

Vrednovanje kompanije na primjeru Ilirije d.d.

Ramljak, Antonio

Master's thesis / Diplomski rad

2024

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:124:893977>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-18**

Repository / Repozitorij:

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



SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

VREDNOVANJE KOMPANIJE NA PRIMJERU ILIRIJE D.D.

Mentor:

Prof. dr. sc. Ana Rimac Smiljanić

Student:

Antonio Ramljak

Split, prosinac 2024.

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, ANTONIO RAMLJAK,
(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, 12. 12. '24. godine

Vlastoručni potpis : 

SADRŽAJ:

1. UVOD	1
1.1. Problem istraživanja	1
1.2. Predmet istraživanja	3
1.3. Istraživačka pitanja	4
1.4. Ciljevi istraživanja	5
1.5. Metode istraživanja	5
1.6. Doprinos istraživanja	6
1.7. Struktura diplomskog rada	6
2. VREDNOVANJE KOMPANIJA	8
2.1. Vrednovanje i procesi vrednovanja.....	8
2.2. Metoda diskontiranih novčanih tijekova	13
2.3. Metoda usporednih kompanija.....	25
2.3.1. Multiplikatori imovine.....	26
2.3.2. Multiplikatori glavnice	27
3. ANALIZA kompanije ILIRIJE D.D.	29
3.1. Analiza tržišta i industrije.....	29
3.2. Analiza kompanije Ilirija d.d.....	37
3.3. ESG analiza kompanije	46
3.4. Analiza rizika	50
4. PRIMJENA METODA VREDNOVANJA NA PRIMJERU ILIRIJE D.D.	52
4.1. Projekcija budućeg poslovanja društva	52
4.2. Vrednovanje metodom diskontiranih novčanih tijekova	58
4.3. Analiza osjetljivosti	62
4.4. Analiza scenarija	63

4.5. Vrednovanje metodom usporednih kompanija	65
4.6. Utvrđivanje intrizične vrijednosti i završna preporuka.....	69
5. ZAKLJUČAK.....	71
LITERATURA.....	73
PRILOZI	87
SAŽETAK	89
SUMMARY	90

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

Zbog potencijala i sposobnosti stvaranja ekonomskog probitka, poduzeća ujedno sadrže i vrijednost koja im je svojstvena. Percepcija vrijednosti tvrtke uvelike ovisi o namjeni i korisniku koji zahtijeva njezinu procjenu, bilo da se radi o pravnoj ili fizičkoj osobi, a to znači da ta vrijednost nije nužno konzistentna za svakog sudionika u istoj mjeri, jer ona ovisi o očekivanjima svakog od investitora zasebno. Zbog toga procjene kompanija proizlaze iz različitih potreba, kao što je utvrđivanje vrijednosti kompanije na burzi, vrednovanje za potrebe procesa spajanja i preuzimanja, istiskivanja dioničke glavnice, restrukturiranja i sličnih potreba (Harrington et al., 2022; Thielen, 2023), a Schmidt (2024) navodi da važnost procjena dolazi iz identificiranja nedovoljno dobro procijenjenih vrijednosnica (eng. mispriced securities) ili određivanja projekata u koje se može ulagati. U pogledu financijskih izvještaja i informacija koje se koriste za svrhe vrednovanja, razlikujemo informacije direktno dobivene od predmetnog društva (eng. first-party) i one javno dostupne (eng. third-party) (Dayman, 2023). Za privatne kompanije u procjenama će se prije koristiti direktne informacije dobivene od njenih dionika, dok javno izlistane kompanije redovito imaju obvezu objavljivanja svojih financijskih izvješća koja se upravo koriste u procjenama. Alternativno, u slučaju da se radi o procjeniteljima koji nemaju odnos s kompanijama koje vrednuju, privatne kompanije mogu pružiti znatno ograničeniji skup informacija kojima se može provoditi procjena, pa kvaliteta vrednovanja u njihovom slučaju može biti niža zbog nedostatka uvida u samo poslovanje promatrane kompanije, dok javno izlistane kompanije u svojim financijskim izvještajima mogu pružiti bogatiji uvid u poslovanje, što može lakše informirati procjenitelja o čimbenicima koji bi mogli utjecati na samu valuaciju (Murphy, 2021). Korištenjem informacija o kompaniji i njenom okruženju odrađuje se fundamentalna analiza u kojoj se koriste kvalitativni i kvantitativni podaci, tzv. fundamenti koji su ujedno i faktori koji utječu na vrijednost društva (Segal, 2023). Primjeri kvalitativnih fundamenta mogu biti jedinstvenost proizvoda i usluga, zadovoljstvo kupaca, uprava, odnos s dobavljačima i sl., dok kvantitativni fundamenti mogu biti prihodi, profitabilnost, imovina, obveze, različiti financijski pokazatelji itd. (Beers, 2022). Uz same pokazatelje vezane za učinkovitost stvaranja dodatnih ekonomskih koristi, u analizi kompanija se danas sve više koriste i pokazatelji učinkovitosti zaštite okoliša (eng. environmental), društveno odgovornog poslovanja (eng. social) i odgovorne uprave (eng. governance) – skraćeno ESG, čiji zagovornici, bilo dionici (eng. stakeholders) ili dioničari (eng.

shareholders), stvaraju „pritisak“ kako bi se kompanije prilagodile odgovornijem upravljanju resursima i okolinom kojima se one služe (Cornell & Damodaran, 2020).

Zbog subjektivnosti stavova, pogleda i koristi kompanija koja se procjenjuju, postoje različiti pristupi i metode vrednovanja. International Valuation Standards Council (IVSC, 2016), iliti Vijeće međunarodnih standarda procjenjivanja, razlikuje tri pristupa vrednovanja:

- Tržišni pristup – okvirna naznaka vrijednosti imovine temelji se na identičnoj ili usporednoj (sličnoj) imovini čije su informacije o cijeni javno dostupne,
- Dohodovni pristup – vrijednost imovine se temelji na sposobnosti generiranja budućih novčanih tijekova svedenih na sadašnju vrijednost, i
- Troškovni pristup – vrijednost imovine je jednaka trošku plaćanja imovine sa sličnim karakteristikama, koristima i sl., umanjenoj za odbitke zbog materijalnog propadanja ili drugih nedostataka koji se pojavljuju.

Unutar svake od navedenih pristupa postoje i različite metode procjene. Tako za **tržišni pristup** postoje metode usporednih transakcija, usporedna metoda javno izlistanih kompanija i dr., za **dohodovni pristup** postoje metode diskontiranih novčanih tijekova te se pri **troškovnom pristupu** primjenjuju metode zamjenskog troška, metoda reprodukcijanskog troška i metoda zbrajanja komponenata ukupne imovine (IVSC, 2016). Za svrhu određivanja vrijednosti kompanije, osoba zadužena za njezino provođenje treba sama odrediti pristupe i metode kojima će se voditi tijekom procjene te argumentirati zašto su se odabrane metode uzele.

