... | 21 |
| 3.1.4. Izračun rezidualne vrijednosti | 23 |
| 3.1.5. Izračun vrijednosti poduzeća | 24 |
| 3.1.6. Prednosti i nedostaci korištenja DCF metode | 25 |
| 3.2. Metoda diskontiranih dividendi (DDM)..... | 26 |
| 3.3. Izračun troška kapitala i troška duga..... | 28 |
| 3.3.1. Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM) | 29 |
| 3.3.2. Trošak duga | 31 |
| 3.3.3. Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC) | 32 |
| 4. RELATIVNI MODELI VREDNOVANJA | 34 |
| 4.1. Multiplikatori zasnovani na vrijednosti glavnice..... | 35 |
| 4.2. Multiplikatori zasnovani na vrijednosti poduzeća..... | 37 |
| 4.3. Multiplikatori zasnovani na rastu | 37 |

| | |
|---|-----------|
| 5. ANALIZA PODUZEĆA I OKRUŽENJA | 38 |
| 5.1. O poduzeću..... | 38 |
| 5.2. Analiza povijesnih rezultata poduzeća | 40 |
| 5.2.1. Analiza prihoda, rashoda i operativne dobiti | 41 |
| 5.2.2. Analiza odabranih pokazatelja | 44 |
| 5.2.2.1. Pokazatelji likvidnosti | 44 |
| 5.2.2.2. Pokazatelji solventnosti..... | 45 |
| 5.2.2.3. Pokazatelji profitabilnosti | 46 |
| 5.2.2.4. Operativni i novčani ciklus | 47 |
| 5.3. Analiza industrije | 49 |
| 5.3.1. Odabir usporedivih poduzeća (Peer group) | 50 |
| 6. PRIMJENA TEHNIKA VREDNOVANJA NA PRIMJERU GRUPE | 54 |
| 6.1. Primjena metode diskontiranih novčanih tokova | 54 |
| 6.1.1. Procjena budućnih prihoda | 54 |
| 6.1.2. Procjena troškova..... | 55 |
| 6.1.3. Procjena kapitalnih ulaganja (CAPEX) | 55 |
| 6.1.4. Procjena radnog kapitala | 57 |
| 6.1.5. Procjena kreditnih obveza..... | 58 |
| 6.1.6. Izračun troška kapitala, troška duga i prosječnog ponderiranog troška kapitala | 58 |
| 6.1.7. Projekcije računa dobiti i gubitka | 60 |
| 6.1.8. Izračun slobodnih novčanih tokova | 61 |
| 6.1.9. Izračun konačne vrijednosti poduzeća DCF metodom..... | 62 |
| 6.2. Analiza osjetljivosti | 63 |
| 6.3. Relativni modeli vrednovanja | 64 |
| 6.4. Usporedba vrijednosti između modela | 67 |
| 7. ZAKLJUČAK..... | 68 |
| LITERATURA..... | 70 |
| POPIS GRAFIČKIH PRIKAZA I TABLICA | 73 |
| SAŽETAK | 75 |
| SUMMARY | 75 |

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

Vrijednost nekog poduzeća mnogo je više od pukog pogleda u bilancu i/ili račun dobiti i gubitka, a navedena činjenica vrijedi posebno kod poduzeća koji plasiraju dionice na tržišta kapitala. Stoga svakodnevno razne interesne skupine, kao što su interni i eksterni korisnici, koriste mnoge metode kako bi procijenile tržišnu vrijednost nekog poduzeća. Informacija o vrijednosti poduzeća od posebne je koristi eksternim korisnicima, gdje je u pravilu manji protok informacija (nego unutar poduzeća). Primjerice, bankarske institucije koriste razne modele procjene vrijednosti poduzeća pri odobravanju kreditnih linija, dok investitorima na tržištu kapitala vrijednost poduzeća predstavlja važan, ako ne i najvažniji ulazni podatak (eng. input) pri donošenju investicijske odluke. Interni korisnici pak, najčešće menadžeri na raznim pozicijama, mogu biti zainteresirani za procjenu vrijednosti poduzeća kada se primjerice radi restrukturiranje, ili ako se donosi odluka o prodaji određenog poslovnog programa.

Procjena vrijednosti poduzeća nikako nije lak zadatak, ponajprije zbog količine inputa koje je potrebno prikupiti. Interni korisnici tu su uvijek u prednosti jer pred sobom imaju veću količinu dostupnih informacija, a gotovo uvijek u srednjim i velikim poduzećima postoji uspostavljeno menadžersko računovodstvo koje olakšava izradu raznih izvještaja za internu uporabu. Eksterni korisnici u tom pogledu imaju ograničenje, jer se najčešće mogu služiti samo javno dostupnim informacijama i izvještajima, koji se najčešće objavljuju na web stranicama poduzeća ili u javnim registrima financijskih izvještaja (kao što je primjerice u Hrvatskoj Registar Godišnjih Financijskih Izvještaja, skraćeno RGFI, koji je u nadležnosti Financijske agencije – skraćeno FINA-e). Zbog jaza informacija koji tako nastaje, eksterni korisnici pristupaju odlukama s dosta većim stupnjem opreznosti. Upravo stoga revizija izvještaja je ključni faktor osiguranja vjerodostojnosti izvještaja. Unatoč tome što je u RH revizija zakonski definirana i što se revizija obavlja koristeći Međunarodne revizijske standarde (MRevS), općepoznati su slučajevi manipulacije financijskim izvješćima, ali i manipulacije revizorskih društava kod izdavanja uvjerenja, kao što je primjerice bilo u slučaju poduzeća Enron, ili pak u Hrvatskoj u slučaju poduzeća Agrokor. Iako su se u posljednjih 20 godina od nastanka tog slučaja dogodile mnoge promjene u revizijskim standardima i ostalim zakonima, ne čudi činjenica kako eksterni korisnici i dalje pristupaju oprezno pri donošenju odluka.

Prema Vidučić et al. (2015) dva su temeljna pristupa vrednovanju poduzeća: statički i dinamički. Kao što i sam naziv govori, dinamički pristup razlikuje se od statičnog što u obzir uzima potencijalne

događaje u budućnosti (potencijalne zarade), odnosno nije usmjeren samo na jednu točku u sadašnjosti. Palep et al. (2013) navode kako dinamički pristup vrednovanja poduzeća u obzir uzima i: okolinu poduzeća, procjene budućih kretanja rezultata, odabir odgovarajuće evaluacijske metode, prilagodbu dobivenih vrijednosti te u konačnici okvir za donošenje odluke temeljem dobivenih rezultata. Kod svake analize pristupa se individualno, odnosno izbor metode ovisit će o raznim faktorima, ali ponajviše izbor metode ovisi o sektoru unutar kojeg poduzeće djeluje. Kod složenijih analiza, primjerice kod velikih poduzeća čije dionice kotiraju na tržištima kapitala, primjena samo jedne metode možda neće dati najreprezentativniji rezultat. Stoga se u takvim slučajevima koristiti kombinacija više modela gdje se zatim svakom pojedinom modelu daje ponder. Kod ponderiranja najčešće se koristi iskustvena odluka analitičara, a najčešći kriterij koji se koristi je obuhvatnost inputa koji taj model sadržava. Iz toga proizlazi da će, ako neki model obuhvaća više inputa, njegov ponder biti veći u konačnoj procjeni vrijednosti. Mnogi su modeli procjene vrijednosti danas u uporabi, a jedan od najpoznatijih (i najkorišteniji) model koji se koristi kod izračuna vrijednosti poduzeća je **model diskontiranih novčanih tokova** (engl. Discounted Cash Flow Model, u nastavku skraćeno: DCF). DCF model, kako kaže i naziv, diskontira (svodi na sadašnju vrijednost) novčane tokove poduzeća. U praksi se najčešće primjenjuje dvofazni DCF model, gdje se u prvoj fazi procjenjuju novčani tokovi za određeno razdoblje (najčešće 5 do 10 godina, a koji se onda diskontiraju na sadašnju vremensku točku), a zatim se u drugoj fazi radi procjena terminalne vrijednosti. Glavna mana DCF modela upravo je subjektivnost koja nastaje pri određivanju tih novčanih tokova, gdje je analitičar, obzirom da se radi o procjeni budućih događaja, suprotstavljen s neizvjesnošću glede rezultata koji će se stvarno odvit. Unatoč tome, u poslovnoj praksi DCF metoda smatra se jednom od najpouzdanijih metoda koja u kombinaciji s drugim metodama kao što su primjerice analiza relativnim vrednovanjem, može dati potpuniju sliku o stvarnoj (fer) vrijednosti poduzeća.

1.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja, kako je i iskazano u problemu istraživanja, specifični su modeli koji se koriste u analizi vrijednosti nekog poduzeća. Kako je i navedeno, vrijednost poduzeća se, kao rezultat izračuna, zbog strukture (obuhvatnosti inputa) svakog od modela razlikuje. U teorijskom dijelu rada obradit će se najčešće korišteni modeli za utvrđivanje vrijednosti poduzeća, a u empirijskom dijelu rada naglasak je na izračunu vrijednosti poduzeća koristeći kombinaciju dvije metode: DCF metode i metode multiplikatora (analiza relativnim vrednovanjem). Odabrana je kombinacija upravo tih modela zbog njihove popularnosti, odnosno zajedničkog korištenja tih modela u procesu analize. Analitičari danas,

kako je i objašnjeno u prethodnom poglavlju, koriste kombinaciju više metoda kako bi konačna intrinzična vrijednost poduzeća bila što točnija. Naravno, ni jedan model zasebno ne može dati maksimalno točnu vrijednost, stoga je korištenje kombinacije više modela od velikog značaja za kvalitetnu analizu. Sama analiza modela u empirijskom dijelu izvršit će se na primjeru poduzeća Atlantic Grupa d.d. tako da će se, koristeći javno dostupne podatke, ali i pretpostavke autora, sastaviti pojedini model koji će se zatim pobliže objasniti. Na takav način bit će moguće prikazati sličnosti, ali i različitosti između odabranih modela.

1.3. Istraživačka pitanja

S obzirom na to da je pristup analizi vrijednosti različit za svako poduzeće, ne postoji „univerzalni okvir“ koji se može koristiti kod procesa vrednovanja. Stoga će u ovom radu, umjesto postavljanja klasičnih hipoteza, autor pokušati dati odgovor na neka od sljedećih istraživačkih pitanja:

- Koji su to čimbenici koji utječu na odabir nekog određenog modela vrednovanja?
- Koji su to ulazni podaci koje analitičar treba uzeti u obzir pri vrednovanju nekog poduzeća?
- Kod procjene kojih ulaznih podataka analitičar je dužan obratiti posebnu pozornost?
- Koje su to kriteriji prema kojim analitičar donosi investicijsku odluku?
- Koji su kriteriji za odabir poduzeća iz okruženja kod korištenja metode multiplikatora usporedivih društava?
- Zbog kojih razlika dolazi do odstupanja između korištenih modela?

1.4. Ciljevi istraživanja

Kako je i navedeno u prethodnim poglavljima ovog rada, ovo istraživanje primarno će pokušati odgovoriti na istraživačka pitanja s kojima se svaki analitičar susreće tijekom procesa analize vrijednosti poduzeća. Sekundarni cilj ovog rada je dati jedan okvir specifičnosti koje analitičar treba imati na umu prije pristupanja procesu analize, kako bi u samom procesu imao relevantne i potrebne podatke za analizu. S obzirom na količinu podataka koje je potrebno prikupiti radi se o kompleksnoj aktivnosti, jer proces analize nije formalno strukturiran te stoga analitičari koji po prvi puta rade proces analize, ili oni koji se primarno uopće ne bave analizom (ali im je analiza potrebna iz nekih drugih razloga), često gube određeno vrijeme u pronalasku kvalitetnih podataka potrebnih za izradu „dobre“ analize.

1.5. Metode istraživanja

U ovom radu koristit će se različite metode istraživanja posebno za teorijski, a posebno za empirijski dio. Neke od metoda koje će se koristiti u teorijskom dijelu ovog rada su:

- Metoda deskripcije
 - Metoda komparacije
 - Metoda kompilacije
 - Metoda analize
 - Metoda indukcije
 - Metoda dedukcije
- i slične.

U empirijskom dijelu ovog rada naglasak će biti na primjeni metode studije slučaja, gdje će se, koristeći javno dostupne podatke, i primjenjujući matematičko-statističke metode, konstruirati proces vrednovanja na primjeru poduzeća Atlantic Grupe d.d.

1.6. Doprinos istraživanja

Područje analize vrijednosti poduzeća, kao jedno od potpodručja financijske analize, izuzetno je dinamično i promjenjivo. Uz to, radi se o području koje nije dovoljno pokriveno recentnom hrvatskom literaturom, već je većina materijala dostupna na stranim jezicima. Upravo iz navedenog proizlazi i doprinos ovog rada, a koji se očituje u teorijskoj obradi modela vrednovanja, dok će poseban obol biti empirijski dio rada u kojem će autor konstruirati modele.

1.7. Struktura diplomskog rada

Kako je i navedeno, u prvom poglavlju dan je kratki pregled problema istraživanja, metoda koje će se koristiti u istraživanju, te se definirao predmet i cilj istraživanja.

Drugo, treće i četvrto poglavlje predstavlja teorijski dio rada, u kojem će se detaljno objasniti pojam vrijednosti, vrednovanja te ekonomski i relativni modeli vrednovanja, na koji način će se dati podloga nužna za razumijevanje analize koja se obrađuje u nastavku rada.

Peto poglavlje rada bazira se na temelju podataka iz odabranog poduzeća, ali i iz podataka okoline društva. Analizirat će se povijesni podaci poduzeća te će se napraviti izračun određenih financijskih pokazatelja.

U šestom poglavlju rada napraviti će se primjena modela vrednovanja na temelju javno dostupnih podataka te pretpostavki autora rada. U prvom potpoglavlju konstruirat će se DCF model, dok će se u drugom potpoglavlju analiza vrijednosti napraviti koristeći model tržišnih multiplikatora.

Konačno, rad se finalizira zaključkom i popisom literature te kratkim sadržajem na hrvatskom i engleskom jeziku.

2. TEORIJSKI ASPEKT VREDNOVANJA

2.1. O vrijednosti

Prije definiranja samih tehnika i modela vrednovanja, bitno je definirati što se vrednuje. Orsag (1997) vrijednost definira kao pojam ekonomske naravi i rezultat je razmjene dobara i usluga, nije definirana veličina i njoj se pristupa objektivno ili subjektivno.

Četiri su najčešće korištena koncepta vrijednosti:

1. knjigovodstvena,
2. tržišna,
3. ekonomska te
4. likvidacijska vrijednost.

Knjigovodstvena vrijednost temelji se na povijesnoj vrijednosti koja je rezultat ispravne primjene računovodstvenih pravila, a temelj vrijednosti nalazi se u bilanci. Pogledom u bilancu moguće je doći do izračuna vrijednosti tako da se vrijednost glavnice (koja je uvećana za iznos ostvarenih neto dobitaka) umanjuje za iskazane dugove. Drugim riječima, knjigovodstvena vrijednost je razlika između procijenjene vrijednosti imovine umanjene za procijenjenu vrijednost svih obveza poduzeća.

Tržišna vrijednost prema Orsagu (1997) definira se kao vrijednost poduzeća koja je ostvarena u trenutku njegove kupoprodaje. Glavna pretpostavka ovog koncepta je određivanje vrijednosti upravo na tržištu, a gotovo uvijek kao rezultat pregovora između dvije zainteresirane strane. Upravo je proces dolaska do vrijednosti ono što je i najznačajnije u cijelom procesu, jer dolazi do suprotstavljanja dvaju strana, prodavatelja i kupca, gdje svako od njih želi osigurati za sebe najbolju moguću kupoprodajnu cijenu; kupac što manju, a prodavatelj što veću. Upravo tada dolazi do izražaja potreba za procjenom vrijednosti koja bi trebala biti, što je bliže moguće, realnoj (intrinzičnoj) vrijednosti. Ovaj proces olakšan je ako se radi o poduzeću čije dionice kotiraju na burzi u odnosu na poduzeće koje ne kotira, jer tada tržište svojim mehanizmima ponude i potražnje utječe na cijenu dionice.

Definiranjem pojmova bitno je napomenuti kako vrijednost glavnice nije isto što i vrijednost poduzeća. Vrijednost poduzeća mnogo je više od samog pogleda u poziciju upisanog kapitala unutar bilance, jer u obzir uzima i mnoge druge faktore, o čemu će više riječi biti u nastavku.

Ekonomska vrijednost temelji se na sposobnosti pojedinačnog imovinskog oblika, tražbina ili poduzeća kao cjeline, da vlasnicima osigura strujanje čistih novčanih tokova u budućnosti temeljem poslovanja i sličnih aktivnosti (Orsag, 1997). Upravo je jedan od najpoznatijih ekonomskih modela vrednovanja, diskontirani novčani tokovi (skr. engl. DCF), predstavnik teorije ekonomske vrijednosti. Šodan (2018) navodi kako u konceptu ekonomske vrijednosti dolazi do izražaja ovisnost rizika i profitabilnosti, jer se budući novčani tokovi svode putem diskontne stope na sadašnju vrijednost. Zbog toga se vrijednost bilo kojeg dobra može definirati kao sadašnja vrijednost iznosa novčanih tokova koje ono generira u budućnosti, odnosno kao iznos novca koji je investitor voljan platiti u sadašnjosti kao zamjenu za očekivane buduće novčane tokove.

Likvidacijska vrijednost računa se ako dolazi do likvidacije poduzeća, a generalno govoreći to je vrijednost koja se može dobiti prodajom imovine umanjeno za sve troškove koji su potrebni za dovođenje te imovine u stanje podobnosti za prodaju. Najčešće će ta vrijednost ovisiti o tome kakva je utrživa vrijednost imovine koju poduzeće ima u vlasništvu.

Orsagu (1997) navodi kako se u tri pitanja može sažeti što to definira vrijednost poduzeća:

1. Što poduzeće posjeduje,
2. Što poduzeće zarađuje, i
3. Što poduzeće čini jedinstvenim?

Prvo – što poduzeće posjeduje? Najčešće, to je imovina koju ima u vlasništvu. Upravo ona može biti ono što poduzeću daje vrijednost, ili ono što poduzeću daje kompetitivnu prednost nad konkurentima. To može biti bilo koja vrsta imovine, materijalnog ili nematerijalnog oblika, koja je primjerice kreirana specifično za to poduzeće prema specifikaciji. No vrlo je teško, ako ne i nemoguće, vanjskim dionicima odrediti koja je to imovina koju poduzeće posjeduje, jer bilanca kao izvještaj daje samo agregirane i sumarne iznose za određenu poziciju imovine.

Drugo – što poduzeće zarađuje? Poduzeće zarađuje novac poslovnim operacijama. Ovisno o tipu poduzeća, neka poduzeća posluju na temelju prodaje proizvoda, neka na prodaji usluga, a neka poduzeća zaradu ostvaruju na druge načine. Ono što je zajedničko svakom poduzeću - osnovani su s ciljem ostvarivanja pozitivnih financijskih rezultata, kategorije koju je povijesno moguće analizirati iz Računa dobiti i gubitka (skraćeno RDG), no teži je zadatak pretpostaviti u kojoj mjeri će se pozitivni rezultati nastaviti u budućnosti.

Treće – što poduzeće čini jedinstvenim? Neko poduzeće ostvaruje jedinstvenost organizacijskim ustrojem, neko zaposlenicima, a neka poduzeća jedinstvenost ostvaruju plasmanom proizvoda i/ili usluga koje samo oni mogu proizvesti. Upravo zbog različitih faktora i njihove kombinacije niti jedino poduzeće nije isto, odnosno drugačije govoreći, u nekom aspektu drugačije je u odnosu na ostala poduzeća.

Svaka od ove tri komponente ima svoju vrijednost, a prema Orsagu (1997) pri svakoj analizi potrebno je ova tri pitanja imati na umu.

2.2. O vrednovanju

Orsag (1997) vrednovanje definira kao proces koji označava raznovrsne postupke koji za rezultat imaju output u vidu vrijednosti imovine poduzeća ili poduzeća kao cjeline. Razni su razlozi zbog kojih netko vrednuje poduzeće, ali najčešće je to zbog kupoprodaje poduzeća, ili ako se radi o poduzećima koja kotiraju na burzi - zbog donošenja odluke o investiranju. Proces vrednovanja često se radi i zbog: spajanja, pripajanja ili razdvajanja poduzeća, sudskih sporova, kriza, odobravanja kredita, ali i informiranja opće javnosti o trenutnoj slici kretanja poduzeća, što je često slučaj ako se radi o strateško važnom poduzeću za neko geografsko područje. Bitno je napomenuti da vrijednost poduzeća i kupoprodajna cijena, ako se radi o kupoprodaji poduzeća ne moraju, a najčešće i neće biti, iste vrijednosti. Kupoprodajna cijena uključuje, uz one vidljive faktore, i ono što se u računovodstvenom rječniku naziva „goodwill“, koji se definira kao nematerijalna imovina koja nastaje pri procesu kupnje, najčešće pri poslovnom spajanju/pripajanju. Goodwill je razlika između kupoprodajne cijene i knjigovodstvene vrijednosti poduzeća, a u literaturi neki autori koriste i izraz akvizicijska premija.

Također je potrebno napomenuti kako vrednovanje nikako nije egzaktno, već izuzetno subjektivno, a sama subjektivnost dolazi upravo od analitičara, koji u donekle objektivnim okvirima, uzimajući u obzir vremensku neograničenog poslovanja (eng. Going-concern) te razne faktore koji utječu na poslovanje pokušava dobiti vrijednost koja za koju smatra da je najbliža intrinzičnoj vrijednosti poduzeća.

Mnogi su faktori koji ulaze u procjenu, a neki od njih vidljivi su u Tablici 1.

Tablica 1:*Faktori koji utječu na vrednovanje*

| | |
|------------------------------------|--|
| Vrijednost imovine | Povijest poduzeća |
| Reputacija poduzeća | Rast |
| Projektirani rast | Kapacitet posuđivanja |
| Novčani tok | Projektirani novčani tok |
| Kompetentnost managementa | Kompetentnost zaposlenih |
| Proizvodnja | Troškovna konkurentnost |
| Tehnologija | Komparabilna poduzeća |
| Legalna situacija ili prepreke | Kvaliteta i konkurentnost proizvoda ili usluga |
| Lakoća pokretanja | Poželjnost industrije |
| Lokacija | Rizik povrata investicije |
| Rizik profitabilnosti investicije | Mogućnost utjecaja na cijene |
| Mogućnost utjecaja na kupce | Ograničenja za ulaz |
| Poslovne performanse i pokazatelji | Specijalne licence, patenti, franšize |
| Fizički izgled | Stanje poslovnih knjiga i izvještaja |
| Ekonomski izgled | Politički izgledi |
| Tržišni udio | Porezna razmatranja |
| Alternativne prilike | Sposobnost plaćanja |
| Potencijal | Radni uvjeti |
| Odnos nekretnina i najma | Neopipljivost |
| Goodwill | Superiornost |
| Ranjivost | Mogućnost utjecaja na troškove |

Izvor: Orsag, S. (1997): Vrednovanje poduzeća, infoinvest, Zagreb

Upravo postojanje mnogih faktora ima direktan utjecaj na rezultat - vrijednost poduzeća. Svaki analitičar (ili pak šire govoreći zainteresirani dionik) će, shodno njegovim kriterijima, neke faktore uzeti u obzir, a neke ne, te upravo tu dolazi do razlika između rezultata kada se pogled usmjeri u razne publikacije ili analize koji analitičari izrađuju za neko poduzeće i/ili djelatnost. Stoga je važna pretpostavka da svaki dionik za sebe odredi koji su to faktori, ali i modeli vrednovanja, koji za njih mogu dati rezultat koji će biti što bliži intrinzičnoj vrijednosti poduzeća. Druga bitna činjenica – kvantifikacija nekih faktora teška je ili čak nemoguća, a upravo tu subjektivnost analitičara dolazi do još većeg izričaja. Prema Orsagu (1997) faktori kao što su: goodwill, izgledi u ekonomiji, politički izgledi i slični teško se mogu kvantificirati te upravo zbog takvih faktora mogu nastati znatne razlike između dvije analize dvaju analitičara, čak i ako su svi ostali faktori isti. Isto tako, neki faktori, koji su danas uobičajeni za uzimanje u obzir kod vrednovanja, za par godina mogu postati irelevantni, dok neki drugi, danas još nepoznati, za par godina mogu postati iznimno relevantni. Kada se faktori spoje s raznim metodama vrednovanja, gdje svaka metoda ima najčešće predodređene faktore koje uzima u obzir, dolazi se do neograničenog broja mogućih rezultata - vrijednosti poduzeća.

Prema Pervanu (2012), mnoge su tehnike koje se mogu koristiti za vrednovanje poduzeća, a to su:

1. vrednovanje na bazi imovine;
2. vrednovanje na bazi diskontiranih novčanih tokova;
3. vrednovanje na bazi multiplikatora
4. vrednovanje na bazi usporedivih transakcija.

Ovaj rad prvenstveno se bazira na procjeni vrijednosti poduzeća za investicijske potrebe, stoga će u nastavku ovog rada fokus će biti na tehnikama (metodama) pod r.b. 2. i 3., obzirom da se iste najčešće koriste od strane investicijskih analitičara.

U praksi je, pri određivanju vrijednosti poduzeća, ustaljena uporaba kombinacije više tehnika vrednovanja, koje se zatim, ponderiraju prema važnosti sukladno iskustvenoj procjeni analitičara. Navedeno proizlazi iz činjenice da svaka tehnika u izračun uzima neke faktore koja druga tehnika pak ne uzima u obzir, stoga je za dobivanje „potpune slike poduzeća“ potrebno kombinirati više tehnika. U praksi pak investicijski analitičari najčešće odabiru kombinaciju tehnika pod rb. 2. i 3., i to tako da veći ponder važnosti odlazi na metodu diskontiranih novčanih tokova, a manji ponder važnosti na tehniku vrednovanja na bazi multiplikatora.

Cijeli proces vrednovanja, prema Kolleru et al. (2005) može se sažeti u 5 koraka:

1. Analiza poslovanja poduzeća.
2. Prognoza poslovanja poduzeća.
3. Odabir adekvatnih metoda vrednovanja.
4. Upotreba financijskih prognoza u modelima vrednovanja i izračun vrijednosti poduzeća.
5. Donošenje poslovne odluke na temelju procijenjene vrijednosti.

2.3. Pojam financijske analize

Izračunom vrijednosti koristeći modele vrednovanja rezultat su samo brojčane vrijednosti. Nakon izračuna potrebno je navedene rezultate „staviti u kontekst,“ točnije interpretirati ih s ciljem donošenja konačne odluke, što je često kompleksan proces kao i sam izračun vrijednosti. Stoga se uvodi pojam financijske analize koji se može definirati kao proces prikupljanja, proučavanja i interpretacije informacija iz: poduzeća, njegove okoline i globalne okoline poslovanja, koji za cilj ima donošenje optimalne financijske odluke. Helfert (2001) definira investicijsku analizu kao skup

aktivnosti koje se mogu svrstati u jednu od tri skupine: proces interpretacije financijskih informacija, korištenja komparativnih podataka ili u skupinu analize financijskih tržišta.

Posjedovanje pravodobnih i pravovaljanih informacija tako je ključ za donošenje kvalitetne financijske odluke. Financijske informacije, prema Vidučić et al. (2015) rezultat su poslovanja poduzeća izražen u novcu, a izrazito su bitne svim dionicima koji na direktan ili indirektan način dolaze u doticaj s poduzećem. Razni su izvori financijskih informacija, ali najčešće su to: financijski izvještaji, publikacije financijskih analitičara ili brokerskih kuća za poduzeće i/ili industriju, razna interna izvješća (najčešće za menadžment) te razni javno dostupni podaci. Od svih navedenih, financijski izvještaji zasigurno imaju primat, posebice ako se radi o vanjskim dionicima, koji nemaju detaljan uvid u unutrašnjost poslovanja. No naravno, pogled samo u povijesne rezultate poduzeća nije dovoljan za donošenje ikakve iole kvalitetne odluke, posebno ako se radi o poduzeću koje svoje dionice ima izlistane na burzi. Za donošenje „kvalitetne“ financijske odluke - financijski analitičari, brokerske kuće, ali i pojedinačni ulagači, de facto su obvezni napraviti detaljne financijske analize, prije svega poduzeća za koje žele dati financijski savjet, ali i industrije (šire okoline) unutar koje se to poduzeće nalazi. Uz sve navedeno, nikako ne smiju zanemariti ni informacije o makroekonomskim kretanjima pojedine nacionalne ekonomije, ili pak analiza globalne ekonomije ako se radi o iznimno snažnom multinacionalnom poduzeću.

Zaključno, financijska analiza obuhvaća:

1. Analizu poduzeća
2. Analizu industrije (okoline poslovanja)
3. Analizu nacionalne (i globalne) ekonomije.

Prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) ovako navedeni pristup u literaturi se naziva „bottom-up“ pristup, odnosno pristup u kojem analitičar prvo polazi od analize poduzeća te nakon toga izrađuje makroekonomsku analizu. Poznat je još i „top-down“ pristup u kojem analitičar prvo polazi od analize makro okruženja te se posljedično „spušta“ na analizu poduzeća. Pitanje koji će pristup analitičar koristiti individualno je, kao i dosta toga u samim analizama, no autori navode kako većina analitičara primjenjuje „top-down“ pristup, jer prvo analizira makroekonomsko stanje, kao i stanje same industrije unutar koje poduzeće posluje, a imajući na umu činjenicu da su poslovni prihodi poduzeća u velikoj mjeri uvjetovani makroekonomskom situacijom te situacijom unutar industrije, gdje poduzeće ne može u velikoj mjeri utjecati na navedene čimbenike.

Imajući na umu dinamičnost ekonomije, analize je potrebno raditi redovito kako bi iste odražavale visoku razinu pouzdanosti za pojedine ulagače, investitore i sve ostale zainteresirane skupine. Kako je i navedeno, analize rade mnogi dionici, a u nastavku ovog rada pozornost će se usmjeriti na analizu poduzeća s investicijskog aspekta.

2.4. Financijski izvještaji kao izvor informacija

U prethodnom poglavlju spomenuto je kako vanjski dionici gotovo nikada ne raspolažu s interno dostupnim dokumentima i analizama, stoga su im financijski izvještaji najznačajniji izvor informacija o poduzeću. Financijske izvještaje, u Republici Hrvatskoj, prema Zakonu o računovodstvu (skraćeno: ZOR) čine:

1. Izvještaj o financijskom položaju – tzv. Bilanca
2. Izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti
3. Račun dobiti i gubitka
4. Izvještaj o novčanim tokovima
5. Izvještaj o promjenama kapitala
6. Bilješke uz financijske izvještaje.

Prema ZOR-u, veliki poduzetnici (koji su najčešće i predmet analiza) dužni su sastavljati cijeli set financijskih izvještaja. Ako je poduzetnik, prema kriterijima koji su definirani u Zakonu, svrstan u skupinu mikro, mali ili srednji, isti sastavlja izvještaje pod r.b. 1.,3. i 5.

Financijski izvještaji, kako je i prethodno navedeno, jedan su od najvažnijih izvora informacija za proces analize, a od posebnog su značaja za sve eksterne dionike koji indirektno ili direktno posluju s poduzećem ili investiraju u njega. Eksterni dionici najkraće se mogu definirati kao svi subjekti (fizički ili pravni) koji nemaju direktni utjecaj u poduzeću, no njihov rad značajno utječe na rad poduzeća. Najčešće su to: partneri raznih vrsta (npr. dobavljači, kupci), financijske institucije, konkurentska poduzeća, lokalna zajednica te zakonodavci. S obzirom na to da isti nemaju direktan uvid u interne analize i dokumente poduzeća, najčešće raspolažu samo s javno dostupnim podacima. Kako bi se osiguralo da javno objavljena financijska izvješća uistinu i prikazuju stvarno stanje poduzeća, postoji čitav niz zakonskih akata koji uređuju pojmove kao što su: financijski izvještaji, računovodstvena pravila, prijevarne radnje i sl. Unutar tih zakona i pravilnika naveden je i pojam revizije - profesije čiji

je zadatak analiza elemenata financijskih izvještaja poduzeća u svrhu donošenja neovisnog i stručnog zaključka o istinitom i fer financijskom izvještavanju. Unatoč svim drugim vrstama kontrole poduzeća, kao što su npr. razne inspekcije, interna revizija i sl., eksterna revizija se i dalje smatra značajnim „kontrolorom“ poduzeća .

Revizija financijskih izvještaja od posebnog je značaja svima koji se bave poslom izrade financijskih analiza, jer su upravo ti revizijski izvještaji ključni izvor informacija o eventualnim problemima u poslovanju poduzeća. Stoga su neovisnost i objektivnost ključne osobine koje revizor kao fizička osoba, ali i revizijsko društvo kao pravni subjekt, dužni posjedovati. Revizija je samo jedan od načina na koji se povećava vjerodostojnost izvještavanja kod eksternih korisnika. Značajna je zakonska regulativa stupila na snagu početkom 21. stoljeća, a posebice nakon nastanka slučaja Enron, koji je pokrenuo lavinu zakonskih izmjena s ciljem prevencije takvih događanja u budućnosti. Navedeni slučaj 2002. godine u Sjedinjenim Američkim Državama doveo je do uvođenja „Sarbanes-Oxley“ Zakona, upravo s ciljem zaštite investitora od radnji koje nastaju prijevremenim izvještavanjem (Kenton, 2022). Još jedan od načina na koji se pokušava povećati povjerenje eksternih korisnika u RH je i kvartalno izvještavanje svih izdavatelja dionica koje kotiraju na uređenom tržištu kapitala (na Zagrebačkoj burzi).

Uz financijske izvještaje, koji od koristi mogu biti svim dionicima, interni dionici u pravilu raspolažu s dosta većim fondom dostupnih informacija. Gotovo svako srednje i veliko poduzeće, a zasigurno svako listano poduzeće, ima uspostavljen sustav menadžerskog računovodstva, koje je u mogućnosti napraviti razne analize za potrebe menadžmenta, čime se odluke unutar poduzeća donose brže i kvalitetnije. Postojanje efikasno uspostavljenog menadžerskog računovodstva u poduzeću glavna je prednost koju interni dionici imaju nad eksternim dionicima.

Financijski analitičari koji su najčešće članovi brokerskih kuća stoga redovito izdaju publikacije unutar kojih, s obzirom na sve javno dostupne podatke, prezentiraju trenutno relevantne podatke vezane za određene industrije, ili pak pojedinačna poduzeća. No navedene publikacije najčešće se plaćaju ili su dostupne samo klijentima navedenih kuća. Slična situacija je i s nekim specijaliziranim agencijama koje svoje usluge nude uz naplatu, kao što je primjerice u RH FINA, koja po narudžbi izrađuje razne analize za poduzeće, industriju i sl.

3. EKONOMSKI MODELI VREDNOVANJA

Kada je riječ o izračunu vrijednosti poduzeća pomoću ekonomskih modela vrednovanja, trenutno su u praksi najkorištenija dva modela (metode): Metoda diskontiranih novčanih tokova (eng. Discounted Cash flow model, skr. eng. DCF) te Metoda diskontirane dividende (eng. Discounted dividend model, skr. eng. DDM). U nastavku ovog poglavlja detaljno će se obraditi obje metode, usporediti koje su suštinske razlike između njih te koje prednosti odnosno nedostatke svaka od njih donosi.

3.1. Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF)

Metoda diskontiranih novčanih tokova jedna je od najčešće, ako ne i najkorištenija metoda za procjenu vrijednosti poduzeća. Ne može se sigurnošću pretpostaviti kada su prvi DCF modeli kreirani, no kao referentna točka uzima se objava djela „Teorija investicijske vrijednosti“, koje je 1938. godine izdao John Burr Williams (Morgan Stanley, 2021). Prema istraživanju koje je proveo Bruner et al. (1998), gotovo svi ispitanici izjavili su da koriste DCF metodu za procjenu vrijednosti poduzeća kod investicijskih pothvata. DCF model bazira se na projiciranju novčanih tokova poduzeća koji se zatim, koristeći prikladnu diskontnu stopu, svode na sadašnju vrijednost, iz čega se izvodi zaključak o procijenjenoj vrijednosti poduzeća. Ovaj model polazi od bitne pretpostavke da će poduzeće poslovati bez vremenskog ograničenja, te da ostvaruje i da će ostvarivati (u budućnosti) novčane tokove.

Prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) osnovni koraci pri procjeni vrijednosti DCF metodom su:

1. Utvrđivanje modela slobodnih novčanih tokova (eng. Free Cash Flow, skr. eng. FCF) koji će se koristiti u analizi
2. Izrada projiciranih financijskih izvještaja (skr. FI)
3. Izračun FCF-ova koristeći projicirane FI
4. Diskontiranje FCF-ova na sadašnju vrijednost (eng. Present Value, skr. eng. PV) po prikladnoj diskontnoj stopi (eng. Discount rate)
5. Određivanje rezidualne vrijednosti (eng. Terminal Value, skr. eng. TV) te diskontiranje iste na PV
6. Zbrajanje FCF-ova i TV kako bi se došlo do rezultata – vrijednosti poduzeća (eng. enterprise value, skr. eng EV).

S obzirom na to da model počiva na slobodnim novčanim tokovima, prvi i najbitniji korak u samoj analizi upravo je odluka o modelu FCF-ova koji će se u daljnjem postupku računat. Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) navode dva osnovna modela slobodnih novčanih tokova – jednoperiodni i višeperiodni. Oba modela izračun mogu temeljiti na način da su slobodni tokovi ili poduzeću (eng. free cash flow to firm, skr. eng. FCFF) ili dioničarima (eng. free cash flow to equity, skr. eng. FCFE).

3.1.1. Jednoperiodni model slobodnih novčanih tokova

Ako se jednoperiodni model novčanih tokova promatra s aspekta tokova poduzeću (FCFF), Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) navode kako model pretpostavlja da će novčani tokovi rasti po konstantnoj stopi „g“ zauvijek, te da je ta stopa rasta manja od ponderiranog prosječnog troška kapitala (eng. Weighted average cost of capital, skr. WACC). Ta konstantna stopa rasta „g“ temelji se na Gordonovom modelu rasta. Vrijednost poduzeća tada se može odrediti koristeći Formulu 1:

$$VP = \frac{V_{p1}}{k_A - g} = \frac{V_{p0} * (1 + g)}{k_A - g} \quad (1)$$

Gdje je:

VP – vrijednost poduzeća

V_{p1} – očekivani FCF poduzeću za godinu dana

V_{p0} – zadnji ostvareni FCF poduzeću

g – očekivana stopa rasta FCF-ova poduzeću

k_A – ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)

Ako se koristi model slobodnog novčanog toka za dioničare (FCFE) autori upućuju koristiti Formulu 2:

$$VG = \frac{V_{G1}}{r - g} = \frac{V_{g0} * (1 + g)}{r - g} \quad (2)$$

Gdje je:

VG – vrijednost za dioničare

V_{G1} – očekivani FCF za dioničare za godinu dana

V_{G0} – zadnji ostvareni FCF za dioničare

g – očekivana stopa rasta FCF-ova za dioničare

r – zahtijevani prinos za dioničare

3.1.2. *Višeperiodni model slobodnih novčanih tokova*

Višeperiodni model FCF-ova koristi se kada se može prepoznati više karakterističnih razdoblja kretanja novčanih tokova. Najčešće se koriste dvoperiodni i troperiodni model. Ako se primjerice promatra poduzeće koje trenutno jedino proizvodi određeni proizvod ili uslugu na tržištu, te ako je validna činjenica da će kroz nekoliko godina doći do ulaska konkurentskih poduzeća koje će direktno utjecati na visinu novčanog toka poduzeća, navedeno se treba uzeti u obzir pri izradi modela. Tada će se u prvom periodu primijeniti jedna (viša) stopa rasta, a u drugom periodu, manja. Naravno, situacija može biti i obratna. To je karakteristično za poduzeća koja posjeduju značajnu kompetitivnu prednost nad ostalim poduzećima, primjerice u vidu tehnoloških dostignuća, koja poduzeću omogućuju da dugotrajno plasira proizvod po nižoj cijeni u odnosu na konkurenciju. Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) navode kako je tada moguće planirati kako će konkurencija, zbog nemogućnosti prilagodbe, biti primorana napustiti to tržište, čime će promatrano poduzeće u dugom roku moći ostvarivati veće stope rasta novčanih tokova. Troperiodni model rasta može se koristiti kada postoje tri jasna razdoblja kretanja novčanih tokova – razdoblje rasta, prijelazno razdoblje i razdoblje zrelosti. Višeperiodni modeli procjene novčanih tokova poduzeća koriste se ponajviše za poduzeća koja su stabilna i nalaze se u zrelih industrijama.