Jedna od najpoznatijih metoda vrednovanja kompanija je DCF metoda, tj. metoda diskontiranih novčanih tijekova poduzeća (Audet, 2022) koja koristi dvofazni model: prva faza uzima u obzir varijabilna kretanja novčanih tijekova, dok druga faza uzima u obzir kretanje i rast novčanih tijekova u nedogled po stabilnoj stopi rasta. Unatoč tomu što bi se u procesu procjene trebalo koristiti što više javno dostupnih informacija da bi se izbjegle pristranosti, takvo što u stvarnosti nije moguće. DCF metoda tako može biti manjkava zbog svoje varijabilnosti i subjektivnosti samog procjenitelja u pogledu kretanja budućih novčanih tijekova, rasta i odabira diskontne stope, s obzirom na to da je i samo predviđanje takvih novčanih tijekova vrlo neizvjesno (P.Chen & Zhang, 2022; Segal, 2022; Vidučić et al., 2015). Svako vrednovanje zahtijeva svojevrstu interpretaciju od strane analitičara u pogledu raznih varijabli i njihovih očekivanja zarade, koja nastaju kada poduzeće koristi svoje resurse i okolinu, pa stoga ono postaje subjektivno. Tako se uvodi pojam intrizične vrijednosti, tj. one vrijednosti koja je svojstvena tumačenju procjenitelja koji ju određuje (Pinto, 2020), a vezuje se za pretpostavku potpunog poznavanja karakteristika promatrane imovine koja je predmet vrednovanja. S druge strane, tržišna vrijednost kompanije je ona koja se odražava u trenutačnom stanju na tržištu

u iznosu čiju cijenu su kupci spremni platiti i na koju su prodavači spremni pristati (J.Chen, 2024), pa zbog te razlike Maverick (2022) spominje da je intrinzična vrijednost neovisna o tržišnoj.

Krajnji cilj vrednovanja je što bolje utvrditi intrinzičnu vrijednost te je usporediti s trenutačnom tržišnom vrijednosti kompanije. U slučaju da je intrinzična vrijednost viša od tržišne, to znači da je kompanija potencijalno podcijenjena od tržišta i postoji mogućnost rasta vrijednosti u izvjesnoj budućnosti, a time i rasta same tržišne cijene (Martin, 2024), a takav način kojim se odabiru podcijenjene vrijednosnice na tržištu kapitala naziva se vrijednosno ulaganje (eng. value investing) (Cornell & Damodaran, 2021; Hayes, 2023a) i vrlo je čest oblik ulaganja kod „legendarnih investitora“ (Beattie, 2023). Problematika vrednovanja burzovno izlistanih kompanija se nalazi u pitanju postoji li dovoljno veliki jaz između intrinzične i tržišne vrijednosti, a da time ulaganje u kompaniju bude dovoljno opravdano kako bi ono za investitora u budućnosti donosilo odgovarajuće povrate i koristi svojstvene njegovom profilu i averznosti prema riziku, što se također očituje u premijama rizika koje su prihvatljive za pojedinca (Cornell & Damodaran, 2022), između ostalog. Zbog korištenja različitih pristupa, a ujedno i inih metoda vrednovanja, često nastaju odstupanja, a razlog se može naći u metodologijama procjene, kao i uvidima koje različite metode vrednovanja pružaju te jedinstvenosti svake od kompanija i imovina koja se vrednuju. Kombinirajući dvije ili više metoda smanjuju se nastranosti i ograničenja nastala jednom jedinstvenom metodom (Dahlén, 2019; Kryvovyazyuk et al., 2020), a povećava se mogućnost preciznije procjene, što će se u ovom istraživanju pokušati i približiti.

1.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja u ovom radu su navedene metode vrednovanja koje će se primijeniti na kompaniju Ilirija d.d, a koja posluje u turističkom sektoru. U teoretskom dijelu će se objasniti koncepcija povezana s navedenim metodama procjene vrijednosti, dok će se u empirijskom dijelu te metode praktično primijeniti kako bi se došlo do vrijednosti promatranog društva. Pinto (2020) navodi da postupak vrednovanja započinje razumijevanjem poslovanja promatrane kompanije i njene okoline, nakon toga slijedi predviđanje njenih performansi, odabiranje odgovarajućeg modela procjene, primjenjivanje modela te dolaženja do zaključka o vrednovanju. S obzirom na njihovu opsežnost, kao i na to da su predmetom istraživanja, DCF metoda i metoda usporedivih društava su se uzele *a priori*, tj. prije samog odabira kompanije koja će se proučavati.

Razlog korištenja DCF metode je u tome što se predviđaju budući novčani tijekovi, što za sobom povlači potrebu za detaljnijim uvidom u samo poslovanje i okolinu kompanije koja se promatra. Kao

što je već navedeno, zbog toga što ovaj oblik vrednovanja zahtijeva visoku razinu prosudbe od strane procjenitelja, ona najčešće može biti jako subjektivna, stoga će se kao dodatak uvesti analiza osjetljivosti i analiza scenarija u kojoj je ponuđen veći broj rješenja zbog moguće visoke varijabilnosti određenih veličina u financijskom modelu, a kako bi se znatno smanjile moguće nastranosti *baznog*, tj. *temeljnog* rezultata (Donnelly, 2023). Uz to, da bi se odmaklo od same individualnosti procjene, s obzirom na to da se na tržištu često pojavljuju kompanije sa sličnim karakteristikama i poslovnim modelima, analitičari često koriste metodu usporedivih društava (eng. guideline publicly-traded comparable method) koja navodi na vrijednost koristeći informacije o kompanijama koje se javno trguju i već sama u sebi može pružati naznake o očekivanjima tržišta u pogledu njihovog budućeg poslovanja (Amoroso, 2023).

1.3. Istraživačka pitanja

Glavno istraživačko pitanje ovog rada glasi: „*Kolika je vrijednost društva Ilirija d.d. primjenjujući metodu diskontiranih novčanih tijekova i metodu usporednih kompanija?*“. Zbog kompleksnosti koju donosi problematika vrednovanja, uzimajući u obzir da svaka procjena iziskuje vlastitu prosudbu o izboru i primjeni metoda, u cijelome procesu istraživanja pokušalo se dati odgovor i na sljedeća pitanja:

1. *U istraživanju tržišta i analizi kompanije, postoje li određeni pokazatelji svojstveni industriji koja se promatra?*
2. *Zašto je važno utvrditi razliku između operativne i neoperativne imovine na primjeru kompanije Ilirija d.d.?*
3. *Kolika je vrijednost poduzeća, a kolika glavnice te koji se novčani tijekovi koriste za njihovo određivanje?*
4. *Što se vrednuje multiplikatorima usporedivih društava?*
5. *Koji će se multiplikator(i) usporedivih društava koristiti na primjeru Ilirije d.d.?*
6. *Kolika je utvrđena intrizična vrijednost kompanije?*
7. *Postoji li razlika između utvrđene intrizične i tržišne vrijednosti promatrane kompanije?*

1.4. Ciljevi istraživanja

Cilj istraživanja je prikazati praktičnu primjenu metode diskontiranih novčanih tijekova i metode usporednih kompanija kako bi se na osnovu različitih ulaznih varijabli i njihovih pretpostavki stvorilo vrednovanje kompanije Ilirija d.d. Točnije, radi se o sljedećim pomoćnim ciljevima koji će služiti za procjenu:

- Istražiti ekonomske trendove, tržište i specifičnu industriju za potrebe vrednovanja,
- Objasniti poslovanje kompanije,
- Navesti rizike vezane za industriju i promatrano društvo,
- Analizirati financijske izvještaje i napraviti projekciju očekivanog budućeg poslovanja društva,
- Utvrditi intrinzičnu vrijednost,
- Utvrditi jaz između intrinzične vrijednosti i tržišne vrijednosti, te
- Dati zaključak o vrijednosti kompanije.