Koliko će se razdoblja (godina) procjene novčanih tokova uzeti za analizu ponajviše ovisi o samoj iskustvenoj procjeni analitičara, no potrebno je na umu imati kako se sa što većim odmakom u budućnost smanjuje razina pouzdanosti navedenih novčanih tokova. Neke događaje koji mogu utjecati na novčane tokove lako je moguće identificirati te odrediti njihov utjecaj na same tokove, dok je druge događaje, kao što su primjerice recesije, nepogode i prirodne katastrofe teško i gotovo nemoguće predvidjeti te je ponajviše zbog tih razloga tokove koji su u daljoj budućnosti potrebno uzeti s velikom rezervom. Ta nepredvidivost udaljenijih tokova, prema Kolačeviću i Hreljcu (2012) izražava se kroz korištenje veće diskontne stope za udaljenije novčane tokove. Što se tiče vremenskog perioda obuhvata, obično se u analizama uzima period promatranja od 3 do 5 godina, uz rezidualne novčane tokove koji nastaju nakon perioda promatranja.

Navedeni novčani tokovi mogu se izračunati u dvije inačice, FCFF i FCFE. Ako se analitičar odluči za izračun novčanih tokova za poduzeće (FCFF), Pervan (2012) upućuje na korištenje Formule 3:

$$\text{FCFF} = \text{NOPAT} + \text{Amortizacija} - \text{Kapitalni izdaci} - \text{Neto promjena radnog kapitala} \quad (3)$$

Gdje je NOPAT engleska skraćenica za neto operativnu dobit nakon oporezivanja.

Isto tako, Pervan (2012) navodi da je, ako se novčani tokovi računaju s aspekta za dioničare (FCFE), prikladno koristiti Formulu 4:

$$\text{FCFE} = \text{Novčani tok iz poslovnih aktivnosti} - \text{Kapitalni izdaci} - \text{Kamate na kreditne obveze} \quad (4)$$

3.1.3. Stopa rasta

Stopa rasta jedan je od ključnih inputa u analizi kretanja novčanih tokova. Potrebno je usmjeriti posebnu pozornost kod njenog određivanja jer odabir krive stope može označavati podcijenjenost ili precijenjenost tokova. DCF model polazi od pretpostavke da će stopa rasta biti konstantna u jednoj fazi (ako se radi o višeperiodnom modelu rasta gdje svaka faza ima svoju stopu rasta). Konstantna stopa rasta (eng. Perpetuity growth rate) uglavnom se određuje kao kombinacija kvantitativnih i/ili kvalitativnih faktora. Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) navode kako današnja praksa poznaje nekoliko modela stope rasta:

- Dugoročna industrijska stopa rata
- Gordonov model rasta
- Povijesne stope rasta
- Prognoze analitičara
- Prognoze uprave

Prva, i jedna od dviju najkorištenijih metoda izračuna stope rasta je dugoročna industrijska stopa rasta. Prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) polazište kod izračuna ove stope rasta upravo je kako i naziv metode kaže - dugoročna industrijska stopa rasta, koja se pak najčešće kreće sukladno rastu nominalnog BDP-a. Ako se ipak dugoročno koristi stopa rasta koja je viša od industrijske stope rasta (ili stope rasta BDP-a), to ima direktne implikacije na novčani tok poduzeća za koji se onda može pretpostaviti da će u doglednom razdoblju dostići novčani tok cjelokupne industrije, a posljedično onda

i cijelog gospodarstva. No, analitičar se može odlučiti koristiti iznadprosječne stope rasta ako poduzeće posluje na više tržišta što mu omogućuje takav iznadprosječni rast (Damodaran, 2010).

Drugi model rasta je Gordonov model rasta „g“, koji u obzir uzima da će rast poduzeća biti ovisan o neto dobiti koje poduzeće zadržava te o stopi profitabilnosti glavnice. Vidučić et al. (2015) navode da se očekivana stopa rasta može dobiti koristeći Formulu 5:

$$g = ROE * z \quad (5)$$

Gdje je:

g – očekivana stopa rasta po Gordonovom modelu

ROE – stopa profitabilnosti glavnice

z – stopa zadržavanja zarade

Stopa zadržavanja zarade može se dobiti na način da se izračuna stopa isplate dividendi, jer je poznato kako stopa zadržavanja zarade i stopa isplate dividendi zbrojen čine zaradu poduzeća. Ako primjerice poduzeće isplaćuje 20% zarade kroz dividende, stopa zadržavanja zarade je 80%.

Kod metode povijesne stope rasta, stope rasta koje su ostvarene u prošlosti mogu poslužiti kao orijentir za izračun očekivanih stopa rasta u budućnosti. No, ovaj način izračuna ne koristi se baš u praksi jer je ključna odrednica ovog modela stabilnost, a općepoznato je da je budućnost neizvjesna i nestabilna, stoga bi se ovaj model trebao koristiti isključivo uz oprez i u kombinaciji s drugim modelima procjene rasta.

Idući način izračuna stope rasta su prognoze analitičara. Dvije su oprečne strane, na jednoj strani oni koji smatraju kako su upravo prognoze analitičara najbolji izvor za izračun stope rasta jer uzimaju mnoštvo faktora u obzir, dok s druge strane postoji jedan dio stručnjaka koji sumnja u pouzdanost istih (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Zadnji model je model rasta temeljen na prognozama uprave. Navedenu metodu ne koristi se u praksi te bi istu trebalo uzeti s rezervom, obzirom da je uprava poduzeća najčešće zainteresirana za što pozitivniji rezultat procjene rasta, čime se dovodi u pitanje valjanost njihovih procjena.

3.1.4. Izračun rezidualne vrijednosti

Rezidualna (ili terminalna) vrijednost je upravo ona vrijednost za koju se može očekivati da odražava sve novčane tokove koji nastanu nakon projiciranog razdoblja. Prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) rezidualna vrijednost može se izračunati na više načina, a najpoznatiji su:

- Diskontirani očekivani novčani tokovi;
- Likvidacijska vrijednost;
- Trošak zamjene;
- Knjigovodstvena vrijednost,

ali i mnogi drugi.

U praksi se pak najčešće koristi način izračuna rezidualne vrijednosti koji se bazira na diskontiranim novčanim tokovima, obzirom da je taj pristup metodološki najbliži upravo DCF metodi (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Ako se rezidualna vrijednost želi izraziti pomoću Gordonovog modela konstantnog rasta, koristi se Formula 6:

$$R_V = \frac{V_t \cdot (1+g)}{k_A - g} \quad (6)$$

Gdje je:

V_t – slobodan novčani tok u vremenu t

g – očekivana dugoročna stopa rasta

k_A – ukupni trošak kapitala

Ovaj model pretpostavlja, kao i kod izračuna vrijednosti poduzeća, da će FCF rasti prema konstantnoj stopi u budućnosti. Bitna pretpostavka je da projicirano razdoblje FCF-ova bude dovoljno dugo razdoblje u kojem će poduzeće ući u fazu dugoročnog rasta.

3.1.5. Izračun vrijednosti poduzeća

Kako je i prethodno spomenuto, vremenska preferencija novca nešto je što značajno utječe na razumijevanje novčanih tokova. Stoga je potrebno sve novčane tokove svesti na sadašnju vrijednost (SV) koristeći prikladnu diskontnu stopu koja odražava rizik ulaganja u određeno poduzeće. Prije svega, formule za izračun ovisit će o tome primjenjuje li se pristup izračuna slobodnog novčanog toka poduzeću (FCFF) ili glavnici (FCFE) (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Ukoliko se primjenjuje FCFF, za izračun SV očekivanih tokova koristi se Formula 7:

$$V_{P0} = V_{Pt} * \frac{1}{(1+k_A)^t} \quad (7)$$

Gdje je:

V_{P0} – SV očekivanog FCFF-a

V_{Pt} – FCFF u razdoblju t

K_A – WACC

Konačno, za izračun vrijednosti poduzeća koristeći FCFF koristi se Formula 8:

$$VP = \sum \frac{V_{Pt}}{(1+k_A)^t} + \frac{V_{PT} * \frac{(1+g)}{k_{An} - g}}{(1+k_A)^T} \quad (8)$$

Gdje je:

VP – vrijednost poduzeća

k_{An} – trošak kapitala u stabilnoj fazi rasta

t – broj razdoblja

Ako se analitičar odluči za izračun koristeći FCFE, tada se za izračun PV-a tokova koristi Formula 9:

$$V_{G0} = V_{Gt} * \frac{1}{(1+r)^t} \quad (9)$$

Gdje je:

V_{G0} – SV očekivanog FCFE-a

V_{Gt} – FCFE u razdoblju t

r – zahtijevani prinos na običnu glavniciu

Zaključno, za izračun vrijednosti poduzeća koristeći FCFE metodu koristi se Formula 10:

$$VG = \sum \frac{V_{Gt}}{(1+r)^t} + \frac{V_{GT} * \frac{(1+g)}{r_n - g}}{(1+r)^T} \quad (10)$$

Gdje je:

VP – vrijednost obične glavnice

r – zahtijevani prinos na običnu glavniciu u fazi supernormalnog rasta

r_n - prinos na običnu glavniciu u fazi dugoročnog stabilnog rasta

g – dugoročna stabilna stopa rasta nakon zadnje godine projekcije novčanih tokova u kojoj se ostvaruje rez. vrijednost

3.1.6. Prednosti i nedostaci korištenja DCF metode

Zaključno, poglavlje DCF metode sumirat će se iznošenjem prednosti i nedostataka uporabe DCF metode, kako je i vidljivo u Tablici 2.

Tablica 2:*Prednosti i nedostaci DCF metode*

| Prednosti | Nedostaci |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none">• U model se mogu uključiti sva očekivana kretanja novčanih tokova procjenjivanog poduzeća ili mete preuzimanja, poput očekivanih operativnih sinergija ili promjena u strukturi troškova;• Procjena vrijednosti temelji se na prognozama i projekcijama uključenima u model;• Promjene u procjenama i pretpostavka-ma jednostavno se uključuju unošenjem izmjene u model te je model lako prilagoditi svakom zasebnom slučaju. | <ul style="list-style-type: none">• Ova je metoda teško primjenjiva kad slobodni novčani tokovi nisu usklađeni s profitabilnošću u prvoj fazi razvoja poduzeća;• Prognoze novčanih tokova i dobiti uključuju visoku razinu nesigurnosti, čak i za sljedeću godinu, a osobito za vječnost;• Odabrana diskontna stopa, na koju utječu kretanja na tržištu kapitala i promjene vezane konkretno uz promatrana poduzeća, ima snažan utjecaj na konačnu vrijednost procjene;• Procjena rezidualne vrijednosti podložna je pogreškama te je pod velikim utjecajem procijenjene stope rasta i procijenjenog ponderiranog prosječnog troška kapitala. |

Izvor: izrada autora prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012)

3.2. Metoda diskontiranih dividendi (DDM)

Dividenda je udio dobiti društva koju je Glavna skupština društva odredila i odobrila za isplatu imateljima običnih dionica. Dividenda se najčešće isplaćuje u obliku novca, no postoje i drugi načini isplate, kao što je isplata u novim dionicama poduzeća, i sl. Isplata dividendi vrši se u pravilu jednom godišnje, najčešće nakon što Glavna skupština usvoji izvješća poduzeća za godinu koja je prethodila. Tada skupština određuje referentni datum temeljem kojeg će svi dioničari, koji su držali dionice tog poduzeća na taj datum, dobiti isplatu pripadajuće im dividende. Ako se želi s aspekta dioničara utvrditi koja je to vrijednost dionice poduzeća temeljeno na isplatama dividende možemo upotrijebiti model diskontiranih dividendi (engl. Discounted dividend model, DDM). Glavna pretpostavka za upotrebu ovog modela vrednovanja je da poduzeće u povijesti redovito isplaćivalo dividendu, odnosno da postoji, na razini poduzeća, definirana „Politika isplate dividendi“. Imajući navedeno na umu,

dividende se mogu, s aspekta dioničara, promatrati kao novčani tok u vremenski neograničenom razdoblju (ovdje se ponovno naglašava kako je pretpostavka o vremenski neograničenom poslovanju ključna pretpostavka za korištenje ovog modela). Kao i kod DCF modela, i ovdje se vrijednost dioničke glavnice, prema Šodanu (2018) može izračunati tako da se diskontiraju očekivane buduće dividende uz korištenje diskontne stope koja je u biti trošak dioničke vlasničke glavnice (odnosno zahtijevani prinos na dionicu).

Kako je i navedeno, bitna napomena kod ovog modela je da on ne može izračunati vrijednost poduzeća, već samo vrijednost glavnice. Koristi se Formula 11 za izračun:

$$\text{Vrijednost dionice}_0 = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{k_e - g} \quad (11)$$

Gdje je:

D_0 – iznos dividende u tekućem, nultom razdoblju

D_1 – iznos dividende u narednom razdoblju

k_e – trošak vlasničke obične glavnice (zahtijevani prinos na dionicu)

g – dugoročna stopa rasta dividendi

Iz Formule 11 vidljiva je ponovna uporaba pojma dugoročne stope rasta, u ovom slučaju dividendi. Analogno DCF modelu, i ovdje analitičar ima na izbor koju će, od navedenih u poglavlju 3.1.3. koristiti. U Formuli 10 koristio se Gordonov model rasta zbog njegove sveobuhvatne primjene, a on i ovdje predviđa da će dividende rasti beskonačno u budućnosti po konstantnoj stopi „g“.

Za kraj, kao i kod DCF metode, prednosti i nedostaci sumirani su u Tablici 3:

Tablica 3:

Prednosti i nedostaci DDM metode

| Prednosti | Nedostaci |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> DDM bazira se na slobodnim novčanim tokovima dividendi koje su objektivno s aspekta dioničara koristan i jednostavan način za izračun vrijednosti dionice; | <ul style="list-style-type: none"> Bazira se na mnogo pretpostavki, a ključno na konstantnoj stopi rasta, koja ne mora uvijek biti točna; |

-
- DDM u obzir uzima vremensku vrijednost novca (dividendi) i vremenski udaljenije novčane tokove diskontira na sadašnju vrijednost uz korištenje diskontne stope;
 - Koristeći DDM moguće je vršiti usporedbu s konkurencijom (samo ako ista isplaćuje dividendu) te tako utvrditi radi li se o dionici koja je podcijenjena ili precijenjena.
 - DDM zahtjeva da postoji kontinuirana isplata dividendi. Politiku isplate dividendi teško je predvidjeti, kao i mogući iznos dividende koji je direktno povezan s dobiti poduzeća;
 - Nije prikladan za uporabu kod poduzeća koja ne isplaćuju dividendu.
-

Izvor: izrada autora prema Damodaranu (2010)

Zaključno; DDM unatoč svojoj jednostavnosti za izračun nosi značajne nedostatke jer se pretežno oslanja na dosta pretpostavki, stoga bi se u izračunima vrijednosti on trebao kombinirati s nekim drugim modelima vrednovanja, kao što je DCF. Za otklanjanje nedoumica, ovaj model, kao i DCF, trebao bi se koristiti kod poduzeća koja su u zrelih industrijama i ostvaruju stabilne, predvidive stope rasta (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

3.3. Izračun troška kapitala i troška duga

Rizik je sastavni dio poslovanja, i kao takav također je faktor koji investitor treba imati pri umu kod investicijskih ulaganja. Prema Vidučić et al. (2015) rizik se definira kao odstupanje stvarnih povrata od očekivanih, a mjeri se varijancom ili standardnom devijacijom distribucije. Što je odstupanje stvarnih od očekivanih povrata veće, veća će biti i varijanca. Glavna podjela rizika je na sustavne i nesustavne rizike. Sustavni (ili tržišni) rizik onaj je rizik na koji pojedinačni investitor ne može utjecati, a predstavlja rizik cjelokupnog tržišta, odnosno predstavlja sve događaje koji mogu utjecati na kolaps istog. Nesustavni rizik pak, s druge strane, karakterističan je za određeno poduzeće ili industriju unutar koje investitor ulaže i ovaj rizik se, do određene mjere, može smanjiti diverzifikacijom portfelja investitora (primjerice investiranjem u različita poduzeća koja se nalaze u različitim industrijama). U praksi najpoznatiji model za mjerenje tržišnog rizika je model vrednovanja kapitalne imovine (eng. Capital asset pricing model, skr. eng. CAPM). Upravo je glavna prednost CAPM-a to što u obzir uzima i sustavni rizik kojeg tada dovodi u vezu s očekivanim prinosom.

3.3.1. Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM)

Unatoč svojoj širokoj primjeni, CAPM model funkcionira pod nekoliko ograničenja, a prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) neka od ograničenja su:

1. Investitori su neskloni riziku
2. Investitori su racionalni te teže držati uravnotežen i diverzificiran portfelj
3. Svi investitori imaju jednaka očekivana razdoblja držanja
4. Svi investitori imaju jednaka očekivanja
5. Ne postoje transakcijski troškovi
6. Ne postoje porezi povezani s investiranjem
7. Tržište je savršeno djeljivo i likvidno
8. Stopa zarade od davanja zajma jednaka je trošku uzimanja zajma

Teško je kazati kako se svaki investitor pridržava točaka pod 1.,2. ili 3., isto kao što je gotovo teško naći gospodarstvo u kojem ne postoje porezi povezani s investiranjem (točka 6). Unatoč ovim ograničenjima, CAPM model do danas je jedan od najkorištenijih u praksi. Nakon definiranja ograničenja, prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) primjena CAPM modela u 4 koraka je kako slijedi:

1. Procjena nerizične kamatne stope;
2. Procjena očekivane tržišne riziko-premije
3. Procjena beta koeficijenta;
4. Uvrštavanje veličina za izračun troška kapitala.

Formula 12 koristi se za izračun troška kapitala prema CAPM modelu:

$$k_e = R_F + \beta * (R_M - R_F) \quad (12)$$

Gdje je:

R_F – stopa prinosa na nerizično ulaganje

β – mjera sustavnog rizika (beta)

R_M – očekivani prinos tržišta

Teško je definirati da postoji ulaganje bez rizika, a prema tome i stopu prinosa na takvo nerizično ulaganje. No, analitičari aproksimaciju ovoj stopi najčešće traže u stopa prinosa na državne obveznice, jer se takvo ulaganje u društvenim aspektima smatra najsigurnijim, obzirom da je bankrot opće države gotovo nemoguć (ali ipak moguć) (Hayes, 2022). Uzima se stopa povrata na državne obveznice za onu državu u kojoj se nalazi poduzeće (ili, ako se radi o velikom, multinacionalnom poduzeću, može se uzeti stopa prinosa za onu državu u kojoj je locirana većina poslovanja poduzeća, točnije ona država gdje poduzeće plaća glavninu poreza). Prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) obveznica koja se uzima u obzir trebala bi imati rok dospeljeća od barem 10 godina (dugoročne državne obveznice).

Tržišna riziko-premija (eng. Market risk premium) predstavlja razliku između očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope. Ova premija rizika može se odrediti iz povijesnih rezultata, ili budućih očekivanja. Naime, može se postaviti pitanje dokazivanja ispravnosti neke određene premije, stoga je njeno određivanje subjektivno od strane investitora odnosno analitičara. Aswath Damodaran, profesor korporativnih financija i stručnjak za vrednovanje upotrebljava premije koje su rezultat karakteristika financijskih tržišta, povrh prinosa vladinih obveznica. U nastavku ovog rada, u praktičnom djelu rada, koristit će se upravo njegove premije koje on redovito ažurira i objavljuje javno na svojim web stranicama.

Beta koeficijent sljedeći je faktor za izračun troška kapitala. Beta koeficijent dionice „ β “, prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) mjeri povezanost prinosa na analiziranu dionicu s cjelokupnim tržišnim prinosom. Ovisno o iznosu Beta koeficijenta tumači se reakcija dionice na tržišna kretanja:

- Ukoliko je $\beta = 1$, takva dionica ima prosječnu tržišnu osjetljivost, odnosno njezin očekivani prinos jednak je očekivanom tržišnom prinosu.
- Ukoliko je $\beta < 1$, dionica tog poduzeća manje je osjetljiva na tržišne rizike, odnosno ima manji sistemski rizik, a samim time i niži prinos od tržišnog
- Ukoliko je $\beta > 1$, dionica takvog poduzeća ima veći sistemski rizik od tržišnog prosjeka, no i veći očekivani prinos.