1.5. Metode istraživanja

Teoretski dio ovog istraživanja obuhvatit će sljedeće metode (Zelenika, 2000):

- Induktivna metoda – analizom različitih podataka i stvaranjem pretpostavki autor stvara glavni stav,
- Deduktivna metoda – ispituje se jasno zadana teorija istraživajući i analizirajući različite podatke,
- Metoda deskripcije – opisuju se činjenice i zapažanja bez davanja konkretnih objašnjenja,
- Metoda analize – pojednostavljuju se i konkretiziraju složeni podaci i pojmovi, činjenice, zapažanja i sl.,
- Metoda sinteze – jednostavniji podaci i činjenice dodavaju se kako bi nastala složenija cjelina,
- Komparativna metoda – podaci, pojmovi, činjenice i sl. se međusobno uspoređuju, i
- Metoda kompilacije – preuzimaju se tuđi podaci, opažanja, zaključci itd.

Pored metoda u teoretskom dijelu rada, u empirijskom dijelu će se koristiti:

- Matematička metoda – primjenjuju se formule i izračuni svojstveni istraživanju, i

- Statistička metoda – određuju se statističke vrijednosti iz financijskih izvještaja i podataka namijenjenih u svrhu stvaranja financijskog modela.

Oba dijela također će koristiti i metodu studije slučaja, tj. i u teorijskom i u empirijskom dijelu će se metode vrednovanja primijeniti na slučaj kompanije Ilirija d.d.

1.6. Doprinos istraživanja

S obzirom na to da procjena vrijednosti nije u potpunosti egzaktna znanost jer zahtijeva svojevrsnu vlastitu interpretaciju od strane procjenitelja, kao ni umijeće jer ipak iziskuje istraživanje činjenica o subjektu, već aktivnost u kojem procjenitelj iskustveno uzima sve inpute koje se treba uzeti u obzir pri modeliranju vrednovanja (Allman, 2024; Claywell, 2023), ovim istraživanjem se može pomoći približiti razumijevanje problematike i kompleksnosti koja je svojstvena vrednovanju kompanija, a sadržano je na primjeru kompanije Ilirija d.d. Dodatno, dobivena procjena kompanije Ilirija d.d. može poslužiti kao osnovica za razvijanje modela vrednovanja i drugih kompanija iz turističkog sektora.

1.7. Struktura diplomskog rada

U prvom dijelu rada, tj. uvodu objašnjavaju se problematika i predmet istraživanja, navode se istraživačka pitanja i zadaju će se ciljevi istraživanja. Također, objašnjava se doprinos i određuje se struktura diplomskog rada.

Drugo poglavlje služi kao teoretska osnova u kojoj se pobliže objašnjava vrednovanje, procesi vrednovanja i metode vrednovanja koje se primjenjuju dalje u radu, počevši od metode diskontiranih novčanih tijekova, a onda i metode usporedivih društava.

Treće poglavlje je također teoretsko, a obuhvaća istraživanje tržišta i industrije, nakon čega se dolazi do upoznavanja s poslovanjem i analize financijskih izvještaja kompanije Ilirija d.d. Isto tako, ESG analizom utvrđuju se okolišni, društveni i upravni čimbenici kompanije, a na kraju se navode i povezani rizici.

Četvrto poglavlje bavi se projekcijom budućeg poslovanja društva i primjenom navedenih metoda diskontiranih novčanih tijekova i usporednih društava, a uz sami rezultat vrednovanja koristi se analiza osjetljivosti i analiza scenarija kojima se odgonetavaju drugi mogući ishodi procjene, a onda se metode kombiniraju kako bi se dobila intrinzična vrijednost koja se uspoređuje s tržišnom.

Završnim, tj. petim poglavljem dolazi se do zaključka o vrijednosti kompanije Ilirija d.d., a na samom kraju navodi se korištena literatura i u sažetku ukratko objašnjava cijelo istraživanje na hrvatskom i engleskom jeziku.

2. VREDNOVANJE KOMPANIJA

2.1. Vrednovanje i procesi vrednovanja

Poznavanje vrijednosti bitan je preduvjet za ulaganje u kompaniju. Damodaran (2012) spominje da je osnovni postulat ulaganja to da investitor nikada neće platiti imovinu, tj. kompaniju ili njen udio, više od onoga koliko je uistinu vrijedna. Kako bi se ta vrijednost i odredila, potrebno je postići cjelokupno razumijevanje njezinih investicijskih karakteristika, tj. onoga čime kompanija ostvaruje ekonomske koristi, a takva vrijednost naziva se *intrizična vrijednost* (Pinto, 2020). Bitno je naglasiti da je intrizična vrijednost drugačija od tržišne vrijednosti u tome što se intrizična vrijednost ne mora nužno realizirati na tržištu kapitala, dok je *tržišna vrijednost* ta koja je ustvari ona koja se izvršava u određenom trenutku ili vremenskom periodu, pri međusobno dogovorenoj, tj. utvrđenoj cijeni i količini (Chen J., 2024a). Ovisno o tome koliko je tržište likvidno uspostavlja se cjenovna arbitraža vlasničke vrijednosnice sukladno novodostupnim informacijama, što povećava tržišnu *točnost* u smislu vrijednosti dionice, a samim time se povećava i tržišna efikasnost (Chorida et al., 2008). Drugim riječima, visokolikvidna dionica je uvelike osjetljivija na materijalne novosti (eng. material news) od onih manje likvidnih dionica (Harper, 2024).

Efikasna tržišta podrazumijevaju korištenje svih mogućih javno dostupnih informacija kojima bi se utvrdila vrijednost kompanije i, teoretski, na takvim tržištima je tržišna cijena najbolja odrednica vrijednosti, pa je samim time nemoguće „nadigrati“ (eng. outperform) tržište (Downey, 2024). Ipak, u stvarnosti vrijedi drugačije. Kako spominje Damodaran (2005), korištenje valuacije u donošenju investicijske odluke se temelji na percepciji da je tržište neefikasno te da se u njihovom određivanju čine pogreške, uključujući i pretpostavku kako i kada će se neefikasnosti ispraviti kako dolaze nove informacije o imovini. Da investitori ne očekuju adekvatnu „nagradu“ od ulaganja u kompaniju u obliku viših povrata u budućnosti, oni ne bi vršili procjenu, što je srž Grossman – Stiglitzovog paradoksa koji se protivi mnijenju da se temeljna vrijednost imovine, samim time i kompanija, savršeno odražava na tržištu, tj. da su intrizična i tržišna cijena jednake, jer da su jednake, ne bi bilo potrebe za podnošenjem troška povezanim s vršenjem procjene individualne dionice (Grossman & Stiglitz, 1980).

Suvremena valuacija upravo je rezultat spoznaje o tome da tržišta uglavnom nisu efikasna te kao takva ne uspijevaju ugraditi sve dostupne informacije kako bi one odražavale fer cijenu vrijednosnog papira. To se događa zbog informacijskih asimetrija, transakcijskih troškova, tržišne psihologije,

ljudskih i bihevioralnih čimbenika te ostalih pojava (Hayes, 2022). Tako se na tržištu pojavljuju precijenjene ili podcijenjene dionice koje se pokušavaju razlučiti u svrhu odabira onih odgovarajućih za profil ulagača. Subjektivnost također igra ulogu kod procjenjivanja vrijednosnice: ulagači i procjenitelji sami biraju koje su im informacije relevantne, koliko će detaljno obraditi procjenu, kakve su im pretpostavke, predviđanja, interesi i sl. Također, trebaju se voditi time kojim će se pristupima i metodama procjene koristiti, ili više njih, što opet doprinosi različitim razinama točnosti (Bonini, 2022).