Tri su najkorištenija pristupa izračunu bete, a to su: povijesna beta, prilagođena beta te fundamentalna beta (Damodaran, 2010). Povijesna beta, kako i naziv govori, za izračun koristi podatke iz povijesti, gdje se uspoređuju relativnu volatilitet dionice u odnosu na tržište te se za pretpostavku uzima činjenica da volatilitet ostati jednaka i u budućnosti, što naravno najčešće nije slučaj. Stoga je ovakav pristup izračunu bete, iako značajno korišten u praksi, ipak nedovoljan kako bi se dobio kvalitetno

izračunat beta koeficijent. Stoga je prilagođena beta, kao jedan od pristupa, korektniji za izračun bete. Navedeni pristup u obzir uzima činjenicu da stvarne bete, s protekom vremena, pokazuju tendenciju konvergiranja ka 1. Koristiti se može Formula 13 za izračun prilagođene bete:

$$\text{Prilagođena beta} = (0,67 * \text{povijesna beta}) + (0,33 * 1) \quad (13)$$

Treći pristup, pristup izračuna fundamentalne bete, prema Damodaranu (2010) polazi od uključivanja parametara koji određuju rizičnost poslovanja, a to su:

- Tip poslovne aktivnosti
- Operativna poluga – kao funkcija troškovne strukture poduzeća
- Financijska poluga

Navodi se i kako je upravo pristup fundamentalne bete najprecizniji kod određivanja bete poduzeća, u odnosu na ostale modele. Osim navedenih metoda izračuna, u praksi se često koristi i model komparacije s usporedivim poduzećima, gdje analitičari betu računaju na način da se uspoređiva poduzeća koristeći javno dostupne podatke prvo prilagode za razlike u financijskim polugama, nakon čega je moguće usporediti poduzeća jer dobiveni rezultat predstavlja betu bez duga (eng. Unlevered beta). Beta bez duga tako označava rizik poduzeća, a beta s dugom financijski rizik.

3.3.2. *Trošak duga*

Poduzeće „apetite“ za novcem može podmiriti iz vlastitih ili iz tuđih izvora financiranja. Ako se poduzeće zadužuje, to može napraviti na dva načina, javnim putem ili privatnim putem (Vidučić et al., 2015). Privatni put najčešće označava podizanje kredita ili sličnog vida kreditiranja od bankarskih institucija za potrebe poslovanja. Ako se poduzeće pak, pretežno financira ovim putem, teže je za izračunati koliki je trošak duga. Tada se za aproksimaciju može koristiti trošak duga drugih, usporedivih poduzeća iz industrije, ili se mogu u obzir uzeti podaci banaka o kretanjima uvjeta kreditiranja za poduzeća. Javni način pak, označava emisiju vrijednosnih papira, odnosno dionica ili obveznica. U pravilu će, ovaj način financiranja, odabrati poduzeća koja imaju dobre ili odlične projekcije za podmirenje troška koji nastaje ovakvom vrstom financiranja. Kako bi investicijske i analitičke kuće smanjile rizike koji nastaju kod investitora u vrijednosne papire, u praksi je razvijen sustav kreditnog rejtinga, gdje te iste kuće, sukladno svojoj metodologiji, izdavačima vrijednosnih papira (poduzećima)

dodjeljuju (najčešće slovnu) oznaku koja aproksimira rejting odnosno rizik povezan s ulaganjem u određeno poduzeće. Na takav način se, osim smanjenja rizika neispunjena obveze od strane poduzeća, dodatno doprinosi percepciji javnosti promatranog poduzeća. Osim što će likvidnija poduzeća moći lakše podmiriti eventualne obveze, isti se mogu lakše i jeftinije zadužiti privatnim putem, čime im se uistinu daje na izbor između načina financiranja. Tako primjerice poduzeće s dobrim kreditnim rejtingom koje je slabo zaduženo može radije odabrati financiranje privatnim kanalima jer u takvim slučajevima mogu „spustiti“ kamatnu stopu koju im banka nudi, u odnosu na primjerice emisiju obveznica gdje, unatoč kreditnom rejtingu, prinos na istu mora, između ostalog, odražavati i gore tumačeni sustavni rizik. Jedan od načina na koji analitičar može izračunati trošak duga je poduzeće kroz aproksimaciju kamatne stope, odnosno prema Šodanu (2018) na način da izračuna trošak kamata iz računa dobiti i gubitka u odnosu na knjigovodstvenu vrijednost dugoročnog duga iz prethodne godine iz bilance. Bitno je naglasiti kako je trošak duga alat koji se može iskoristiti i u svrhe umanjenja osnovice poreza na dobit (PD), obzirom da su rashodi na kamate porezno priznati te isti umanjuju osnovicu PD-a, stoga je i ovaj način aproksimacije potrebno uzeti s rezervom.

Trošak duga može se još izračunati i prema Formuli 14:

$$k_d = i * (1 - t) \quad (14)$$

Gdje je:

i = trošak kamata

t = stopa poreza na dobit

Trošak duga, koristeći Formulu 14, uvrštava se kao varijabla u formulu za izračun prosječnog ponderiranog troška (WACC-a).

3.3.3. *Prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC)*

Prosječni ponderirani trošak kapitala (eng. Weighted Average Cost of Capital, skr. WACC) se može definirati kao financijski pokazatelj sveukupnog troška kapitala za poduzeće koji u obzir uzima relativnu zastupljenost vlasničke glavnice i duga poduzeća s ciljem prezentiranja vrijednosti koja će odražavati minimalan povrat koji očekuju svi dionici (Šodan, 2018). Jedna od formula koja se može koristiti je Formula 15:

$$WACC = k_e * E / (E+D) + k_d * (1-0,18) * D / (D+E) \quad (15)$$

Gdje je:

k_e – trošak vlasničke glavnice

k_d – trošak dugoročnog duga

E – tržišna vrijednost (ili knjigovodstvena vrijednost) glavnice

D – tržišna vrijednost (ili knjigovodstvena vrijednost) dugoročnog duga

Savjet je da se pri računanju pondera sastavnica koriste tržišne vrijednosti obzirom da je korištenjem istih moguće točnije izračunati koji je to prinos kojeg dioničari očekuju s obzirom na uloženi kapital (Damodaran, 2010). Način izračuna troška vlasničke glavnice k_e obrađen je u poglavlju 3.3.1. Ako poduzeće koristi i financiranje povlaštenim dionicama, prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) potrebno je i njih uključiti u izračun WACC-a. Oni navode kako je procjene WACC-a potrebno raditi redovito, jer se promjene u strukturi financiranja poduzeća iz godine u godinu mogu značajno promijeniti.

4. RELATIVNI MODELI VREDNOVANJA

Vrednovanje relativnim modelima (u praksi se spominje i naziv vrednovanje multiplikatorima) izuzetno je popularno među analitičarima ali i generalno među svim dionicima ponajviše zbog jednostavniji korištenja istih u odnosu na ekonomske modele vrednovanja (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Relativni modeli najčešće ne zahtijevaju duge formule ni izračune raznih varijabli, najčešće se sastoje od svega dviju vrijednosti koje se dovode u odnos. Jednostavnost izračuna te minimalnost potrebnih varijabli ujedno je najveća prednost, ali i mana ovog modela. Varijable koje ulaze u izračun temelje se na trenutnim ili povijesnim podacima, stoga relativni modeli ne odražavaju potencijalna kretanja u budućnosti kao što to mogu ekonomski modeli. Imajući na umu navedeno, ovi modeli trebali bi se koristiti kao nadopuna nekim drugim modelima vrednovanja, primjerice u kombinaciji s DCF metodom. Isto tako, kako ovi modeli u brojniku najčešće uzimaju neki vid glavnice, ovi modeli prikladniji su za uporabu kod poduzeća kod kojih se ista može preciznije utvrditi (kod npr. poduzeća čije dionice kotiraju na burzi). Nekoliko je koraka kod vrednovanja relativnim modelima (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012):

1. Odabir multiplikatora koji će se računati;
2. Odabir usporedivih poduzeća;
3. Izračun multiplikatora;
4. Izračun vrijednosti poduzeća koristeći multiplikatore

Prvo, analitičar je prije ikakvih izračuna dužan odabrati poduzeća koja će činiti usporedivu grupu (eng. Peer group). To mogu biti poduzeća iz istog sektora djelatnosti, no i u tom slučaju potreban je oprez jer ponekada i poduzeća iz istog sektora mogu imati drugačije strategije, tržišta i sl. Ovaj problem donekle se može minimizirati ukoliko se za sva usporediva poduzeća u tom sektoru izračuna neka od mjera kao što su aritmetička sredina ili medijan. Navedeno se još može dograditi da ponderiranjem usporedivih poduzeća prema nekom kriteriju (primjerice prema tržišnom udjelu). Tako će se eliminirati poduzeća koja su s jedne ili druge strane distribucije. Ukoliko na lokalnim tržištima poslovanja nije moguće pronaći slično poduzeće za usporedbu, može se izabrati neko drugo internacionalno poduzeće koje djeluje u istom sektoru, no tada je, prema Šodanu (2018), ispravno računati samo one multiplikatore unutar kojih nisu sadržane varijable na koje utječe porezna stopa (primjerice umjesto neto dobiti bit će prikladnije koristiti EBIT).

Šodan (2018) multiplikatore dijeli u 3 glavne kategorije:

1. Multiplikatore zasnovane na vrijednosti glavnice
2. Multiplikatore zasnovane na vrijednosti poduzeća
3. Multiplikatore zasnovane na rastu

Prije obrade svake od kategorija, prednosti i nedostaci korištenja relativnih modela vrednovanja vidljivi su u Tablici 4:

Tablica 4:

Prednosti i nedostaci relativnih metoda vrednovanja

| Prednosti | Nedostaci |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Podaci su lako dostupni • Model ne uzima puno pretpostavki i prognoza • Ovom metodom dolazi se do aproksimacije vrijednosti poduzeća u odnosu na slična na tržištu | <ul style="list-style-type: none"> • Osjetljivost metoda očekuje da se svi inputi što točnije odrede • Ove metode nisu pogodne za poduzeća koja ne kotiraju na tržištima kapitala • Kvalitativne inpute nije moguće uključiti u izračun • Korištenje povijesnih podataka ne mora održavati kretanja u budućnosti |

Izvor: izrada autora prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012)

4.1. Multiplikatori zasnovani na vrijednosti glavnice

Osim gdje nije drugačije navedeno, izvor za sva daljnja tumačenja kao i formule pripadajućih multiplikatora je Šodan (2018).

Multiplikator odnosa cijene i dobiti (P/E, PER) jedan je od najčešće korištenih multiplikatora obzirom da se dobit smatra kao najvažniji čimbenik stvaranja vrijednost. Računa se kao omjer tržišne kapitalizacije i neto dobiti prema Formuli 16:

$$P/E = \text{tržišna kapitalizacija} / \text{neto dobit} \quad (16)$$

Ili ako se multiplikator želi izraziti po jednoj dionici, upotrebljava se Formula 17:

$$P/E = \text{tržišna cijena dionice} = \text{neto dobit po dionici} \quad (17)$$

Multiplikator odnosa cijene i novčanog toka (P/CF) u obzir uzima operativni novčani tok, odnosno natrag se trebaju dodati svi rashodi koji zapravo ne uzrokuju odljev sredstava iz poduzeća, kao što su amortizacija i deprecijacija. Ovaj multiplikator može se koristiti za poduzeća koja su neprofitabilna unatoč tome što imaju značajan pozitivan novčani tok, jer je najčešće evidentno da većina tih novčanih tokova ne uzrokuju i stvaran odljev. Koristi se Formula 18:

$$P/CF = \text{tržišna kapitalizacija} / \text{operativni novčani tok} \quad (18)$$

Multiplikator odnosa cijene i knjigovodstvene vrijednosti glavnice (P/B, P/BV) računa se prema Formuli 19 kao omjer:

$$P/B = \text{tržišna kapitalizacija} / \text{knjigovodstvena vrijednost obične glavnice} \quad (19)$$

Ovaj multiplikator, prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) može se koristiti i kod poduzeća koja posluju s gubitkom, a u odnosu na P/E pokazatelj manje je volatilan jer se knjigovodstvena vrijednost glavnice ne mijenja izvanredno kao što može biti slučaj s dobiti.

Multiplikator odnosa cijene i prihoda od prodaje (P/S) može se prema Formuli 20 izračunati kao omjer:

$$P/S = \text{tržišna kapitalizacija} / \text{prihodi od prodaje} \quad (20)$$

Ovaj pokazatelj prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) također se može računati i za poduzeća koja posluju s gubitkom, jer su prihodi od prodaje manje manipulativni u odnosu na neto dobit na koju utječu razni računovodstveni standardi i zakoni. Glavni nedostatak modela je što ne razumije odakle je rast razine prihoda od prodaje nastao; isti nekada ne mora posljedično utjecati i na rast novčanih tokova. Isto tako, struktura troškova ne razmatra se kod ovog pokazatelja što posljedično može uzrokovati krivu interpretaciju pokazatelja ukoliko je porast troškova proizvodnje jedino utjecao na rast prihoda (naravno uz *ceteris paribus* svih ostalih varijabli koji čine prihod od prodaje).

4.2. Multiplikatori zasnovani na vrijednosti poduzeća

Multiplikator odnosa neto vrijednosti poduzeća i EBITDA u odnos dovodi NV poduzeća (eng. enterprise value, EV) te dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (eng. Earnings before interest, tax, depreciation and amortization, EBITDA), odnosno prema Formuli 21:

$$EV/EBITDA = NV \text{ poduzeća} / EBITDA \quad (21)$$

NV poduzeća može se, prema Šodanu (2018), dobiti tako da se od ukupne tržišne vrijednosti poduzeća oduzme vrijednost novca i kratkotrajne utržive financijske imovine. Prema Milošu Sprčiću i Oreškoviću Sulji (2012) ovaj multiplikator korisniji je od P/E jer se mogu uspoređivati poduzeća s različitom razinom financijskog duga. Isto tako, EBITDA je kod poduzeća koje posluju s gubitkom najčešće ipak pozitivna, što znači da se može koristiti i za poduzeća koja posluju s gubitkom.

Multiplikator odnosa neto vrijednosti poduzeća i EBIT samo je varijacija prethodno spomenutog multiplikatora, gdje EBIT označava dobit prije kamata i poreza (eng. Earnings before interest and tax), izračun prema Formuli 22 je:

$$EV/EBIT = NV \text{ poduzeća} / EBIT \quad (22)$$

Multiplikator odnosa neto vrijednosti poduzeća i prihoda od prodaje računa se prema Formuli 23:

$$EV/S = NV \text{ poduzeća} / \text{prihodi od prodaje} \quad (23)$$

4.3. Multiplikatori zasnovani na rastu

Najpoznatiji multiplikator ove klase je *multiplikator odnosa P/E i stope rasta (G)*, (PEG), koji se, prema Šodanu (2018), interpretira kao P/E po jedinici očekivanog rasta. Ova formula promatra kako rast utječe na vrijednost P/E pokazatelja. Navedeni pokazatelj „standardizira“ P/E pokazatelj za poduzeća s različitim stopama rasta. Pretpostavka koja vrijedi je da su dionice s nižom vrijednosti PEG-a atraktivnije s aspekta investitora za ulaganje u odnosu na dionice koje imaju visoku vrijednost PEG-a.

5. ANALIZA PODUZEĆA I OKRUŽENJA

5.1. O poduzeću

Ključne informacije iz povijesti razvoja te današnje pozicije i vlasničke strukture Atlantic Grupe koje su prezentirane u nastavku rada mogu se pronaći na web stranicama poduzeća te unutar Godišnjeg izvješća Grupe za 2022. godinu (u daljnjem tekstu: GI) koje je dostupno na stranicama poduzeća ili na stranicama EHO servisa Zagrebačke burze.

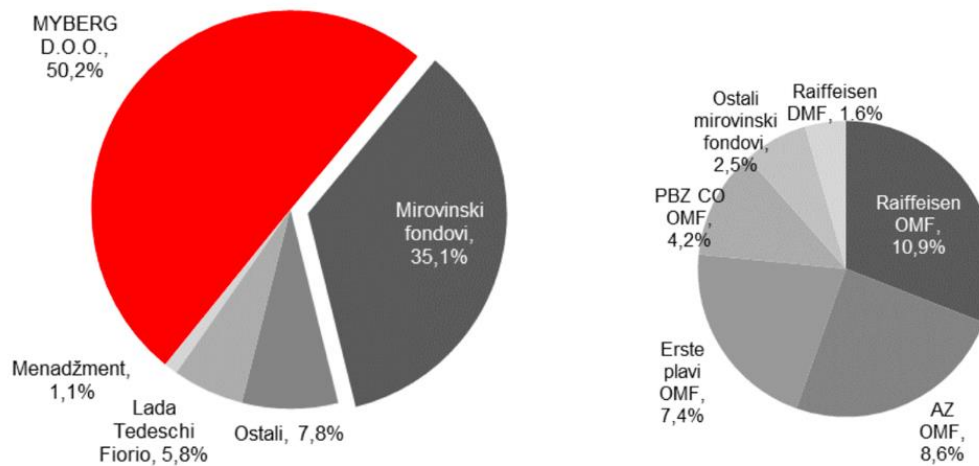
Počeci Atlantic Grupe d.d. sežu u 1991. godinu kada je osnovano poduzeće kao društvo s ograničenom odgovornošću „Atlantic Trade“. Prvotno, poduzeće je imalo kao primarnu djelatnost distribuciju robe široke potrošnje, a nakon akvizicije Cedevite 2001. godine postaje i proizvodno poduzeće. 2006. godine prelazi u dioničko društvo, a 2007. godine obavljena je inicijalna javna ponuda čime su dionice poduzeća postale predmet trgovanja na Zagrebačkoj burzi. Paralelno s investicijama u temeljni predmet poslovanja (distribucija i proizvodnja hrane i robe široke potrošnje) Grupa počinje investirati i u druge djelatnosti, te tako intenzivno započinje preuzimanje manjih ljekarničkih poduzeća formirajući vlastiti lanac ljekarni pod nazivom „Farmacia“. 2010. godine Grupa je napravila akviziciju „Droge Kolinske“ za 234. mil. EUR, što je tada bila jedna od najvećih transakcija preuzimanja u Europi. Danas je Atlantic Grupa jedno od najvećih poduzeća na području Adria regije u distribucijskoj i proizvodnoj djelatnosti.

Vlasnička struktura Atlantic Grupe vidljiva je iz Grafičkog prikaza 1. Grupa je, od svog osnutka pa do danas, u većinskom vlasništvu Emila Tedeschija (de facto). U 2022. godini Tedeschi je prebacio prava upravljanja na društvo Myberg d.o.o., čiji je ujedno i jedini vlasnik (izvor: Web stranica Grupe). Ostatak vlasništva većinom je u obveznim te dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Najveći udio od mirovinskih fondova ima Raiffeisen obvezni mirovinski fond, zatim slijede AZ i Erste fond.

Bitno je spomenuti i kako je u srpnju 2022. godine izvršena podjela dionica Grupe (eng. Stock Split) na način da je dotadašnja jedna dionica pretvorena u četiri dionice (izvor: Web stranica Grupe). Podjelom dionica ne povećava se temeljni kapital Društva pa se slijedom toga ne mijenja ni vrijednosti Grupe. Poduzeća mogu iz raznih razloga raditi podjelu dionica, no najčešće se podjela radi kada cijena pojedinačne dionice postane značajno visoka, posebice za male investitore. Prema Kesegiću (2022) podjelom dionica poduzeće želi povećati i likvidnost dionice na burzi te time smanjiti raspon cijena u knjizi naloga između najpovoljnijih kupaca i prodavatelja.

Grafički prikaz 1:

Vlasnička struktura Grupe



Izvor: GI Grupe za 2022. godinu

Grafički prikaz 2 prikazuje najznačajnije proizvodne i uslužne brendove koji su u vlasništvu Grupe:

Grafički prikaz 2:

Brandovi u vlasništvu Grupe



Izvor: GI Grupe za 2022. godinu

Osim proizvodnje koja najznačajnije sudjeluje u ukupnim prihodima Grupe, značajni dio prihoda ostvaruje se i od distribucije principalskih brendova, čija distribucija na tržištima gdje Grupa posluje donosi 27,8% ukupnih prihoda.

Operativno poslovanje Grupe podijeljeno je prema Strateškim Poslovnim Područjima (SPP-ovima) te prema Strateškim Distribucijskim Područjima (SDP-ovima). Detaljna podjela Strateških područja vidljiva je na Grafičkom prikazu 3:

Grafički prikaz 3:

Podjela operativnog poslovanja Grupe



Izvor: GI Grupe za 2022. godinu

5.2. Analiza povijesnih rezultata poduzeća

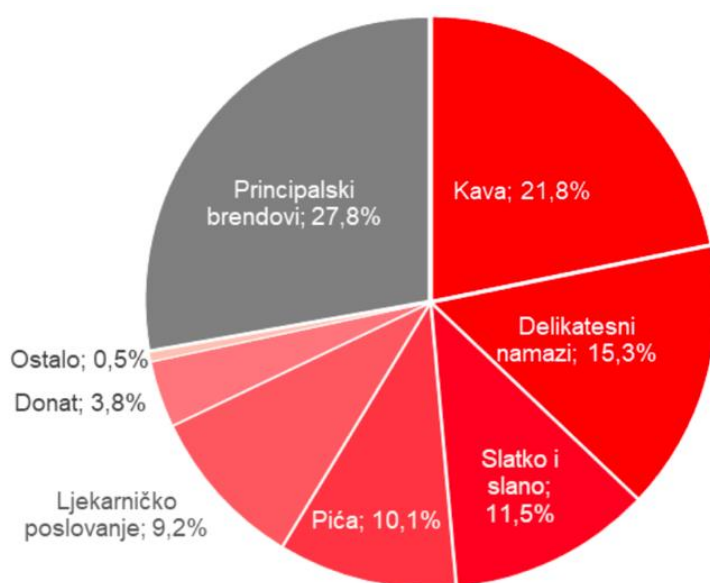
U ovom poglavlju analizirat će se najvažnije odrednice poslovanja Grupe s naglaskom na poslovanje u 2022. godini.

5.2.1. Analiza prihoda, rashoda i operativne dobiti

Atlantic Grupa 2022. godinu zaključila je s 846,2 milijuna eura prihoda, što je rast od 11,8% u odnosu na prethodnu godinu. Na Grafičkom prikazu 4 prikazan je pregled prihoda od prodaje u 2022. godini po segmentima Grupe:

Grafički prikaz 4:

Pregled prihoda Grupe po segmentima



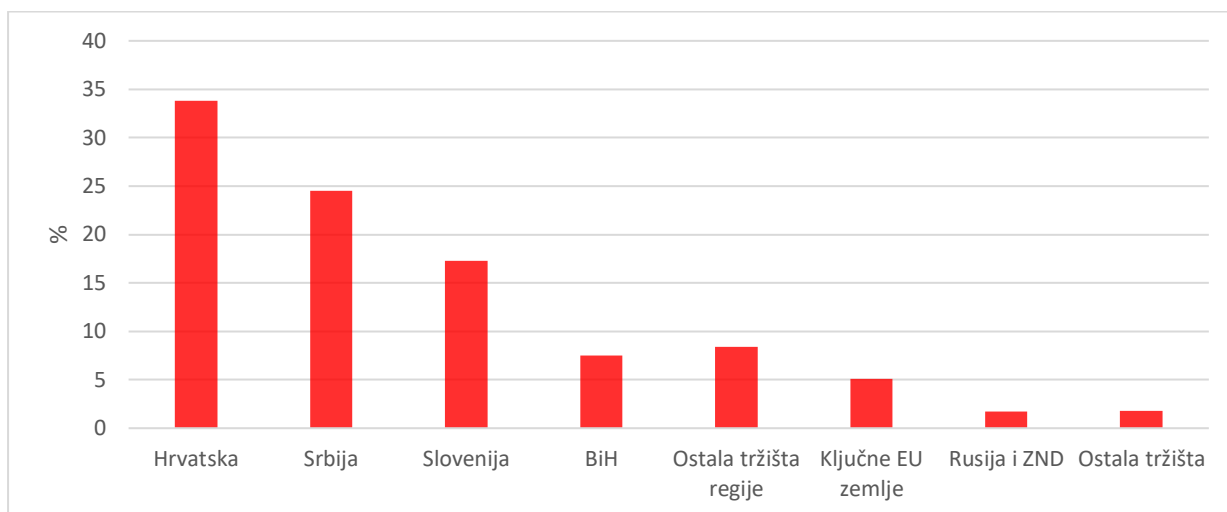
Izvor: GI Grupe za 2022. godinu

Kako je i vidljivo iz Grafikona, prihodima najviše pojedinačno pridonosi prodaja principalskih brendova (27,8%), a zatim SPP Kava sa 21,8%. Najmanje prihoda dolazi iz PP-a Donat (3,8%). Proizvodne djelatnosti Grupe zbirno doprinose približno 62,5% ukupnog prihoda.

Na Grafičkom prikazu 5 vidljiva je raspodjela prihoda prema geografskim područjima:

Grafički prikaz 5:

Pregled prihoda 2022. godine prema geografskim područjima



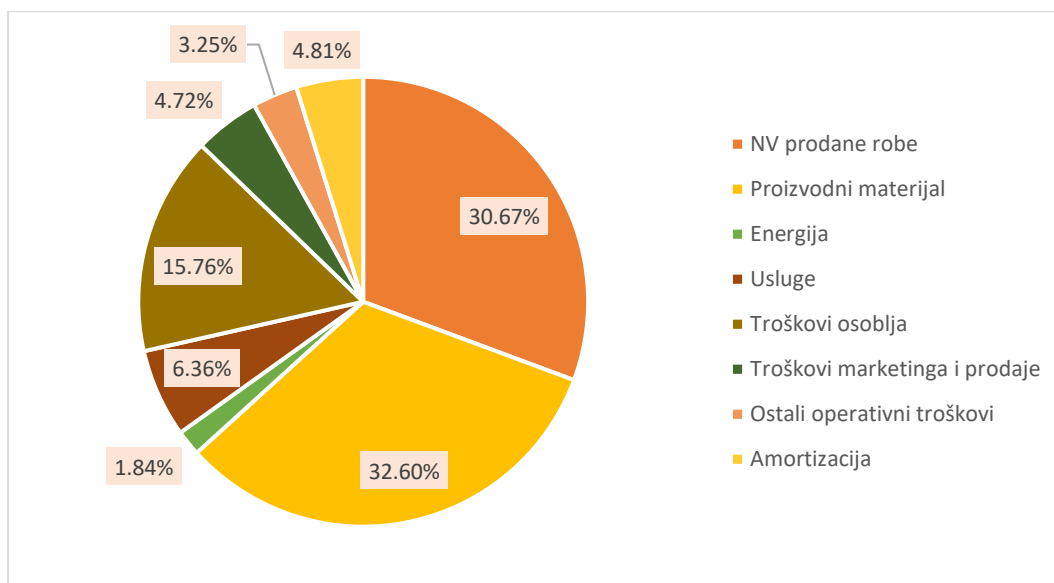
Izvor: izrada autora prema podacima iz GI za 2022. godinu

Promatrano prema geografskim područjima, glavnina prihoda generira se unutar Hrvatske (33,8%), slijedi Srbija sa 24,5% te još i Slovenija od zemalja sa značajnijim udjelom (17,3%). Ostala tržišta zbrojeno ostvaruju kao i tržište Srbije, točnije 24,4%.

Raspodjela operativnih troškova Grupe u 2022. godini prikazana je u Grafičkom prikazu 6:

Grafički prikaz 6:

Distribucija operativnih troškova Grupe



Izvor: izrada autora prema podacima iz GI-a za 2022. godinu

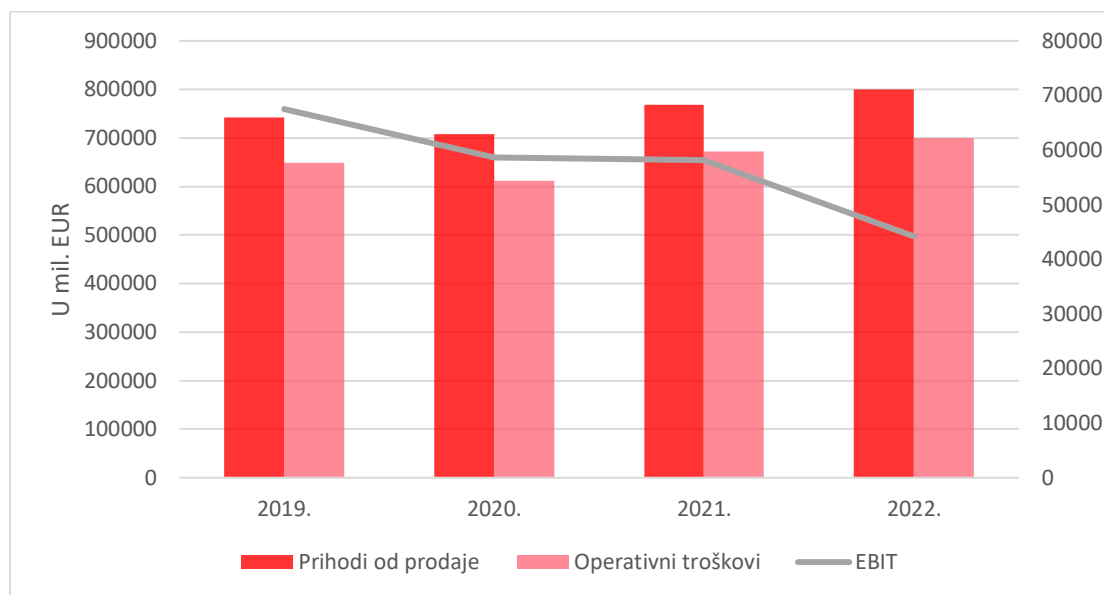
Moguće je uočiti kako najveći dio operativnih troškova odlazi upravo na troškove proizvodnog materijala (32,6%), što je i u skladu s kretanjima prihoda, koji, kako je prethodno navedeno, u najvećem dijelu dolaze upravo od prodaje proizvedenih proizvoda. Značajni su još i troškovi nabavne vrijednosti prodane robe (30,67%) te trošak osoblja koji čini 15,76% ukupnih operativnih troškova.

Rezultate koje je Grupa ostvarila u 2022. godini nije, u značajnoj mjeri, moguće usporediti s razdobljem prije 2020. godine. Pandemija COVID-a koja je započela u 2020. godini, ozbiljno je utjecala i na rezultate u 2021. godini te mnogi ekonomisti govore kako je upravo pandemija potaknula rast do tada stabilne razine inflacije (izvor: Entrepreneur). I dok je većina gospodarstava u 2022. godini uspješno ukinulo restriktivne mjere, neke države (primarno Kina) i dalje su bilježile širenje pandemije, što je utjecalo na neravnomjerna kretanja na tržištima (izvor: CNN). Stoga su 2022. godinu obilježili značajni inflatorni pritisci koji su utjecali na gotovo sve sudionike tržišta. Inflatorne pritiske dodatno je pojačao rat u Ukrajini koji je doveo do daljnjeg povećanja cijena svih inputa na tržištu, a posebno na tržištu energenata (izvor: Statista).

Ukoliko se promatraju rezultati Grupe, generalno postotno, najveći je porast troškova energije, koja je porasla 88,9% u odnosu na prethodnu godinu. Zanimljivo nije ni iznadprosječni rast cijene sirove kave na tržištu (od preko 30%) zbog lošeg uroda u Brazilu koji je posljedica suše. Navedeni rast cijene sirove kave Grupa je donekle i uspjela smanjiti s obzirom na to da hedgira cijenu kave koristeći terminske ugovore (izvor: GI). Svi gore navedeni čimbenici uzrokovali su pogoršanje glavnih financijskih pokazatelja. Unatoč povećanim приходima koji su većinom rezultat porasta konačne cijene proizvoda (a ne rezultat povećane potražnje za proizvodima Grupe), operativna dobit (eng. Earnings before interest and taxes, skr. EBIT) kao jedna od najznačajnijih odrednica poslovanja, ostvarila je značajan pad od čak 37,2% u odnosu na prethodnu godinu, ali i u odnosu na 2019. godinu jer je efekt povećanja troškova bio veći od efekta povećanja prihoda, što ukazuje na to da Grupa nije cjelokupno povećanje troškova „prebacila“ na krajnjeg kupca u vidu povećanih prodajnih cijeni već je jedan dio povećanih troškova prebacila „na sebe“ što je direktno utjecalo na smanjenje profitnih marži. Na Grafičkom prikazu 7 prikazano je povijesno kretanje prihoda, operativnih troškova i EBIT-a:

Grafički prikaz 7:

Povijesna analiza kretanja rezultata Grupe



Izvor: izrada autora prema podacima iz GI za 2020. i 2022. godinu

5.2.2. Analiza odabranih pokazatelja

U ovom potpoglavlju analizirat će se najznačajniji pokazatelji koji su podijeljeni u tri grupe: pokazatelji likvidnosti, pokazatelji solventnosti te pokazatelji profitabilnosti. Analizirat će se i operativni, odnosno novčani ciklus Grupe.

5.2.2.1. Pokazatelji likvidnosti

Koeficijenti likvidnosti u omjer stavljaju kratkoročnu imovinu (ili neku njenu kategoriju) te kratkoročne obveze (neki autori nadodaju još i pasivna vremenska ograničenja). U Tablici 5 prikazani su rezultati izračuna tri najčešće korištena koeficijenta likvidnosti:

Tablica 5:

Pokazatelji likvidnosti

| | |
|--|-------|
| Pokazatelj tekuće likvidnosti (PTL) | 1,5 |
| Pokazatelj ubrzane likvidnosti (PUL) | 1,045 |
| Pokazatelj trenutne likvidnosti (PTRL) | 0,247 |

Izvor: izračun autora prema podacima iz GI za 2022. godinu

Idealan rezultat PTL-a je 2, što označava da je poduzeće sposobno kratkoročnom imovinom podmiriti sve kratkoročne obveze u roku te da uz to posjeduje i imovinu nužnu za obavljanje operativnih, svakodnevnih aktivnosti. Sve vrijednosti koje su u intervalu do 1,5 mogu ukazivati na probleme s urednim izvršavanjem obveza. Vrijednost ovog pokazatelja za Grupu je 1,5 što je ujedno i granična vrijednost intervala koji ukazuje da Grupa ne bi trebala imati problema s podmirenjem nastalih obveza.

PUL bi trebao imati vrijednost veću ili barem jednaku 1, obzirom da se iz kratkoročne imovine, koja se svakako smatra likvidnom, izuzimaju zalihe i potraživanja te se u obzir uzima samo novac i novčani ekvivalenti koji se mogu relativno brzo unovčiti (do godine dana) (Šodan, 2018). Vrijednost ovog pokazatelja za Grupu je 1,045 što ukazuje da Grupa trenutno nema problema s podmirenjem nastalih obveza.

PTRL dodatno je „pojednostavljene“ PUL-a jer u obzir uzima isključivo novac kojeg dovodi u omjer s kratkoročnim obvezama. Prema Žageru et al. (2008) očekivano je da ovaj pokazatelj ima rezultat ispod 1, a eventualno prevelik rezultat može odražavati višak novčanih sredstava koje bi poduzeće moglo „kvalitetnije“ iskoristiti u druge svrhe. Vrijednost ovog pokazatelja za Grupu je 0,247.

5.2.2.2. Pokazatelji solventnosti

Dok su pokazatelji likvidnosti usmjereni na pitanje da li je, i uolikoj mjeri, poduzeće u mogućnosti podmiriti kratkoročne obveze, pokazatelji solventnosti iskazuju sposobnost podmirenja dugoročnih obveza poduzeća. U Tablici 6 prikazani su rezultati izračuna odabranih pokazatelja solventnosti:

Tablica 6:

Pokazatelji solventnosti

| | |
|---|--------|
| Pokazatelj zaduženosti | 17% |
| Odnos dugoročnih obveza i dugoročnog kapitala | 27,12% |
| Koeficijent financijske stabilnosti | 0,791 |

Izvor: izračun autora prema podacima iz GI za 2022. godinu

Pokazatelj zaduženosti pokazuje omjer obveza (kratkoročnih i dugoročnih) u ukupnoj imovini poduzeća, odnosno iskazuje koliki dio imovine poduzeća je financiran iz tuđih izvora financiranja. Analitičari i struka optimalnima smatraju rezultate do 50% (Žager et al., 2008). Rezultat Grupe je 17%

što ukazuje na nisku zaduženost Grupe, tj. na nisku izloženost kreditima banaka i financijskih institucija.

Odnos dugoročnih obveza i dugoročnog kapitala također bi, prema Žageru et al. (2008), optimalno trebao imati vrijednost 50%, a maksimalno do 1 (100%). I ovaj odnos je u zadovoljavajućim parametrima čime se dodatno potvrđuje stabilna financijska situacija Grupe.

Koeficijent financijske stabilnosti mjeri pokrivenost dugoročne imovine dugoročnim izvorima financiranja (kapital plus dugoročni krediti), stoga u odnos uzima dugoročnu imovinu s jedne strane te dugoročne obveze i dugoročni kapital (zbrojeno) s druge strane (Šodan, 2018). Idealne vrijednosti su sve do 1. Vrijednost ovog pokazatelja za Grupu je 0,791 što ukazuje da Grupa nema problema s financiranjem dugoročne imovine iz kapitala ili dugoročnih izvora financiranja.

5.2.2.3. Pokazatelji profitabilnosti

Prema Šodanu (2018) pokazatelji profitabilnosti upućuju na to koliko profita poduzeće ostvaruje po svakom euru ostvarenog prometa ili po euru uložene imovine/kapitala, odnosno koliko poduzeće zarađuje u odnosu na angažiranu imovinu ili u odnosu na prihode. Rezultati izračunatih pokazatelja profitabilnosti vidljivi su u Tablici 7:

Tablica 7:

Pokazatelji profitabilnosti

| | |
|-----------------------------|-------|
| Bruto profitna marža | 8,90% |
| Neto profitna marža | 3,24% |
| Rentabilnost imovine (ROA) | 4,35% |
| Rentabilnost glavnice (ROE) | 6,70% |

Izvor: izračun autora prema podacima iz GI za 2022. godinu.

Cilj svakog menadžera u poduzeću je učiniti i ove pokazatelje što „boljim“, odnosno kod ovih pokazatelja bitnija je što veća vrijednost. Bruto profitna marža u odnos dovodi zaradu prije kamata i poreza (EBITDA-u) i prihode od prodaje i za Grupu iznosi 8,90%, što je smanjenje u odnosu na 2019. godinu kada je iznosila 13,45%. Za kvalitetniju analizu ovaj pokazatelj potrebno je dovesti u odnos s

rezultatima drugih, usporedivih poduzeća kako bi se donio zaključak radi li se o zadovoljavajućoj stopi marže ili ne.

Neto profitna marža uzima u odnos neto operativni rezultat (NOPAT), tj. neto dobit koja se stavlja u odnos s prihodima od prodaje. Također je poželjan što već rezultat navedenog pokazatelja, koji indirektno može upućivati na sposobnost (ili nesposobnost) menadžera da upravlja sa strukturom financiranja poduzeća. Rezultat za Grupu je 3,24%, što je također značajno manje nego 2019. godine kada je iznosila 6,92%. Pad ovog pokazatelja direktan je rezultat povećanih troškova operativnog poslovanja ali i povećanih troškova kreditiranja.

Pokazatelj povrata na imovinu (eng. Return on assets, ROA), u odnos stavlja zaradu prije kamata i poreza (EBIT) i ukupnu imovinu poduzeća, a pokazatelj povrata na glavnici (Return on equity, ROE), u odnos stavlja neto dobit i ukupnu glavnici poduzeća. I ovdje je poželjan što veći rezultat, a za donošenje konkretnih zaključaka potrebno je rezultate usporediti s rezultatima usporedivih poduzeća (Šodan, 2018).