Odabir pristupa procjene igra ulogu u razumijevanju dinamike karakteristične za kompaniju i njeno okruženje. Kada na tržištu postoji veliki broj kompanija sa sličnim karakteristikama i prethodno zabilježenim transakcijama u relativno približnom vremenu, tada se njihovi omjeri vrednovanja, tj. multiplikatori mogu koristiti pri valuaciji promatranog poduzeća, uz odgovarajuće preinake i prilagodbe za razlike koje proizlaze između njih (Fernando, 2020). Alternativno, dohodovni pristup uzima u obzir očekivanja o novčanim tokovima za koje se očekuje da će poduzeće ostvariti u budućnosti. Treći, tj. troškovni pristup više je povezan s materijalnom imovinom koja je tek nastala i uzima u obzir cijenu fizičke izgradnje, pa se ovaj pristup dalje nije koristio u odabiru metoda procjene.

Prvi korak u vrednovanju je razumijevanje poslovanja kompanije, njene konkurentske pozicije, okruženja u kojem se nalazi i industriji u kojoj posluje (Pinto, 2020). To je bitno jer se a taj način određuje učinkovitost njezinog poslovanja i u pregledu financijskih izvještaja. Za naglasiti je to da se kompanije uvelike razlikuju po mnogim faktorima, bilo da se radi o industriji u kojoj posluju ili strateškoj kombinaciji proizvoda i usluga koje nude unutar iste industrije te vlasničkoj i dugovnoj strukturi, a sve ima bitan utjecaj na to kako će promatrano poduzeće percipirati potencijalni ulagač. Razumijevanje poslovanja može se vršiti počevši od pregleda ekonomskog stanja, industrije, a onda i samog poduzeća, također poznato kao analiza od vrha prema dnu (eng. top-down analysis), a alternativno se koristi analiza od dna prema vrhu (eng. bottom-up analysis) koja se prvotno temelji na usporedivom poslovanju među konkurentima, a tek onda širim faktorima (Murphy, 2022).

U analizi ekonomije bitno je naglasiti ekonomske trendove koji bi mogli utjecati na poduzeće. Poznato je da inflacija stvara pritisak na cijene, a samim time i smanjuje kupovnu moć koja može imati utjecaj na potražnju za proizvodima i uslugama, više kamatne stope mogu utjecati na ponudu i potražnju za kreditima što djeluje na smanjenje ekonomske aktivnosti rizičnijih industrija, između ostalog. U obzir se mora uzeti da svaka industrija ima svoje posebne karakteristike, a kao takve, one imaju i svoj profil: primjerice, u građevinskoj industriji poduzeća koriste visoku razinu dugotrajne imovine, IT kompanije imaju viši udio troškova zaposlenika u svom rezultatu poslovanja, trgovina mora efikasno upravljati svojim zalihama i kratkoročnim obvezama, tj. radnim kapitalom, itd. U

primjeru kompanija koje posluju u istoj industriji, diferencijacijski faktor se može naći u životnom ciklusu proizvoda: ono poduzeće čiji proizvod ima kraći životni ciklus ili je proizvod na kraju svoga ciklusa u skorom vremenu će biti u potrebi za dodatnim ulaganjem kako bi se održavala profitabilnost i poslovanje. Ukratko, prepoznati takve pojedinosti u industriji i kompanijama znatno utječe na stvaranje projekcija o budućem poslovanju i financijskom stanju istih.

Faktori koji opisuju poduzeće i njegovu okolinu nisu jedini način kojima se želi postići približno cjelovito razumijevanje kompanije. Tu se također pojavljuju uvelike i drugi, više kvantitativni, kao što su financijski izvještaji koji približavaju financijsko stanje poduzeća, pa se kao „zlatni standard“ u analizi kompanija koriste revidirana financijska izvješća koja, kada su ocijenjena kao pozitivna, vjerno prikazuju financijsko stanje poduzeća (Babić S. , 2018), i to koristeći sljedeće financijske izvještaje: račun dobiti i gubitka te sveobuhvatne dobiti, bilanca, izvještaj o novčanom toku, izvještaj o promjeni kapitala i bilješke uz financijske izvještaje (Koljđeraj, 2022). Dodatno, potrebno je raspoznati da se mogu koristiti konsolidirani financijski izvještaji koji ubrajaju matičnu kompaniju i njene podružnice u njihovim odgovarajućim udjelima (prema metodi troška ili metodi udjela) te nekonsolidirani financijski izvještaji koji daju uvid u svaki entitet zasebno (Kenton 2023a, 2024a). Pri analizi financijskih izvještaja treba se voditi **kvalitetom zarade** koja prikazuje kako kompanija zaista posluje, uz isključenje anomalija, računovodstvenih manipulacija ili najčešće jednokratnih stavki koji stvaraju distorciju o uspješnosti rezultata poslovanja (Tuovila, 2021). Zato prije stvaranja procjena o budućim kretanjima poslovanja bitno je **normalizirati** financijska izvješća koja isključuju već navedene jednokratne i neoperativne stavke (koje nisu dio regularnog poslovanja) s ciljem odražavanja uobičajenih i očekivanih budućih razvoja kompanije kako bi se procjena što bolje odradila (Bell, 2019).

Uz financijske izvještaje ili kao sastavni dio njih, relativno novi oblik izvještavanja uključuje stanje kompanije u domeni zaštite okoliša (eng. environmental), društvene odgovornosti (eng. social) i odgovornog upravljanja (eng. governance) – ESG. Uključivanje ESG pokazatelja u izvješćivanje i vrednovanje kompanija počiva na pretpostavci da poslovanje poduzeća u kontekstu ESG utječe na okolinu, kao i da ti čimbenici iz okoline utječu na samo poslovanje poduzeća, poznato kao dvostruka materijalnost (eng. double materiality) (Worldfavor, 2023). Skup mjera koje ESG definira razlikuju se pojedinačno za svaku od industrija, ovisno o tome kakav utjecaj kompanija ima na svoje okruženje. Tako će vrlo vjerojatno proizvodno poduzeće koje emitira stakleničke plinove imati puno veću težinu u stavci zaštite okoliša nego u društvenoj odgovornosti, banka će imati veći udio u društvenoj odgovornosti i upravi nego zaštiti okoliša itd. (MSCI, 2024).

Rizici, bili financijski ili nefinancijski, inherentno su povezani s poslovanjem poduzeća. Njihovom analizom prepoznaju se oni koji bi u slučaju svoje realizacije imali znatan utjecaj na poslovanje poduzeća i kao takvi, uzimaju se u obzir pri modeliranju očekivanja poslovanja u budućnosti.

Kada se svi navedeni čimbenici uzmu u obzir, slijedi predviđanje budućeg poslovanja kompanije.