5.2.2.4. Operativni i novčani ciklus

Za detaljniji uvid u situaciju nekog poduzeća moguće je napraviti izračun tri metrike koje zajedno mogu odgovoriti na pitanje zainteresiranih dionika – „Da li poduzeće, i koliko brzo, pretvara kupljene/proizvedene zalihe u potraživanja koja se na kraju ciklusa pretvaraju u novčana sredstva?“ Stoga su izračunati parametri koji tvore novčani ciklus grupe. Rezultati izračunatih parametara prikazani su u Tablici 8, a povijesni rezultati u Tablici 9:

Tablica 8:

Novčani ciklus Grupe

| | |
|---|------|
| Koeficijent obrtaja kratkoročnih obveza | 5,14 |
| Koeficijent obrtaja zaliha | 5,37 |
| Koeficijent obrtaja potraživanja | 5,17 |

Izvor: izračun autora prema podacima iz GI za 2022. godinu,

Tablica 9:*Operativni i novčani ciklus Grupe*

| U danima | 2019. | 2020. | 2021. | 2022. |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Dani vezivanja kupaca | 72 | 75 | 68 | 71 |
| Dani vezivanja zaliha | 59 | 66 | 67 | 68 |
| Dani vezivanja dobavljača | 77 | 79 | 71 | 71 |
| Operativni ciklus | 131 | 141 | 135 | 139 |
| Novčani ciklus | 54 | 62 | 64 | 68 |

Izvor: prilagodba autora prema podacima iz Bloomberg Adria analize (2022)

Navedeni podaci upućuju na činjenicu kako su pandemijska 2020. i 2021. te inflacijski obilježena 2022. godina pogoršali rezultate Grupe kako za operativni, tako i za novčani ciklus. Kada se svaka metrika posebno pogleda, može se iščitati kako je Menadžment Grupe uspio, unatoč navedenim čimbenicima u gospodarstvu, održati dane vezivanja kupaca na gotovo istoj razini kao i u pretpandemijskoj 2019. godini. Kako je i prije spomenuto, 2022. godina bila je izrazito turbulentna – rastuća inflacija koja je za posljedicu imala porast referentnih kamatnih stopa, gospodarstva koja su tek počela s oporavkom od pandemije COVID te sukob u Ukrajini koji je doveo do poremećaja na tržištu sirovina i energenata te do restrikcija Europske Unije prema Rusiji (koje je, kako je i prije spomenuto, ujedno i jedno od distribucijskih područja Grupe, koje Grupi donosi oko 2% ukupnih prihoda). Dani vezivanja dobavljača pogoršali su se u odnosu na 2019. godinu, a jedan od glavnih razloga nedostatak je ključnih sirovina na tržištu koje dobavljačima tih inputa osigurava veću pregovaračku moć a čime se definiraju i kraći rokovi otplate na koje Grupa ne može utjecati (unatoč položaju koje ima na području regije). Teorijski je za ovaj pokazatelj bolja što veća vrijednost (dana) jer je za poduzeće najbolja situacija ona u kojoj dobavljače plaća što kasnije, a potraživanja od kupaca naplaćuje što brže. Tada je i sami novčani ciklus kraći, što je cilj gotovo svakog poduzeća na tržištu. Dani vezivanja zaliha povećani su u odnosu na usporednu 2019. godinu, a glavna pretpostavka analitičara je da društvo u ovim neizvjesnim uvjetima u nabavnim lancima povećava narudžbe glavnih materijala i sirovina za svaki slučaj (eng. „just-in-case“), obzirom da se daljnje smetnje u lancu teško mogu predvidjeti, a poznato je da nedostatak neke od ključne sirovine može utjecati na zaustavljanje cijelog proizvodnog lanca što bi posljedično uzrokovalo smanjenje prihoda i povećanje troškova zbog „praznog hoda“ (izvor: Bloomberg Adria analiza, skr. BBA). Unatoč navedenim činjenicama, analitičari BBA-e smatraju kako Grupa u kratkom roku neće pogoršati dosadašnji ciklus konverzije novca. Visoko konsolidirana pozicija na tržištu te snažan fokus na menadžment radnog kapitala u prošlosti Grupi je dovela na poziciju na kojoj se

trenutno nalazi. Grupa danas ima jednu od najviših koncentracija kupaca na tržištu, odnosno najvećih 5 prodajnih lanaca u Hrvatskoj čine čak trećinu obrtaja zaliha Grupe (izvor: BBA analiza). Upravo su principalski brendovi, kao što su Ferrero, Rauch i slični, koji su lideri u svojim kategorijama na tržištu, omogućili Grupi da i dođe do takve koncentracije. Internacionalno prepoznati brendovi (obavezni za svaki prodajni lanac) sredstvo kojim Grupa ostvaruje značajnu pregovaračku moć kod pozicioniranosti svojih novih brendova (npr. Boom box, Jimmy Fantastic čokolade i sl).

5.3. Analiza industrije

Industrija proizvodnje hrane i pića danas u RH može se definirati kroz nekoliko činjenica; najvažnije su: dominacija nekolicine poduzeća s dugom tradicijom poslovanja, visoke ulazne barijere te izraženo konkurentsko ponašanje igrača na tržištu. Udio industrije hrane i pića u BDP-u Hrvatske u 2019. godini iznosio je 2,8% (od čega je udio proizvodnje hrane iznosio 2,2%, a proizvodnje pića 0,6%). Istovremeno je udio proizvodnje hrane i pića u BDP-u prerađivačke industrije iznosio 23,2% (Palić, 2022). Prema istim izvorima, udio industrije hrane i pića u ukupnoj zaposlenosti u 2021. godini bio je 3,4%, a sektor proizvodnje hrane i pića sudjelovao je u ukupnoj zaposlenosti prerađivačke industrije u siječnju 2022. godine s udjelom od 20,2 %.

Unatoč veličini Atlantic Grupe u Hrvatskoj i regiji, prema Palić (2022), Grupa se nije pozicionirala na listi 10 trgovačkih društava koje su najveći proizvođači hrane/pića na području RH. U Tablici 10 identificirana su najveća društva na području Hrvatske (prema prihodu u 2020. godini) za industriju hrane. U Tablici 11 prikazana su najveća društva prema istim kriterijima za industriju pića.

Tablica 10:

Vodeći proizvođači u industriji hrane u RH

| | Ukupni prihod (u mil. EUR) |
|-------------------------------------|----------------------------|
| Vindija d.d. | 393,36 |
| Podravka d.d. | 290,38 |
| PIK Vrbovec plus d.o.o. | 246,33 |
| Dukat d.d. | 228,62 |
| Mesna industrija braća Pivac d.o.o. | 207,03 |
| PPK d.d. | 173,12 |

| | |
|----------------------|--------|
| Ledo d.d. | 124,32 |
| Kraš d.d. | 117,99 |
| Zvijezda plus d.o.o. | 112,75 |
| Mlin pekare d.o.o. | 101,07 |

Izvor: prilagodba autora prema Palić (2022)

Tablica 11:

Vodeći proizvođači u industriji pića u RH

| | Ukupni prihod (u mil. EUR) |
|-------------------------------|----------------------------|
| Jamnica plus d.o.o. | 135,91 |
| Zagrebačka pivovara d.o.o. | 134,62 |
| Coca-Cola HBC Hrvatska d.o.o. | 114,02 |
| Heineken Hrvatska d.o.o. | 72,03 |
| Carlsberg Croatia d.o.o. | 42,35 |
| Badel 1862 d.d. | 38,06 |
| Slavonija slad d.o.o. | 17,43 |
| Agrolaguna d.d. | 12,25 |
| Maraska d.d. | 11,63 |
| Kis pića d.o.o. | 6,85 |

Izvor: prilagodba autora prema Palić (2022)

5.3.1. Odabir usporedivih poduzeća (Peer group)

Atlantic Grupa je od svojih početaka - kada je bila isključivo distribucijsko poduzeće, do danas značajno promijenila temeljnu djelatnost poslovanja. I danas, u 2023. godini Atlantic Grupa jedno je od najvećih distribucijskih poduzeća na području Adria regije, sa širokim asortimanom principalskih brendova, za mnoge od kojih je ekskluzivni distributer. Akvizicijom Cedevice 2001. godine ulazi u djelatnost proizvodnje hrane i pića čime počinje intenzivniji ciklus širenja i diverzifikacije glavne djelatnosti. Danas, 22 godine nakon, Grupa većinu prihoda ostvaruje upravo od proizvodnje hrane i pića. Grupa je ostvarila gotovo 63% prihoda od navedenih djelatnosti u ukupnim prihodima. Distribucija danas čini tek nešto više od 27%, a ljekarnička djelatnost, koja se promatra kao sporedna djelatnost (eng. Non-core Business) čini oko 9% ukupnih prihoda (izvor: GI). Upravo širok spektar djelatnosti kojim se

Grupa bavi (distribucija, proizvodnja, prodaja) čini identificiranje sličnih poduzeća težim. No, obzirom da su distribucija proizvoda te proizvodnja hrane i pića u 2022. godini činili malo više od 90% ukupnih prihoda, a ljekarnička djelatnost tek nešto iznad 9%, a imajući i na umu da ista nije dio temeljne djelatnosti poslovanja, u nastavku rada pažnja će se posvetiti konkurentskim poduzećima u industrijama hrane i pića.

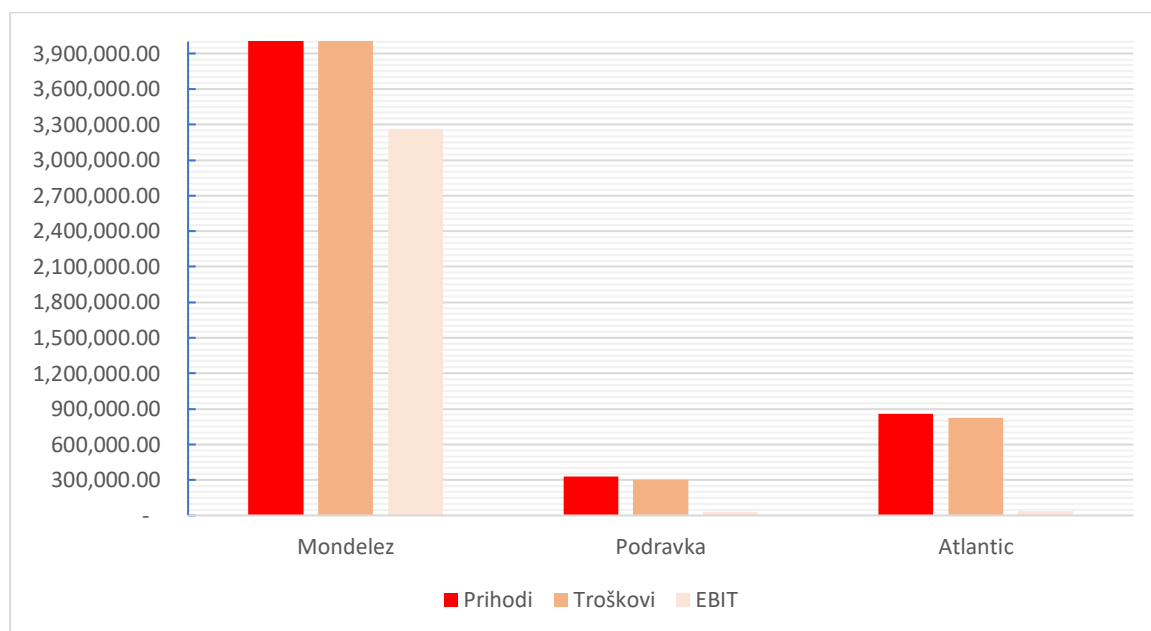
Za potrebe praktičnog dijela rada (poglavlje relativnog vrednovanja) odabrana su sljedeća poduzeća kao konkurenti (eng. Peer group):

1. Podravka Grupa – koja se prema mnogim analitičarima smatra jednom od najvažnijih prehrambenih poduzeća u ovoj regiji, a kako je i vidljivo iz Tablice 9 gdje je, nakon Vindije d.d., najveće društvo po prihodima od prodaje u industriji proizvodnje hrane.
2. Mondelez International – američka multinacionalno poduzeće koja se bavi proizvodnjom hrane i pića, jedan od najvećih konkurenata Atlantic Grupi na području Europe.

Navedena poduzeća koristit će se kao usporediva poduzeća za modele relativnog vrednovanja koji će se obraditi u nastavku rada. Iz Grafičkog prikaza 8 mogu se uočiti trendovi u kretanju prihoda, troškova te EBIT-e za sva tri poduzeća.

Grafički prikaz 8:

Analiza rezultata Grupe i konkurenata za 2022. godinu



Izvor: izrada autora prema podacima iz GI poduzeća

Bitno je napomenuti kako su prihodi ali i troškovi Mondelez-a mnogo veći nego što je ljestvica navedena na grafikonu (u 2022: prihodi 29.064.508,80 mil. EUR, rashodi 25.812.561,06 mil. EUR) no zbog preglednijeg prikaza ljestvica je postavljena do 4 mil. EUR. Uzeti su podaci za cjelokupno poslovanje svih navedenih poduzeća, na svim tržištima, stoga je i rezultat Mondeleza mnogostruko veći nego rezultat druga dva poduzeća.

U Tablici 12 prikazane su vrijednosti operativnog i novčanog ciklusa kako za Atlantic, tako i za konkurente – Podravku te Mondelez. Iz njih je moguće uočiti kako Atlantic Grupa ima značajno bolje rezultate oba ciklusa u odnosu na Podravku, što im omogućuje da novac koji su stekli brže od konkurenata ponovno ulože u poslovanje što dugoročno utječe na veće stope rasta od konkurencije. No, kada se rezultati usporede s Mondelez-om, Atlantic Grupa ostvaruje lošije rezultate. Naravno, potrebno je uzeti u obzir veličinu Mondelez-a kao poduzeća na Europskom ali i svjetskom tržištu koji mu omogućuje veliku pregovaračku moć kod kupaca ali i kod dobavljača. Svakako je potrebno napomenuti kako mnogi analitičari i stručnjaci formule za izračun konverzije novca smatraju zastarjelima te je stoga izračunate rezultate potrebno uzeti s rezervom (izvor: BBA analiza).

Tablica 12:

Operativni i novčani ciklus konkurenata

| U danima | 2019. | 2020. | 2021. | 2022. |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Podravka | | | | |
| Operativni ciklus | 191 | 198 | 193 | 197 |
| Novčani ciklus | 135 | 151 | 152 | 156 |
| Mondelez | | | | |
| Operativni ciklus | 92 | 90 | 85 | 92 |
| Novčani ciklus | -45 | -46 | -50 | -29 |
| Atlantic | | | | |
| Operativni ciklus | 131 | 141 | 135 | 139 |
| Novčani ciklus | 54 | 62 | 64 | 68 |

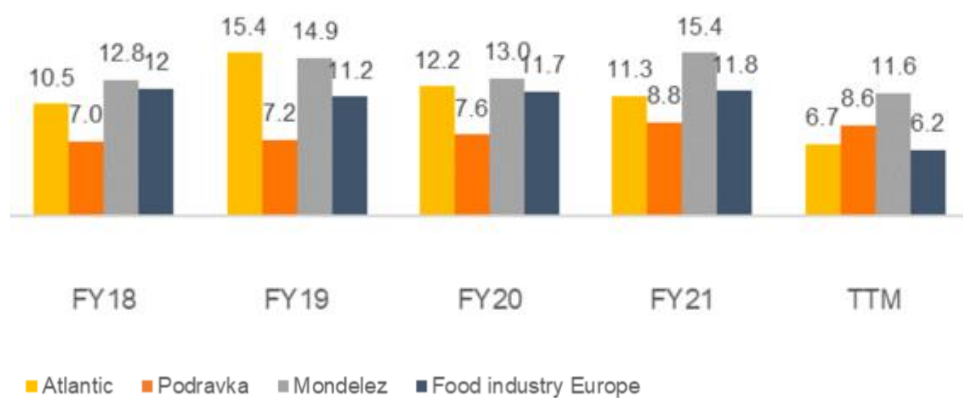
Izvor: Bloomberg Adria analiza

Usporediti je moguće i neke pokazatelje, kao što su primjerice povrat na glavnici (ROA). Grafički prikaz 9 prikazuje ROA za navedena poduzeća, ali i za prehrambenu industriju Europe iz koje je vidljivo kako Mondelez ostvaruje veće povrate na glavnici od prosjeka industrije, a zasigurno više od konkurenata.

Atlantic Grupa povijesno je također imala povrate veće ili približno jednake prosjeku industrije. Podravka povijesno ostvaruje niže povrate u odnosu na prosjek industrije.

Grafički prikaz 9

ROA odabranih poduzeća i prehrambene industrije EU



Izvor: Bloomberg Adria analiza

FY označava englesku skraćenicu za poslovnu godinu, a TTM označava englesku skraćenicu pojma za zadnjih 12 mjeseci poslovanja.

6. PRIMJENA TEHNIKA VREDNOVANJA NA PRIMJERU GRUPE

6.1. Primjena metode diskontiranih novčanih tokova

Budući novčani tokovi projicirat će se, sukladno odabiru autora, prema metodi slobodnih novčanih tokova k poduzeću (Free cash flow to firm, FCFF). S obzirom da se ne radi o procjeni vrijednosti poduzeća s aspekta dioničara (FCFE), navedena metoda (FCFF) prikladnija je za ovaj rad. Za procjenu vrijednosti poduzeća modelom DCF koristit će se dvofazni model DCFa.

6.1.1. Procjena budućnih prihoda

Projekcija budućih novčanih tokova prvi je i najbitniji korak kod procjene vrijednosti poduzeća DCF metodom. Analitičar ovdje treba pristupiti s izrazitom pažnjom jer će procjena iznadprosječnih ili ispodprosječnih tokova bez pravovaljanog razloga rezultirati precijenjenom ili podcijenjenom vrijednošću poduzeća. Najčešća polazišna točka je analiza financijskih rezultata iz prošlosti. Stoga su i u ovoj analizi polazište za izračun tokova povijesno ostvareni prihodi za period od 2019. do 2022. godine. Projekcija budućih NT napravljena je za period od naredne 4 godine (od 2023. do 2026. godine). Kod procjene prihoda u obzir su uzeti mnogi kvantitativni čimbenici, kao što su procjene kretanja BDP-a, procjene kretanja inflacije, povijesni trendovi rasta/pada prihoda i sl. Isto tako, u obzir su uzete i neke kvalitativne činjenice koje mogu utjecati na kretanje NT (npr. izloženost Grupe na tržištu Rusije, kretanje broja stanovnika na ključnim tržištima i sl.). Čimbenici su zatim ponderirani prema stavu autora. U ovoj analizi nije uzeta mogućnost akvizicije, a koja je izgledna da bi se mogla ostvariti u narednom razdoblju (Grupa je u posljednjem izvještaju naznačila troškove dubinskog pregleda - due diligence-a, koji se uvijek radi kada poduzeće stjecatelj želi utvrditi dubinsko stanje poduzeća koje želi preuzeti). Spomenuta akvizicija u mnoge bi negativno utjecati na slobodne novčane tokove (FCF-ove), u prilog čemu idu povijesni rezultati Grupe u doba preuzimanja Droge Kolinske, kada su bilance poduzeća značajno bile opterećene dugoročnim kreditima na temelju kojih je bila ostvarena transakcija preuzimanja (izvor: BBA analiza). Tablica 13 prikazuje projekciju prihoda u promatranom razdoblju:

Tablica 13:*Projicirani prihodi*

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------|---------|---------|-----------|-----------|
| Prihodi | 919.258 | 982.132 | 1.049.817 | 1.120.599 |

Izvor: izrada autora

6.1.2. Procjena troškova

Nakon procjene prihoda, napravljena je i procjena operativnih troškova poduzeća za promatrano razdoblje. Polazišna točka za procjenu troškova bio je izračun pondera povijesnog udjela pojedine vrste troška u ukupnim operativnim troškovima. Zatim je svaki od navedenih pondera vrste troška pomnožen s projiciranim prihodima za svako promatrano razdoblje. Dobiveni rezultati vidljivi su u Tablici 14:

Tablica 14:*Projicirani troškovi*

| U mil. EUR / Naziv troška | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|-----------|
| Troškovi sadržani u prodanim pro. | 272.368 | 290.997 | 311.051 | 332.023 |
| Promjene vrijednosti zaliha | -3.250 | -3.250 | -3.250 | -3.250 |
| Troškovi materijala i energije | 305.885 | 326.806 | 349.329 | 372.881 |
| Troškovi osoblja | 145.492 | 155.443 | 166.156 | 177.358 |
| Troškovi marketinga i promocije | 46.795 | 49.996 | 53.441 | 57.045 |
| Ostali operativni troškovi | 86.390 | 92.298 | 98.659 | 105.311 |
| Ostali (dobici)/gubici - neto | -4.000 | -4.000 | -4.000 | -4.000 |
| Ukupno troškovi | 849.680 | 908.291 | 971.388 | 1.037.370 |

Izvor: izrada autora

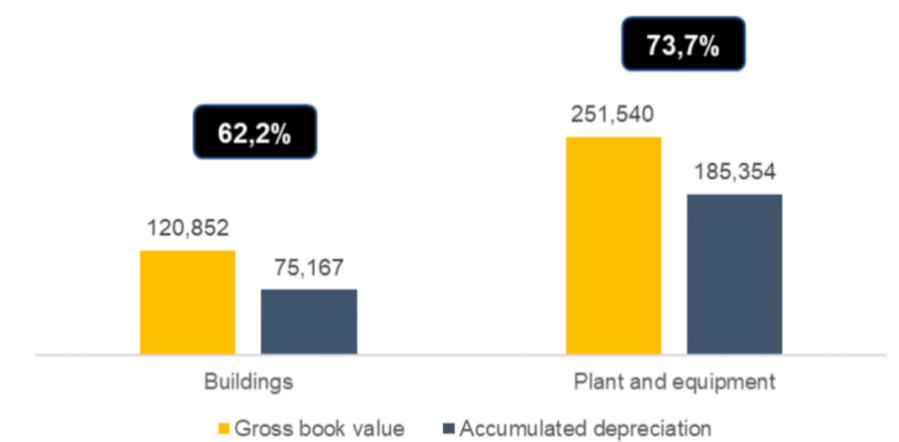
6.1.3. Procjena kapitalnih ulaganja (CAPEX)

Nakon izračunatih troškova, za izračun slobodnih novčanih tokova potrebna je procjena kapitalne potrošnje (eng. Capital expenditure, skr. CAPEX). Otplata kredita za transakciju preuzimanja Droge Kolinske, ali i oporavak od gospodarske krize koja je tada bila aktualna za posljedicu su imali smanjenje iznosa koje je Grupa ulagala u dugotrajnu imovinu u razdoblju od 2011. do 2018. Grupa je u razdoblju

od 2019. do 2021. godine povećala CAPEX, no unatoč tome situacija danas je značajna amortiziranost (istrošenost) imovine. Grafički prikaz 10 prikazuje dvije najvažnije vrste dugotrajne imovine; zgrade te postrojenja i opremu. Kako je i vidljivo iz Grafikona, prema podacima iz GI za 2021. godinu, zgrade su prosječno bile amortizirane 62,2%, a postrojenja i oprema prosječno 73,7%. Prema Bloomberg Adria analitičarima, ako se za pretpostavku uzme da prosječni uporabni vijek postrojenja i opreme od oko 10 godina, podaci za 2021. godinu pokazuju kako je prosječni preostali uporabni vijek imovine oko 2.6 godina.