Predviđanje budućeg poslovanja kompanije odrađuje se u prepoznavanju i razumijevanju temeljnih *pokretača* koji utječu na financijske veličine. Pinto (2020) spominje da analitičari integriraju uvide iz industrije i konkurentske analize s analizom financijskih izvještaja u svrhu formuliranja očekivanja o kretanju financijskih veličina kao što su prihodi, zarada, novčani tokovi i sl. Za predviđanje se koriste najčešće kvantitativne, pa i kvalitativne metode. Neke od kvantitativnih metoda uključuju korištenje postotka od neke veličine (primjerice postotak troška prodaje od prihoda), metoda ravnolinijskog rasta, tj. pretpostavka nastavka konstantnog povijesnog rasta, uprosječenje veličina u modelu, jednostavna i višestruka linearna regresija itd., dok su neke od kvalitativnih metoda primjerice Delphi metoda u kojoj se koriste mišljenja stručnjaka i istraživanje tržišta (Boyles, 2022). Nakon što su se sve stavke uzele u obzir pri predviđanju, onda se odabire odgovarajući model procjene.

Model procjene uvelike ovisi o dinamici predviđenog rasta kompanije. Neke metode idu detaljnije u analizu i vođeni su dubljim poznavanjem stavki u modelu, kao što je to metoda diskontiranih novčanih tijekova. S druge strane, metoda usporednih poduzeća razmatra već postojeće, objektivno stanje tržišnih omjera i eksplicitno ne objašnjava kompleksnost financijskih informacija, iako veći omjer može indicirati na veće očekivanje rasta pripadajućeg nazivnika (Smith, 2024). Pri odabiru, analitičar treba uzeti u obzir sve moguće prednosti i nedostatke modela, a kako bi se ti nedostaci otklonili, često se u praksi koristi kombinacija metoda koja „vjernije“ može prikazati model procjene (Nguyen, 2022). Kriteriji koji se koriste za odabir valuacije, navodi Pinto (2020), trebaju biti:

- Dosljedni karakteristikama kompanije koja se vrednuje – potrebno je dobro poznavanje sektora, kompanije i njezine imovine koja se koristi za stvaranje dodane vrijednosti kako bi se došlo do odabira metode (npr. proizvodno poduzeće koristi strojeve za stvaranje buduće zarade te je metoda diskontiranih novčanih tijekova u tom slučaju najkorisnija),
- Primjereni dostupnosti i kvaliteti podataka – ovisno o tome kakvi su podaci o prošlim događajima ili očekivanja o budućim, odabiru se odgovarajuće metode valuacije (pa se tako primjerice za kompaniju koja nikad nije isplaćivala dividendu i za koju se ne očekuje buduća isplata, ne može koristiti metoda diskontiranih dividendi), i
- Dosljedni namjeni valuacije, uključujući perspektivu analitičara – ovisno o tome procjenjuje li se za svrhu kupnje, prodaje ili drugih potreba kao što su restrukturiranja, spajanja i preuzimanja i dr., odabir pravih metoda tu igra ulogu.

Na kraju, odabir metoda valuacije treba se pravilno argumentirati i iskomunicirati onima koji su podnijeli zahtjev za procjenom.

Primjenom metode procjene pretvaraju se predviđanja budućeg poslovanja kompanije u samu vrijednost. Osim same *bazne* vrijednosti treba se uzeti u obzir da razni rizici i događaji u okruženju mogu iskriviti osnovni rezultat koji može biti lošiji ili bolji od očekivanog. Zbog toga se uzima *analiza osjetljivosti* i *analiza scenarija* koje pokušavaju približiti rezultat procjene u slučajevima da se te situacije ostvare, a temeljna razlika je u tome što analiza osjetljivosti uzima promjenjivost odabranih input varijabli, dok analiza scenarija razmatra različite scenarije koje utječu na cjelokupan rezultat ovisno o različitim ostvarivim događajima (Hayes, 2023b), tj. veličine u modelu se prilagode ovisno o pretpostavkama takvih događaja (Kenton, 2024b). Ovisno o predviđenim događajima i njihovim magnitudama utjecaja, u financijskim izvještajima se prikazuje mogućnost predviđenih scenarija. Primjera radi, Pinto (2020) spominje da se za kompaniju čiji konkurent planira uvesti novi proizvod na tržište treba navedeni događaj ukomponirati u model scenarija na način da treba anticipirati kako će se predmetna, tj. proučavana kompanija odnositi prema tom konkurentu – hoće li kao odgovor sama uvesti novi proizvod, sniziti cijene postojećih proizvoda, povećati ulaganje u promidžbu ili dr., te kako će to utjecati na financijski performans same kompanije. Specifične situacije se također trebaju uzeti u obzir pri modeliranju scenarija: kontrolna premija je u slučaju kada investitor želi postati većinski dioničar, pa tu dionicu precjenjuje jer pretpostavlja da će preuzimanjem upravljanja bolje voditi kompaniju, što će u budućnosti podignuti vrijednost poduzeća. Isto tako, kao mogući rizik se nailazi na dodatno diskontiranje u slučaju otežane prodaje udjela (eng. lack of marketability) ili nelikvidnosti. Procjenitelj u svemu tome treba razumjeti cjelokupni kontekst kako bi pravilno prenio svoja opažanja i zaključke potencijalnom ulagaču (Pinto, 2020).

Pri formiranju temeljnog zaključka o ulaganju, treba se voditi cjelokupnim sažetkom poslovanja i dati preporuka o vrijednosti kompanije, tj. ciljanoj cijeni (eng. target price). Uz to, navode se osnovni podaci i sažetak najvažnijih uvida u poslovanje te utjecajnih sila koje ih pokreću. Ako je preporuka financijskog savjetnika to da je dionica podcijenjena, treba postojati jasno i sažeto objašnjenje zašto bi vrijednosnica mogla biti podcijenjena (CFA Institute, 2024). Uz to, ako je prepoznat, jasno se može prikazati jaz između intrinzične i tržišne cijene dionice, što upravo i zaključuje izvještaj o istraživanju tržišta kapitala za dotičnu vrijednosnicu.

2.2. Metoda diskontiranih novčanih tijekova

Metoda diskontiranih novčanih tijekova (skraćeno – DCF) spada u metode dohodovnog pristupa koja svodi očekivane novčane tijekove koje će kompanija generirati na *sadašnju vrijednost*. DCF metoda prikazuje dinamiku usvajanja novčanih tijekova tijekom vremena, što je bolja mjera uspješnosti kompanije od prikaza same neto dobiti jer prikazuje procjenu sposobnosti stjecanja novčanih priljeva i odljeva kompanije (Wayman, 2021). Temeljna polazišna formula 1. kojom se prikazuje diskontiranje novčanih tijekova prikazana je kako slijedi (Vipond, 2024a):

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

gdje je:

PV – sadašnja vrijednost; *CF* – novčani tijek u vremenu *t*; *r* – diskontna stopa; *n* – broj razdoblja.

Bitno je naglasiti da su novčani tijekovi i slobodni novčani tijekovi usko povezani, no koriste se za različite potrebe. **Računovodstveno** iskazani novčani tijekovi služe za financijsko izvještavanje kompanija te se dijele na novčane tijekove od operativnih, investicijskih i financijskih aktivnosti, dok se **slobodni** novčani tijekovi računaju za iskazivanje preostalog (slobodnog) novca koji je preostao kreditorima i vlasnicima udjela nakon što su se otplatili troškovi poslovanja i kapitalnih investicija (Hayes, 2024a; Murphy, 2024a; Pervan, 2012), a oni se upravo i koriste za diskontiranje kako bi se došlo do intrinzične vrijednosti.

Za izračun vrijednosti DCF metodom, treba se uzeti u obzir što se vrednuje (glavnica ili imovina), njihovo trajanje, dinamika kretanja novčanih tijekova i ostalo što ulazi u izračun.

Koristeći DCF metodu, procjenitelj može odrediti vrijednost glavnice (onaj dio koji pripada vlasničkim ulagačima) ili vrijednost cijeloga poduzeća, tj. imovine (što uključuje kreditore, vlasnike opcija, hibridnih vrijednosnih papira i dr.). Osnovna razlika u izračunu između tih dvaju metoda je u tome koje novčane tijekove koriste za svoj izračun. Kada se bira hoće li imovina ili glavnica biti predmetom vrednovanja, gleda se na to koji subjekt dobiva koje novčane tijekove – tako će se u slučaju da se promatra cjelokupno poduzeće svi koji sudjeluju u opskrbljivanju kompanije sredstvima, bila dugovna ili vlasnička, biti uzeti u obzir u određivanju slobodnih novčanih tijekova, pa će se koristiti slobodni novčani tijekovi poduzeću (FCFF). Alternativno, da se gledaju samo vlasnici, onda će slobodni novčani tijekovi glavnici (FCFE) ili dividende biti primjereni za model izračuna.

Osim samo određivanja pripadajućih (slobodnih) novčanih tijekova opskrbljivačima kapitala, kako bi DCF metoda što vjernije prikazivala dinamiku rasta novčanih tijekova, potrebno je raspoznati **modele njihova rasta**, što je dalje objašnjeno.

Postoji nekoliko definiranih modela rasta novčanih tijekova koji uvelike ovise o poslovnom ciklusu poduzeća (Chen J., 2021). Pretpostavka modela koji se navode je *kontinuirano poslovanje* u budućnosti sve do u *nedogled* (eng. going concern) (Kenton, 2024c; Pepur et al., 2018). Suprotno, ako imovina ili kompanija imaju određeni vijek trajanja (ili postojanja), tada se DCF metodom izračunavaju samo periodi koji su preostali do njezine likvidacije ili gašenja.

Prvotno, Gordonov model rasta (eng. Gordon's growth model) – GGM uzima da (slobodni) novčani tijekovi (najčešće dividende) rastu po *jednoj*, konstantnoj stopi rasta u nedogled, prikazano u formuli 2. (Hayes, 2024b; Pepur et al., 2018):

$$P = \frac{D_1}{k_e - g} = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{k_e - g} \quad (2)$$

Gdje je:

P – trenutna cijena dionice; D_1 – dividende u periodu 1; D_0 – dividende u periodu 0; k_e – trošak kapitala; g – očekivani rast dividendi u nedogled.

Zbog toga što je rast stabilan, GGM se najčešće koristi u slučajevima kada je kompanija zrela, tj. ne očekuju se izvanredni rastovi u budućnosti te je isplata dividendi očekivana (Hayes, 2024b).

Sljedeći model rasta je **dvofazni model** koji u prvoj fazi uzima izvanredan rast slobodnih novčanih tijekova, a nakon toga je rast stabilan (Pinto, 2020). U sljedećoj formuli 3. je prikazan:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{r-g} \quad (3)$$

Gdje je:

FCF_t – slobodni novčani tijek u periodu t ; FCF_{n+1} – slobodni novčani tijek u periodu $n+1$; r – diskontna stopa; g – rast slobodnih novčanih tijekova.

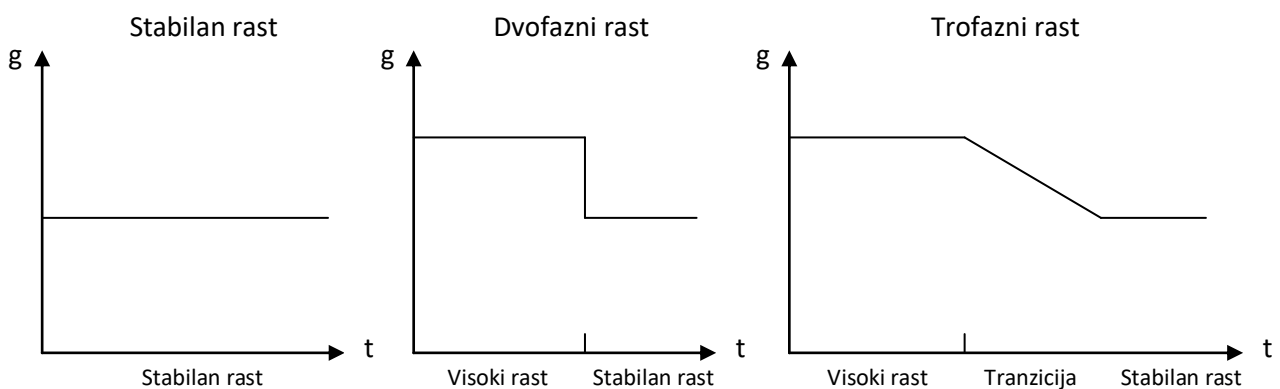
Prva faza može služiti kao detaljan prikaz poslovanja kompanije u bliskoj budućnosti kroz nekoliko godina ili perioda, dok se nakon toga poslovanje nastavlja pri čemu rast vrijednosti konvergira stabilnoj stopi rasta, primjerice povijesnoj stopi inflacije ili rastu BDP-a i dr., što je osnova za određivanje terminalne vrijednosti (Vipond, 2024b). Kao dodatan „submodel“ dvofaznog modela

javlja se i **H-model** koji u prvoj fazi uzima stabilno opadajuću stopu rasta, nakon čega opet poprima stabilan rast u nedogled, tj. očekuje se da za razliku od prethodno navedenog dvofaznog modela H-model u svome rastu blago usporava prema terminalnog stopi, umjesto da rast u prijelazu između perioda odmah naglo padne (CFI Team, 2024).

Nadalje, **trofazni** se model sastoji od faze visokog rasta poduzeća, pa onda kao i H-model bilježi linearno opadajuću putanju te ostvaruje stabilnost prema terminalnoj stopi rasta, što je vidljivo na grafičkom prikazu 1.

Grafički prikaz 1.

Modeli rasta slobodnih novčanih tijekova



Izvor: Damodaran (2024),

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/basics.html

Zaključno, analitičar bi pri odabiru modela rasta novčanih tijekova trebao proučiti potencijal i prospekte rasta kompanije kako bi pravilno znao opisati očekivanja za novčane tijekove pomoću navedenih modela u budućnosti.

Kada se vrednuje **imovina**, tada se treba raspoznati imovina koja čini *osnovnu djelatnost* (eng. core business) te se ona podliježe primjeni DCF metode, jer upravo ona ujedno predstavlja operativnu imovinu, a pritom se koristi neto operativni profit nakon poreza (eng. net operating profit after tax) – NOPAT, koji sadrži sve stavke nakon što su se otplatili troškovi osnovnog poslovanja, tj. operativni troškovi, dodatno umanjeni za amortizaciju i stopu poreza – pretpostavka je da se time određuje efikasnost poslovanja poduzeća koje je zaduženo, a bez da se prikazuje utjecaj poluge (Kagan, 2022), prikazan sljedećom formulom 4.:

$$NOPAT = EBIT * (1 - \text{porezna stopa}) \quad (4)$$

gdje je:

NOPAT – neto operativna dobit poduzeća; *EBIT* – dobit prije kamata i poreza.