Grafički prikaz 10:

Deprecijacija materijalne imovine Grupe



Izvor: Bloomberg Adria analiza

CAPEX je projiciran za promatrano razdoblje (2023-2026), na način da je prvo izračunat udio CAPEX-a u prihodima od prodaje za protekle godine (od 2019. do 2021. godine), te je navedena prosječna vrijednost (CAPEX to sales ratio) koja je iznosila 4,20% korigirana sukladno procjenama koje se očekuju u narednom razdoblju. Procjena Bloomberg analitičara je kako će Grupa trebati povećati ulaganja u dotrajalu dugotrajnu imovinu kako bi održala proizvodne operacije nesmetanim. Stoga je postavljen CAPEX to sales ratio na 4,35% za razdoblje 2023.-2025., a za 2026. godinu smanjen je na 3,45%.

Tablica 15:

Projicirana kapitalna ulaganja

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------------|---------|---------|-----------|-----------|
| Prihodi od prodaje | 919.258 | 982.132 | 1.049.817 | 1.120.599 |
| Kapitalna ulaganja | 39.988 | 42.723 | 45.667 | 38.660 |
| Udio CAPEX-a u prihodima od prodaje | 4,35% | 4,35% | 4,35% | 3,45% |

Izvor: izrada autora

Nakon što su projicirane vrijednosti kapitalnih ulaganja, izračunata je prosječna stopa amortizacije imovine koja služi kao podloga za izračun kretanja dugotrajne imovine. Rezultat je prosječna stopa amortizacije od 8,93%. U Tablici 16 prikazana je procjena kretanja dugotrajne imovine. Polazišne vrijednosti su one iz 2022. godine.

Tablica 16:

Projicirana kretanje dugotrajne imovine

| U mil. EUR / Godina | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nematerijalna imovina na početku razdoblja | | 281.050 | 267.470 | 254.545 | 242.245 |
| Amortizacija nematerijalne imovine | | 25.099 | 23.886 | 22.732 | 24.056 |
| Nematerijalna imovina na kraju razdoblja | 268.948 | 255.952 | 243.584 | 231.813 | 218.189 |
| Materijalna imovina na početku razdoblja | | 165.908 | 157.891 | 150.261 | 143.001 |
| Amortizacija materijalne imovine | | 14.816 | 14.100 | 13.419 | 14.200 |
| Materijalna imovina na kraju razdoblja | 158.764 | 151.092 | 143.791 | 136.843 | 128.800 |
| Ukupno dugotrajna imovina na kraju razd. | 427.711 | 407.044 | 387.374 | 368.656 | 346.989 |
| Ukupno amortizacija u razdoblju | 39.862 | 39.915 | 37.986 | 36.151 | 38.256 |

Izvor: izrada autora

6.1.4. Procjena radnog kapitala

Prvo je napravljena povijesna analiza kratkoročnih obveza, zaliha te kratkoročnih potraživanja. Nakon toga izračunati su koeficijenti koji predstavljaju koeficijenti obrtaja zaliha, potraživanja i obveza (poglavlje 5.2.2.4, Tablica 7). Navedene procjene vrijednosti obveza i potraživanja rezultat su omjera projiciranih prihoda te izračunatih koeficijenata. Procjene vrijednosti zaliha rezultat su omjer troška sadržanog u prodanim proizvodima te koeficijenta obrtaja zaliha. Tablica 17 prikazuje izračunate koeficijente te procijenjene vrijednosti elemenata koji su potrebni za izračun radnog kapitala:

Tablica 17:

Procjene vrijednosti elemenata radnog kapitala

| U mil. EUR / Godina | Koeficijent | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| Kratkoročne obveze | 5,141 | 178.815 | 191.045 | 204.211 | 217.979 |
| Zalihe | 5,368 | 50.743 | 54.213 | 57.949 | 61.857 |
| Kratkoročna potraživanja | 5,175 | 177.645 | 189.795 | 202.875 | 216.554 |

Izvor: izrada autora

Konačno, u Tablici 18 prikazane su vrijednosti radnog kapitala:

Tablica 18:

Procijenjene vrijednosti radnog kapitala

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Radni kapital | 49.573 | 52.963 | 56.614 | 60.431 |

Izvor: izrada autora

6.1.5. Procjena kreditnih obveza

Procjena kreditnih obveza još je jedan element koji je potreban za izračun vrijednosti poduzeća po FCFF metodi. Polazišna točka za procjenu dugoročnih obveza su navedene obveze na dan 31.12.2022., koje su zatim korigirane za neto vrijednost povećanja/smanjenja na kontima dugotrajne imovine (koja je kako je prethodno navedeno korigirana za amortizaciju i CAPEX). Za kratkoročne kredite pretpostavka je kako će navedeni ostati isti u periodu projekcije. Trošak kamata na kredite dobio se množenjem prosječne vrijednosti kredita za godinu projekcije s prosječnim projekcijama EURIBOR 6M kamatne stope (izvor: longforecast.com). Vrijednosti su vidljive u Tablici 18:

Tablica 19:

Procijenjene vrijednosti kreditnih obveza

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------|--------|--------|---------|---------|
| Dugoročni krediti | 29.409 | 47.525 | 66.456 | 90.829 |
| Kratkoročni krediti | 43.669 | 43.669 | 43.669 | 43.669 |
| Ukupno krediti | 73.078 | 91.194 | 110.125 | 134.498 |
| Prosječni krediti | 85.647 | 82.136 | 100.659 | 122.312 |
| Trošak kamata | 3.962 | 4.180 | 5.331 | 6.478 |

Izvor: izrada autora

6.1.6. Izračun troška kapitala, troška duga i prosječnog ponderiranog troška kapitala

Prvi korak u izračunu troška kapitala te troška duga određivanje je bete bez poluge. Korištena je posebno betu bez poluge (BP) za prehrambenu industriju, a posebno za industriju distribucije (izvor: Damodaran), koje su zatim ponderirane koristeći njihove relativne udjele u ukupnom prihodu.

Pretpostavka je da se navedene neće mijenjati u promatranom razdoblju. Tako dobivena beta bez poluge za Grupu kao cjelinu uvrštena je za izračun bete, te su vidljivi rezultati u Tablici 20:

Tablica 20:

Izračun elemenata bete

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Beta BP – prehrambena ind. | 0,68 | | | |
| Beta BP – ind. distribucije | 0,44 | | | |
| Ponderirana beta Grupe | 0,613 | | | |
| Tržišna vrijednost neto kredita | 73.078 | 91.194 | 110.125 | 134.498 |
| TV kapitala (na 20.02.2023.) | 653.523 | 653.523 | 653.523 | 653.523 |
| Udio duga u kapitalu | 11,18% | 13,95% | 16,85% | 20,58% |
| Beta | 0,6690 | 0,6829 | 0,6975 | 0,7162 |

Izvor: izrada autora, Damodaran

Nakon izračuna bete, moguće je izračunati trošak kapitala, trošak duga te konačno WACC. Trošak kapitala izračunat je kao umnožak očekivanog tržišnog prinosa i stope prinosa na nerizično ulaganje kojem je nadodana beta. Kao prinos na nerizično ulaganje izabran je prinos na jednogodišnji trezorski zapis RH (izvor: HNB), a izvor podatka o očekivanom tržišnom prinosu je Damodaran (također se pretpostavlja da se navedeni neće mijenjati u narednom razdoblju). Trošak kapitala omjer je rashoda od kamate i tržišne vrijednosti neto duga. Izračun je vidljiv u Tablici 21:

Tablica 21:

Izračun WACC-a

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Očekivani tržišni prinos | 9,23% | | | |
| Stopa prinosa na nerizična ulaganja | 2,50% | 3% | 3,50% | 4% |
| Trošak kapitala | 8,67% | 9,30% | 9,94% | 10,61% |
| Trošak duga | 5,421% | 4,584% | 4,841% | 4,816% |
| WACC | 8,25% | 8,62% | 9,08% | 9,47% |

Izvor: izrada autora

6.1.7. Projekcije računa dobiti i gubitka

Izračunom podataka u dosada obrađenim poglavljima moguće je napraviti projekciju računa dobiti i gubitka, što je i vidljivo u Tablici 22:

Tablica 22:

Račun dobiti i gubitka

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---|----------|----------|-----------|------------|
| Ukupni prihodi | 919.258 | 982.132 | 1.049.817 | 1.120.599 |
| Troškovi sadržani u prodanim proizvodima | -272.368 | -290.997 | -311.052 | -332.024 |
| Promjene vrijednosti zaliha | -3.250 | -3.250 | -3.250 | -3.250 |
| Troškovi materijala i energije | -305.885 | -326.806 | -349.329 | -372.881 |
| Troškovi osoblja | -145.492 | -155.443 | -166.156 | -177.359 |
| Troškovi marketinga i promocije | -46.795 | -49.996 | -53.442 | -57.045 |
| Ostali operativni troškovi | -86.390 | -92.298 | -98.659 | -105.311 |
| Ostali (dobici)/gubici - neto | 4.000 | 4.000 | 4.000 | 4.000 |
| Ukupni troškovi | -849.680 | -908.291 | -971.388 | -1.037.370 |
| Dobit prije kamata, poreza i amortizacije | 69.578 | 73.841 | 78.430 | 83.229 |
| Amortizacija | -39915 | -37986 | -36151 | -38256 |
| Dobit prije kam. i poreza | 29.663 | 35.854 | 42.279 | 44.973 |
| Financijski troškovi | -3.962 | -4.180 | -5.331 | -6.478 |
| Dobit prije oporezivanja | 25.701 | 31.674 | 36.948 | 38.495 |
| Porez na dobit (18%) | -4.626 | -5.701 | -6.651 | -6.929 |
| Neto dobit | 21075 | 25973 | 30297 | 31566 |

Izvor: izrada autora

Iz projiciranih podataka moguće je izračunati i neke pokazatelje, kao što su bruto i neto profitna marža, koji su prikazani u Tablici 23:

Tablica 23:

Projekcija odabranih pokazatelja profitabilnosti

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------|------|------|------|------|
|---------------------|------|------|------|------|

| | | | | |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Bruto profitna marža | 7,57% | 7,52% | 7,47% | 7,43% |
| Neto profitna marža | 2,29% | 2,64% | 2,89% | 2,82% |

Izvor: izrada autora

Navedeni izračuni profitabilnosti upućuju na daljnje smanjivanje profitnih marži u narednim godinama a što je direktna posljedica rasta svih vrsta operativnih troškova.

6.1.8. Izračun slobodnih novčanih tokova

Koristeći sve do sada izračunate podatke moguće je konstruirati slobodne novčane tokove k poduzeću (FCFF-ove), što je i konstruirano u Tablici 24:

Tablica 24:

Slobodni novčani tokovi

| U mil. EUR / Godina | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Neto dobit | 21.075 | 25.973 | 30.297 | 31.566 |
| Korekcije: | | | | |
| Amortizacija | 39.915 | 37.986 | 36.151 | 38.256 |
| Kapitalna ulaganja | 39.988 | 42.723 | 45.667 | 38.660 |
| Radni kapital | 49.573 | 52.963 | 56.614 | 60.431 |
| Promjena radnog kapitala | -1.253 | 3.391 | 3.650 | 3.817 |
| Slobodni novčani tok pod. | 22.998 | 21.273 | 21.502 | 32.656 |
| Diskontirani period | 1 | 2 | 3 | 4 |
| Diskontirajući faktor | 1,08 | 1,18 | 1,30 | 1,44 |
| Diskontirani sl. nov. tok | 21.245 | 18.029 | 16.569 | 22.737 |

Izvor: izrada autora

Diskontirani novčani tokovi nastaju diskontiranjem budućih FCFF-ova WACC stopom uz potenciju u iznosu broja godina od vremena procjene (danas = 0).

6.1.9. Izračun konačne vrijednosti poduzeća DCF metodom

Zbroj diskontiranih FCF-ova daje vrijednost poduzeća u prvoj fazi. Kako bi se dobila konačna vrijednost poduzeća potrebno je sumirati diskontirane tokove, te koristeći terminalnu stopu rasta izračunati terminalni diskontirani novčani tok. Zbroj diskontiranih novčanih tokova (iz prve faze) i zbroj terminalno diskontiranog novčanog toka (koji čini drugu fazu) čini konačnu vrijednost poduzeća koja je nastala primjenom DCF metode. Autor rada procjenom i analizama odredio je terminalnu stopu rasta od 5,91%. Navedena stopa manja je od prosječnih stopa rasta prihoda za projicirano razdoblje, a stav autora je kako Grupa navedenu stopu rasta može ostvariti prvenstveno jer posluje na više tržišta, odnosno dugoročno nije ograničena samo nacionalnom stopom rasta odnosno stopom rasta industrije u zemlji s glavninom prihoda (o čemu je riječi bilo u teorijskom dijelu rada). Navedeno je prikazano u Tablici 25:

Tablica 25:

Konačna vrijednost poduzeća DCF metodom

| Element | Vrijednost |
|--|-------------|
| Terminalna stopa rasta | 5,91% |
| Zbroj diskontiranih novčanih tokova | 78.579.668 |
| WACC u 2026. godini | 9,47% |
| Terminalni diskontirani novčani tok | 674.896.034 |
| Procijenjena vrijednost poduzeća | 753.475.703 |
| Cijena po dionici (EUR) | 56,49 |
| Tržišna kapitalizacija na dan 13.03.2023. | 648.187.920 |
| Razlika tržišne i procijenjene vrijednosti | 16,24% |

Izvor: izrada autora

Rezultat – vrijednost poduzeća temeljem DCF metode je za 16,24% veći nego tržišna kapitalizacija na dan 13.03.2023., što upućuje na činjenicu da je dionica poduzeća trenutno na tržištu podcijenjena.

6.2. Analiza osjetljivosti

Izračun vrijednosti poduzeća koristi trenutne pretpostavke te je stoga samo jedna etapa u procjeni vrijednosti poduzeća. Svakodnevna događanja u poduzeću, okolini te gospodarstvu uvelike utječu na promjenu procijenjene vrijednosti poduzeća. Stoga je izrada analize osjetljivosti nužan korak za kvalitetnu analizu poduzeća. U analizi osjetljivosti analitičari sastavljaju model koji za cilj ima prikazati promjenu, ovom slučaju u procijenjenoj vrijednosti poduzeća, ako se promijeni jedna varijabla (za sve ostale pretpostavlja se da ostaju nepromijenjene, tzv. Ceteris paribus). Autor rada odabrao je za analizu osjetljivosti sljedeće varijable unutar DCF modela: terminalna stopa rasta (TSR) te ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) u zadnjoj (2026.) godini prve faze DCF modela. U Tablici 26 prikazane su pripadajuće vrijednosti poduzeća za raspon vrijednosti terminalne stope rasta:

Tablica 26:

Analiza osjetljivosti terminalne stope rasta

| TSR | Procijenjena VP (EUR) | Cijena po dionici | Razlika |
|-------|-----------------------|-------------------|----------|
| 2,00% | 388.882.357,53 | 29,16 | -40,00 % |
| 2,50% | 412.760.407,00 | 30,95 | -36,32 % |
| 3,00% | 440.326.896,76 | 33,01 | -32,07 % |
| 3,50% | 472.507.988,46 | 35,43 | -27,10 % |
| 4,00% | 510.568.244,74 | 38,28 | -21,23 % |
| 4,50% | 556.280.722,65 | 41,71 | -14,18 % |
| 5,00% | 612.211.127,93 | 45,90 | -5,55 % |
| 5,50% | 682.216.492,73 | 51,15 | 5,25 % |
| 5,91% | 753.475.703,39 | 56,49 | 16,24 % |
| 6,00% | 772.374.521,04 | 57,91 | 19,16 % |
| 6,50% | 892.850.482,32 | 66,94 | 37,75 % |
| 7,00% | 1.062.028.147,72 | 79,63 | 63,85 % |

Izvor: izrada autora

Iz navedene tablice se može uočiti kako terminalna stopa rasta kao varijabla značajno utječe na konačnu vrijednost poduzeća, što je i u skladu s teorijskim pretpostavkama koje navode kako terminalna vrijednost (a u skladu s time i terminalna stopa rasta) u najvećoj mjeri utječe na konačnu vrijednost poduzeća. Stupac Razlika predstavlja razliku u odnosu na trenutnu tržišnu cijenu dionice (na dan 13.03.2023.).

Utjecaj promjene ponderiranog prosječnog troška kapitala (WACC-a) za 2026. godinu na konačnu vrijednost poduzeća vidljiv je u Tablici 27:

Tablica 27:

Analiza osjetljivosti WACC-a

| WACC | Procijenjena VP (EUR) | Cijena po dionici | Razlika |
|--------|-----------------------|-------------------|----------|
| 6,50% | 4.131.629.567,33 | 309,78 | 537,41 % |
| 7,00% | 2.279.405.757,21 | 170,91 | 251,66 % |
| 7,50% | 1.589.103.718,00 | 119,15 | 145,16 % |
| 8,00% | 1.228.442.486,30 | 92,11 | 89,52 % |
| 8,50% | 1.006.812.408,13 | 75,49 | 55,33 % |
| 9,00% | 856.812.145,47 | 64,24 | 32,19 % |
| 9,47% | 753.475.703,39 | 56,49 | 16,24 % |
| 9,50% | 748.546.978,56 | 56,12 | 15,48 % |
| 10,00% | 666.725.979,77 | 49,99 | 2,86 % |
| 10,50% | 602.714.983,52 | 45,19 | -7,02 % |
| 11,00% | 551.269.690,65 | 41,33 | -14,95 % |
| 11,50% | 509.020.740,13 | 38,17 | -21,47 % |

Izvor: izrada autora

Promjena ponderiranog prosječnog troška kapitala još značajnije utječe na konačnu vrijednost poduzeća. Prvenstveno, utječe kod određivanja diskontiranog novčanog toka za 2026. godinu, s obzirom na to da formula za diskontirajući faktor u sebi sadrži i WACC. Još bitnije, WACC 2026. godine potreban je u formuli za izračun terminalne vrijednost poduzeća, odakle u biti proizlazi značajna osjetljivost ove varijable na konačni rezultat – procijenjenu vrijednost poduzeća.