Neoperativna imovina je isključena iz vrednovanja operativnog dijela DCF metodom i njezina se vrijednost kasnije dodaje na operativnu vrijednost (EV) za ostale svrhe (Chen J., 2022), primjerice, kada se hoće izračunati *vrijednost glavnice* (eng. equity value). Razlog zašto se neoperativna imovina odvojeno računa je zato što se pretpostavlja da se za nju ne očekuje stvaranje novčanih tijekova, te, kada bi se prodala pri trenutnim tržišnim cijenama, poduzeće bi dobilo novac koji opet nije dio izračuna operativne vrijednosti poduzeća (novac se uvelike također izuzima iz izračuna), kao i zbog toga što je takav novčani dobitak jednokratn.

U procesu vrednovanja operativne imovine se dalje koriste slobodni novčani tijekovi poduzeću (eng. free cash flow to firm) – FCFF, a način na koji se dobivaju prikazan je u sljedećem izračunu (Tablica 1.):

Tablica 1.

Izračun slobodnog novčanog tijeka poduzeću – FCFF

NOPAT = EBIT * (1-porezna stopa)
+ Amortizacija
+/- Promjena operativnog radnog kapitala
- CAPEX
= FCFF

Izvor: CFI Team (2024), <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/free-cash-flow-to-firm-fcff/>

Napomena: NOPAT – neto operativna dobit poduzeća; EBIT – dobit prije kamata i poreza; CAPEX – kapitalne investicije; FCFF – slobodni novčani tijekovi poduzeću

Iz tablice 1 vidljivo je da FCFF proizlazi iz NOPAT-a koji je uvećan za amortizaciju (kompanija „dobiva“ novčani iznos amortizacije), promjene radnog kapitala (ako se radni kapital u bilanci povećao u odnosu na prethodno razdoblje, onda je ta stavka u izračunu negativna, i obrnuto) te CAPEX-a, koji ujedno predstavlja kapitalne investicije, tj. ulaganje u fiksnu, dugotrajnu imovinu (ulaganjem se smanjuje dostupna količina novca koja stoji na raspolaganju davateljima sredstava). NOPAT tako pretpostavlja dobit koja preostaje i dugovnim i vlasničkim investitorima.

Nadalje, za izračun operativne vrijednosti poduzeća (EV) koristi se sljedeća formula 5. (Dong, 2018):

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} \quad (5)$$

Gdje je:

EV – operativna vrijednost poduzeća; $FCFF_t$ – slobodni novčani tijekom poduzeću u vremenu t ; TV – terminalna vrijednost u vremenu n ; $WACC$ – prosječni ponderirani trošak kapitala; n – broj razdoblja

Navedena formula je tako prikazana u dvije faze: prva faza prikazuje varijabilnosti slobodnih novčanih tijekomova poduzeću (FCFF), dok druga faza prikazuje stabilan rast u nedogled pomoću terminalne vrijednosti (TV). Kako bi se dobila vrijednost poduzeća potrebno je te izraze diskontirati, a u sljedećem dijelu će se prikazati kako odrediti diskontnu stopu.

Kako je prikazano u formuli 5., kao diskontna stopa u diskontiranju slobodnih novčanih tijekomova poduzeću koristi se prosječni ponderirani trošak kapitala – WACC, koji je specifičan za vrednovanje imovine jer kompanije u svojoj kombinaciji prikupljanja sredstava koriste dugovne i vlasničke izvore pomoću kojih bi financirali svoje poslovne aktivnosti. Davatelji dugovnih instrumenata i vlasničkog kapitala za svoje podnošenje rizika zahtijevaju određene povrate u obliku kamata ili profita, a kako spominje Hargrave (2024a), WACC svodi kombinaciju takvih povrata na jedinstvenu diskontnu stopu koja predstavlja *zahtijevanu stopu povrata*. Isto tako, WACC se matematički kroz promatrane periode ne mijenja jer on najčešće predstavlja *ciljani* omjer kojima poduzeća unutar iste industrije teže u dugom roku (Pinto, 2020).

Formula 6. za WACC je kako slijedi (ten Beitel, 2016):

$$WACC = W_e * k_e + W_d * k_d * (1 - \text{porezna stopa}) \quad (6)$$

Gdje je:

W_e – udio vlasničkog ulaganja u izvorima sredstava; k_e – trošak kapitala; W_d – udio duga u izvorima sredstava; k_d – trošak duga.

Kada kompanije isplaćuju kreditore, one to čine na osnovu unaprijed određenih kamatnih stopa kojima su se one vezale (Hargrave, 2024a), pa se zato trošak duga (k_d) određuje efektivnom kamatnom stopom (ona koju primatelj kredita zaista plaća) koja ovisi o riziku samoga poduzeća, a određuje se vaganim, tj. ponderiranim prosjekom kamata svih dugova koje poduzeće ima obvezu isplatiti, što je ujedno i efektivna kamatna stopa na dug poduzeća (Hayes, 2024c). S druge strane, u

vlasničkom ulaganju ne postoje eksplicitno određeni parametri kojima bi se povrat na ulaganje odredio – zato je zahtijevani povrat na vlasničko ulaganje teže odrediti od dugovnog.

Očekivani povrat od kapitala (k_e), odnosno vlasničke glavnice koji upravo predstavlja zahtijevani povrat investitora može se odrediti CAPM modelom, a dan je formulom 7.:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) = R_f + \beta * ERP \quad (7)$$

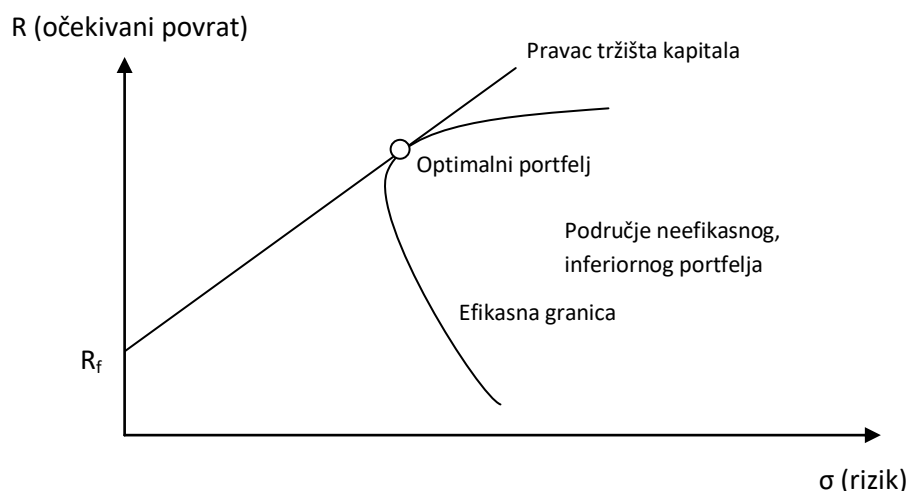
Gdje je:

k_e – očekivani povrat od imovine; R_f – bezrizična stopa povrata; R_m – povrat od tržišta; β – beta potencijalne investicije.

CAPM model (eng. Capital asset pricing model) prikazuje odnos između rizika i očekivanog povrata od imovine za investitore, a često se koristi u stvaranju optimalnog portfelja vrijednosnica koja se temelji na pretpostavci maksimiziranja povrata za minimalnu moguću razinu rizika izraženog standardnom devijacijom, koja je temelj moderne portfeljne teorije (Kenton, 2023b; The investopedia Team, 2023; Pepur et al., 2018). CAPM se grafički prikazuje kao *pravac tržišta kapitala* te dodiruje krivulju efikasne granice u točki *optimalnog portfelja* koja prikazuje kombinaciju dionica koja je upravo najefikasnija, što se može vidjeti na grafičkom prikazu 2.:

Grafički prikaz 2.