6.3. Relativni modeli vrednovanja

Relativni modeli vrednovanja jednostavniji su za konstrukciju od DCF modela pa su zbog toga popularni za uporabu kod analitičara, dioničara i ostalih dionika kada se na brz i jednostavan način želi saznati vrijednost poduzeća. Autor rada za relativno vrednovanje odabrao je sljedeće multiplikatore: P/E i EV/EBITDA. Prvi korak izračun je navedenih multiplikatora za sva poduzeća iz usporedive grupe, te

zatim izračun njihove prosječne vrijednosti koja se kasnije koristi za izračun tržišne vrijednosti poduzeća. U Tablici 28 prikazane su navedene vrijednosti P/E pokazatelja:

Tablica 28:

Vrijednosti P/E pokazatelja

| Poduzeće | P/E |
|-------------------------------------|-------|
| Atlantic | 23,22 |
| Podravka | 11,96 |
| Mondelez | 34,14 |
| Prosječno usporediva grupa poduzeća | 23,05 |

Izvor: izrada autora, godišnja izvješća poduzeća

Za izračun konačne vrijednosti poduzeća koristeći ovaj multiplikator, prosječna vrijednost usporedive grupe poduzeća množi se sa neto dobiti Atlantic Grupe za 2022. godinu, što je i vidljivo u Tablici 29:

Tablica 29:

Vrijednosti poduzeća preko P/E multiplikatora

| Element | Vrijednost |
|---|-------------|
| Prosječan P/E usporedive grupe poduzeća | 23,05 |
| Neto dobit Atlantic Grupe (mil. EUR) | 27.771.820 |
| Vrijednost poduzeća prema P/E multiplikatoru (mil. EUR) | 640.130.128 |
| Cijena dionice (EUR) | 48,00 |
| Cijena na dan 13.03.2023. (EUR) | 48,60 |
| Razlika (u %) | -1,24 % |

Izvor: izrada autora

Rezultat primjene ovog modela vrednovanja s navedenim multiplikatorom (P/E) upućuje na činjenicu da se dionicom trenutno trguje po višoj cijeni nego što ona zapravo vrijedi prema ovom modelu, odnosno dionica je precijenjena za 1,24%. Ukoliko bi se detaljnije elaboriralo, prosječan P/E usporedive grupe minimalno je različit od P/E Atlantica stoga je i za očekivati kako će izračunom vrijednosti ista minimalno odstupati od trenutne tržišne kapitalizacije. No, za sveukupno shvaćanje bitno je u obzir uzeti teorijske pretpostavke ovog modela (koje su spomenute u poglavlju 4 ovog rada), točnije činjenicu da ovaj model za razliku od DCF modela ne uzima u obzir veći broj varijabli, a i bazira

se isključivo na povijesnim (i trenutnim) podacima. Stoga je i ovdje bitno napomenuti kako je za precizniji izračun vrijednosti poduzeća potrebno ovaj model kombinirati zajedno s složenijim modelima koji će s većom preciznošću dati pouzdaniji rezultat. Za izračun prema EV/EBITDA multiplikatoru ponovljena je ista procedura, stoga su prvo izračunate vrijednosti koje su prikazane u Tablici 30:

Tablica 30:

Vrijednosti EV/EBITDA pokazatelja

| Poduzeće | EV/EBITDA |
|-------------------------------------|-----------|
| Atlantic | 9,07 |
| Podravka | 7,1 |
| Mondelez | 18,3 |
| Prosječno usporediva grupa poduzeća | 12,7 |

Izvor: izrada autora, godišnja izvješća poduzeća

Konačna vrijednost poduzeća izračunata je tako da se od EBITDA-e oduzima tržišna neto vrijednost duga, te se takva vrijednost množi s prosječnom EV/EBITDA za usporedivu grupu. Izračun je prikazan u Tablici 31:

Tablica 31:

Vrijednosti poduzeća preko EV/EBITDA multiplikatora

| Element | Vrijednost |
|---|-------------|
| Prosječan EV/EBITDA usporedive grupe poduzeća | 12,7 |
| EBITDA Atlantic Grupe (mil. EUR) | 76.368.704 |
| Neto vrijednost duga | 98.215.542 |
| Vrijednost poduzeća prema EV/EBITDA multiplikatoru (mil. EUR) | 871.666.998 |
| Cijena dionice (EUR) | 65,36 |
| Cijena na dan 13.03.2023. (EUR) | 48,60 |
| Razlika (u %) | 34,48 % |

Izvor: izrada autora

Izračun vrijednosti poduzeća koristeći ovaj multiplikator relativnog modela vrednovanja daje nam najveću razliku (eng. spread) između iste te trenutne tržišne kapitalizacije. Za pokazatelj EV/EBITDA

bitno je da je što manji, stoga je u usporedbi s prosječnom vrijednošću za grupu poduzeća Atlantic u boljem položaju, a time je i rezultat – vrijednost poduzeća prema ovom multiplikatoru dosta veća nego kod drugih modela (DCF-a ali i kod P/E-a). Navedeni izračun može ukazivati na podcijenjenost Atlantic Grupe na tržištu, posebice jer spread iznosi gotovo 35%, no i ovdje vrijedi prethodno rečeno – za preciznije i pouzdanije vrijednosti ovaj model trebalo bi kombinirati s nekim drugim, sadržajno opširnijim modelima.

6.4. Usporedba vrijednosti između modela

Za sumiranje svega navedenog u poglavlju 6, u Tablici 32 navedeni su rezultati primjene DCF modela kao i rezultati primjene relativnih modela vrednovanja te razlika rezultata u odnosu na tržišnu vrijednost poduzeća:

Tablica 32:

Usporedba izračunatih vrijednosti između modela

| Model | Vrijednost poduzeća (mil. EUR) | Razlika |
|--|--------------------------------|---------|
| Tržišna vrijednost poduzeća (na dan 13.03.2023.) | 648.187.920 | - |
| Diskontirani novčani tokovi (DCF) | 753.475.703 | 16,24 % |
| Relativno vrednovanje – P/E multiplikator | 640.130.128 | -1,24 % |
| Relativno vrednovanje – EV/EBITDA multip. | 871.666.998 | 34,48 % |

Izvor: izrada autora

Najveća razlika u odnosu na trenutnu tržišnu vrijednost poduzeća, kako je i objašnjeno, proizlazi iz primjene relativnog modela vrednovanja EV/EBITDA multiplikatorom, gdje je razlika značajnih 34,48%, a proizlazi iz činjenice da je sami multiplikator za Atlantic manji od prosjeka usporedivih poduzeća iz čega proizlazi da je, po tom modelu, Atlantic Grupa trenutno podcijenjena. Manje odstupanje je kod relativnog modela vrednovanja P/E multiplikatorom, gdje je situacija obratna, odnosno ispada da je poduzeće precijenjeno za 1,24%. Konačno, primjena najzahtjevnijeg modela, DCF-a, rezultira također činjenicom da je Atlantic Grupa podcijenjena za 16,24% u odnosu na trenutnu tržišnu kapitalizaciju (tj. da je cijena dionice na tržištu kapitala trenutno podcijenjena za 16,24%).

7. ZAKLJUČAK

Procjena vrijednosti poduzeća proces je koji mnogi dionici (vanjski ili unutarnji) mogu provoditi redovito ili po potrebi, a u svrhu donošenja što ispravnije poslovne odluke. Analitičari pak, ili samostalni investicijski ulagači, proces vrednovanja provode radi donošenja investicijske odluke. Cilj ovog rada bio je sažimanje svih ključnih teorijskih i praktičnih pretpostavki koje se primjenjuju kod ekonomskih te relativnih modela vrednovanja. Današnja financijska literatura (na engleskom jeziku) svakim danom sve je šira, a konstantne promjene na tržištu kapitala, kao i na tržištu općenito, značajno utječu na tematiku koja se u ovom radu obrađuje.

Nakon uvodnog dijela, kroz koji su obrađene teorijske pretpostavke i kroz koje je odgovoreno na pitanje zbog čega se izrađuje analiza vrijednosti poduzeća, u daljnjim poglavljima i potpoglavljima teorijski su obrađeni ekonomski modeli vrednovanja – model diskontiranih novčanih tokova (DCF) te model diskontiranih dividendi (DDM), od kojih je u uporabi dosta češće korišten DCF model. DCF model opisan je kao dinamički model koji osim trenutne financijske situacije u poduzeću projicira, sukladno inputima koje osoba postavi, buduće novčane tokove koje kasnije svodi na sadašnju vrijednost te nadodaje terminalno izračunatoj vrijednosti kako bi se odredila vrijednost poduzeća. Fokus rada zatim je usmjeren k relativnim modelima vrednovanja – baziranim na: vrijednosti glavnice, vrijednosti poduzeća i rastu. Relativni modeli opisani su kao oni koji su orijentirani trenutnoj situaciji u poduzeću, te kako je za njihov izračun potrebno odrediti usporedivu grupu poduzeća jer će jedino odabir sličnih poduzeća moći dati odgovor na pitanje o vrijednosti poduzeća u komparaciji s drugima. Upravo je određivanje usporedive grupe poduzeća najteži korak u ovim inače jednostavnim metodama procjene, obzirom da svako poduzeće može imati specifičnosti koje će ga diferencirati od ostatka naoko sličnih poduzeća. Svako od navedenih većih poglavlja sumirano je prednostima te nedostacima pojedinog modela vrednovanja.

Poglavlje 5 rada baziralo se na odabranom poduzeću – Atlantic Grupi, gdje je detaljno analizirano poduzeće, a posebno su se obradili financijski rezultati Grupe s naglaskom na zadnje dostupne podatke za 2022. godinu. Definirali su se i konkurenti, odnosno usporedna peer grupa, a unutar tog poglavlja napravljena je i kratka analiza tih poduzeća. Analizom je utvrđeno kako je Atlantic Grupa među pionirima na tržištu Adria regije jer konstantno ostvaruje bolje rezultate u odnosu na slična poduzeća u regiji.

Zadnje poglavlje rada prikazalo je praktičnu primjenu modela vrednovanja, gdje je prvo kod DCF modela, a zatim i kod relativnih modela, detaljno prikazan proces izračuna unutar kojih su se koristili trenutno zadnje dostupni ulazni podaci. DCF model prikazano je trenutnu podcijenjenost dionice poduzeća na tržištu. Relativni model baziran na P/E multiplikatoru pokazao je pak malu precijenjenost dionice na tržištu kapitala, dok je model baziran na EV/EBITDA multiplikatoru pokazao značajnu podcijenjenost dionice u odnosu na trenutnu cijenu dionice. Navedeno može navoditi kako su upravo relativni modeli vrednovanja u ovoj situaciju pokazali nepreciznost (u odnosu na DCF model), stoga i ovdje stoji preporuka kako bi se navedeni modeli trebali kombinirati s drugim (ekonomskim) modelima vrednovanja kako bi se stekao dojam o široj, potpunijoj slici o vrijednosti poduzeća. Brojnost inputa kao i odabir usporedivih poduzeća iskazuju se kao glavne kritike ovog modela.

LITERATURA

Knjige:

Damodaran, A. (2010): Damodaran o valuaciji: Analiza vrijednosnica za investicijske i korporativne financije, 2 izdanje, MATE, Zagreb.

Helfert, E.A. (2001). *Financial analysis tools and techniques : a guide for managers*. New York: Mcgraw-Hill.

Kolačević, S., Hreljac, B. (2012): Vrednovanje poduzeća, II. dopunjeno i prošireno izdanje, TEB - poslovno savjetovanje, Zagreb .

Koller, T., Goedhart, M., i Wessels, D. (2005.). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4rd edition.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Orsag, S. (1997): Vrednovanje poduzeća, infoinvest, Zagreb.

Palepu, K.G., Healy, P.M., Peek, E. (2013): *Business Analysis and Valuation: IFRS edition, Third edition*, Cengage Learning EMEA, Andover.

Pervan, I. (2012): Računovodstvo poslovnih spajanja, RRiF Plus d.o.o., Zagreb.

Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb

Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): *Financijski menadžment*, IX. izdanje, RRIF, Zagreb.

Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L. (2008): *Analiza financijskih izvještaja*, Masmedia, Zagreb.

Članci:

Bloomberg Adria (2022): „Atlantic grupa bi uskoro mogla u lov na nove akvizicije“, raspoloživo na: <https://hr.bloombergadria.com/analiza/regija/17122/atlantic-grupa-bi-uskoro-mogla-u-lov-na-nove-akvizicije/news/>, [28.03.2023.].

Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris, R. S. i Higgins, R. C. (1998): *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*, [Internet], raspoloživo na: https://www.researchgate.net/publication/252813951_Best_Practices_in_Estimating_the_Cost_of_Capital_Survey_and_Synthesis, [12.01.2023.].

Callahan, D., Mauboussin, M. J. (2021): *Everything Is a DCF model*, Morgan Stanley Investment Management, [Internet], raspoloživo na: https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_everythingisadcfmodel_us.pdf?1681723334963, [16.04.2023.].

Gan, N. (2022): Zero-Covid was supposed to prove China's supremacy. How did it all go so wrong for Xi Jinping?, [Internet], raspoloživo na: <https://edition.cnn.com/2022/12/27/china/china-2022-zero-covid-intl-hnk-mic/index.html>, [18.04.2023.].

Entrepreneur: Why Is Inflation So High Right Now?, [Internet], raspoloživo na: <https://www.entrepreneur.com/money-finance/why-is-inflation-so-high-right-now/444482>, [18.04.2023.].

Hayes, A. (2022): What Is the Risk-Free Rate of Return, and Does It Really Exist?, Investopedia, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/r/risk-free-rate.asp>, [16.04.2023.].

Kenton, W. (2022): Sarbanes-Oxley Act: What It Does to Protect Investors, Investopedia, [Internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp>, [16.04.2023.].

Kesegić, V. (2022): Atlantic Grupa je izvršila podjelu dionica 4:1; Što to znači i zašto uspješne kompanije to rade?, [Internet], raspoloživo na: <https://fima-vrijednosnice.hr/atlantic-grupa-je-izvršila-podjelu-dionica-41-sto-to-znaci-i-zasto-uspjesne-kompanije-to-rade/>, [20.02.2023.].

Palić, P. (2022): Sektorske analize: Hrana i piće, Ekonomski institut Zagreb, Zagreb

Materijali s predavanja:

Šodan, S. (2018): Financijska analiza poslovanja, interni materijali, Ekonomski fakultet Split, Split.

Godišnja izvješća:

Atlantic Grupa d.d. (2023): Godišnji izvještaj za 2022. Godinu, raspoloživo na: https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRATGRRRA0003&tab=stock_news, [06.04.2023.]

Atlantic Grupa d.d. (2022): Godišnji izvještaj za 2021. Godinu, raspoloživo na: https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRATGRRRA0003&tab=stock_news, [02.06.2022.]

Atlantic Grupa d.d. (2021): Godišnji izvještaj za 2020. Godinu, raspoloživo na: https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRATGRRRA0003&tab=stock_news, [02.06.2022.]

Podravka d.d. (2023): Godišnji izvještaj za 2022. Godinu, raspoloživo na: https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRPODRRA0004&tab=stock_news, [06.04.2023.]

Mondelez International (2023): REPORTS Q4 AND FY 2022 RESULTS, raspoloživo na: <https://ir.mondelezinternational.com/news-releases/news-release-details/mondelez-international-reports-q4-and-fy-2022-results>, [06.04.2023.]

Zakoni i pravilnici:

Narodne novine, (2020): Zakon o računovodstvu, Narodne novine d.d. Zagreb, broj 47

Narodne novine, (2021): Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine d.d. Zagreb, broj 83

Narodne novine, (2022): Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine d.d. Zagreb, broj 34

Internet izvori:

Internetske stranice Atlantic Grupe: www.atlanticgrupa.com

EURIBOR 6M projekcije: <https://longforecast.com/euribor-forecast-2017-2018-2019>

Damodaran Unlevered beta:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, [06.04.2023.]

Damodaran Country Default Spreads and Risk Premiums:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, [06.04.2023.]

Statista (2022): Change in average price of selected commodities from February 24 to June 1, 2022, [Internet], raspoloživo na: <https://www.statista.com/statistics/1298241/commodity-price-growth-due-to-russia-ukraine-war/>, [18.04.2023.].

HNB (2023): Kamatne stope na trezorske zapise RH, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/opca-drzava/dug-opce-drzave>, [18.04.2023.].

POPIS GRAFIČKIH PRIKAZA I TABLICA

Grafički prikazi

Grafički prikaz 1: Vlasnička struktura Grupe

Grafički prikaz 2: Brandovi u vlasništvu Grupe

Grafički prikaz 3: Podjela operativnog poslovanja Grupe

Grafički prikaz 4: Pregled prihoda Grupe po segmentima

Grafički prikaz 5: Pregled prihoda prema geografskim područjima

Grafički prikaz 6: Distribucija operativnih troškova Grupe

Grafički prikaz 7: Povijesna analiza kretanja rezultata Grupe

Grafički prikaz 8: Analiza rezultata Grupe i konkurenata za 2022. godinu

Grafički prikaz 9: ROA odabranih poduzeća i prehrambene industrije EU

Grafički prikaz 10: Deprecijacija materijalne imovine Grupe

Tablice

Tablica 1: Faktori koji utječu na vrednovanje

Tablica 2: Prednosti i nedostaci DCF metode

Tablica 3: Prednosti i nedostaci DDM metode

Tablica 4: Prednosti i nedostaci relativnih metoda vrednovanja

Tablica 5: Pokazatelji likvidnosti

Tablica 6: Pokazatelji solventnosti

Tablica 7: Pokazatelji profitabilnosti

Tablica 8: Novčani ciklus Grupe

Tablica 9: Operativni i novčani ciklus Grupe

Tablica 10: Vodeći proizvođači u industriji hrane u RH

Tablica 11: Vodeći proizvođači u industriji pića u RH

Tablica 12: Operativni i novčani ciklus konkurenata

Tablica 13: Projicirani prihodi

Tablica 14: Projicirani troškovi

Tablica 15: Projicirana kapitalna ulaganja

Tablica 16: Projicirana kretanje dugotrajne imovine

Tablica 17: Procjene vrijednosti elemenata radnog kapitala

- Tablica 18: Procijenjene vrijednosti radnog kapitala
- Tablica 19: Procijenjene vrijednosti kreditnih obveza
- Tablica 20: Izračun elemenata bete
- Tablica 21: Izračun WACC-a
- Tablica 22: Račun dobiti i gubitka
- Tablica 23: Projekcija odabranih pokazatelja profitabilnosti
- Tablica 24: Slobodni novčani tokovi
- Tablica 25: Konačna vrijednost poduzeća DCF metodom
- Tablica 26: Analiza osjetljivosti terminalne stope rasta
- Tablica 27: Analiza osjetljivosti WACC-a
- Tablica 28: Vrijednosti P/E pokazatelja
- Tablica 29: Vrijednosti poduzeća preko P/E multiplikatora
- Tablica 30: Vrijednosti EV/EBITDA pokazatelja
- Tablica 31: Vrijednosti poduzeća preko EV/EBITDA multiplikatora
- Tablica 32: Usporedba izračunatih vrijednosti između modela

SAŽETAK

Vrednovanje poduzeća zajednički je naziv za skup metoda i različitih aktivnosti čiji je cilj dati odgovor na pitanje vrijednosti poduzeća. Teorija razlikuje ekonomske i relativne modele vrednovanja. Odabir metode ovisiti će o raznim faktorima, a na osobi koja izvršava proces vrednovanja je da sukladno potrebama izabere prikladnu metodu vrednovanja. Ekonomski modeli vrednovanja, od kojih je najčešće korišten DCF model, u obzir uzima ne samo povijesne rezultate već i projekcije budućih tokova kako bi se odredila pripadajuća vrijednost. U praksi se još osim njega koristi i DDM model vrednovanja. S druge strane, teorija poznaje i relativne modele vrednovanja, gdje je brzina izračuna glavna prednost u odnosu na DCF model, no glavni nedostatak u odnosu na DCF model je u tome što se ne projiciraju budući događaji. Praksa je pokazala pak da se, posebice u financijskoj industriji, koristi kombinacija obaju modela kako bi eliminirale ekstremne vrijednosti koje mogu nastati pretežito unutar relativnih modela.

Ključne riječi: vrednovanja poduzeća, ekonomski modeli vrednovanja, relativni modeli vrednovanja

SUMMARY

Company valuation is the common name for a set of methods and different activities whose goal is to answer the question of company value. The theory distinguishes economic and relative valuation models. The choice of method will depend on various factors, and person performing the process should choose suitable valuation method according to their needs. Economic valuation models, from which most commonly used is the DCF model, is taking into account not only the historical results but also projections of future cash flows in order to determine company value. In practice, apart from it, the DDM valuation model is also used. On the other hand, the theory is also mentioning relative valuation models, where the speed of the calculation is the main advantage compared to the DCF model, but the main disadvantage compared to the DCF model is that future events are not projected. Practice has shown that, especially in the financial industry, a combination of both models is used in order to eliminate extreme values that can arise predominantly within relative models.

Key words: company valuation, economic valuation models, relative valuation models