CAPM i efikasna granica



Izvor: Kenton (2023), <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

Pri izboru imovine u koju želi uložiti, ulagač želi upravo postići *optimalni portfelj*, a to je temeljno polazište CAPM modela. Baš zbog toga što su portfelji investitora različiti, na isti način je različita i zahtijevana stopa povrata (k_e). Pri odabiru komponenata, procjenitelj treba stvoriti pregled prošlih i očekivanih povrata i na taj način formirati izračun modela svojstven njegovim zahtjevima.

Bezrizična stopa povrata (R_f) predstavlja, dakle, ulaganje u bezrizičnu imovinu, kao što su to npr. državne obveznice gospodarski najjačih zemalja, koje davaju teoretski garantirani prinos bez ikakvog rizika nepovrata (Hayes, 2024d). U slučaju da se koriste stope za ostale zemlje, s obzirom na to da većina ostalih gospodarstava ipak imaju određeni rizik koji povlače za sobom, Damodaran (2016) nalaže da se u njihove bezrizične stope prilagode za svoju domaću inflaciju u odnosu na referentnu zemlju, dano u formuli 8.:

$$R_{fA} = (1 + R_{fB}) * \frac{(1+\pi_A)}{(1+\pi_B)} - 1 \quad (8)$$

Gdje je :

R_{fA} – bezrizična stopa za zemlju A; R_{fB} – bezrizična stopa za zemlju B; π_A – očekivana inflacija za zemlju A; π_B – očekivana inflacija za zemlju B

Investitori gledaju na to koja im je bezrizična stopa povrata najpovoljnija, pa će se tako američki investitori više referirati na američke obveznice, dok će drugi gledati na europske, a sve ovisi o stanju nekih od varijabli kao što su valuta koju drže, devizni tečaj, rizici država i ostale referentne točke kojima će se voditi pri njihovom odabiru. U primjeru koji navodi Hayes (2024d), investitori koji drže valute, kao što su euro ili švicarski franci, će prije uložiti u njemačke ili švicarske obveznice, grčki investitor će moći uložiti u njemačke obveznice bez značajnog rizika baš zbog toga što posjeduje zajedničku valutu tih dvaju zemalja, a i zbog toga što su njemačke obveznice iznimno stabilne (Koller, 2005), dok će strani investitor koji ulaže u npr. rusku ili brazilsku obveznicu biti u većoj opasnosti zbog neizvjesnosti kretanja deviznih tečajeva takvih valuta. Također, biranje trajanja bezrizične imovine je izrazito bitno, pa će se za kompanije kojima se uzima pretpostavka poslovanja u *nedogled* uzeti dugoročnija obveznica (Damodaran, 2002).

Unutar CAPM modela se alokira i tržišni prinos (R_m) koji predstavlja prinos na referentnom tržištu kapitala, pa onda razlika između tržišnog prinosa (R_m) i bezrizične stope (R_f) čini tržišnu premiju rizika (eng. equity risk premium) – skraćeno ERP, a koja predstavlja prinos *povrh* one bezrizične stope. ERP koji se koristi je ustvari *implicitna tržišna premija* (eng. implicit equity premium) koja ne ovisi o precijenjenostima ili podcijenjenostima povijesnih premija, već prikazuje trenutne povrate od imovine korigirane za očekivane dividende, zaradu ili novčane tijekomove koje nastaju prema konsenzusu analitičara na odabranom tržištu kapitala (Fernández, 2006; Bocconi Students Investment Club, 2023).

Kao još jedan bitan element u CAPM modelu je *beta* – β koja prikazuje prosječno odstupanje povrata dionice (ili druge vrijednosnice) od tržišta ili tržišnog indeksa, a izračunava se sljedećom formulom 9. (Kenton, 2024d):

$$\beta = \frac{Cov(R_e, R_m)}{Var(R_m)} \quad (9)$$

Gdje je:

β – beta dionice; $Cov(R_e, R_m)$ – kovarijanca (suodstupanje) između povrata dionice i tržišta; $Var(R_m)$ – varijanca (odstupanje) povrata tržišta

Beta ujedno prikazuje rizičnost vrijednosnice u odnosu na tržište. Ako bi beta iznosila 1 za odgovarajuću vrijednosnicu, to znači da bi se ona u prosjeku savršeno kretala u odnosu na tržište. Također, iznos viši od 1 prikazuje viši rizik zbog većeg odstupanja (varijance) cijene dionice u odnosu na referentni tržišni indeks, dok onda manji iznos od 1 prikazuje i manji rizik od promatranog tržišta ili indeksa (Kenton 2024d).

Dodatno, već izvedene bete za pojedine dionice se mogu naći u različitim izvorima, no bitno je znati koja su se u tom slučaju mjerila (eng. Benchmarks) koristila pri izračunu. Tako će se za izračun američke dionice najčešće koristiti indeks S&P 500 (Beers, 2023), za njemačke, kao i europske dionice će se prije koristiti indeks kao što ne njemački DAX dok bi se za hrvatske moglo češće voditi CROBEX-om ili drugim indeksima, iako Koller (2015) preporučuje da se ne koriste indeksi manjih država zbog nedovoljne diversificiranosti referentnih ekonomija u odnosu na indekse većih zemalja koji pokazuju znatno veću stabilnost, a stoga i predvidivost povrata, ali ono što lokalni indeksi nude je veća refleksija domaćeg tržišta za razliku od stranog, pa stoga i oni mogu biti dobar indikator za usporedbu. Ako će se za promatrano poduzeće uzeti beta od odgovarajuće industrije ili usporednog (sličnog) poduzeća, prvotno se treba izračunati beta imovine (eng. unlevered beta) koja otklanja efekt utjecaja poluge tržišta (otklanja se omjer duga i glavnice te porezni „štit“) koju sadrži beta glavnice tržišta (eng. Levered beta), a dana je sljedećom formulom 10. (Damodaran, 2012):

$$\beta_{at} = \frac{\beta_{et}}{(1 + [1 - t_t] * [D/E]_t)} \quad (10)$$

Gdje je:

β_{at} – beta imovine tržišta; β_{et} – beta glavnice tržišta; t_t – porezna stopa tržišta; $[D/E]_t$ – omjer duga i glavnice tržišta.

Nakon toga se dodaje poluga promatranog poduzeća koje se procjenjuje da bi se dobila **beta glavnice kompanije**, što je prikazano dalje u formuli 11. (Damodaran, 2012):

$$\beta_{ep} = \beta_{at} * (1 + [1 - t_p] * [D/E]_p) \quad (11)$$

Gdje je:

β_{ep} – beta glavnice poduzeća; β_{at} – beta imovine tržišta; t_p – porezna stopa poduzeća; $[D/E]_p$ – omjer duga i glavnice poduzeća

Izračunata beta glavnice onda se ubacuje u CAPM model koji čini komponentu izračuna WACC-a kao dijela diskontnog faktora kod vrednovanja operativne imovine poduzeća. Kao što je već navedeno, vrednovanje je proces koji iziskuje raspoznavanje mjera koje ulaze u račun i njihovo opravdavanje, što zna biti iscrpno. Osim imovine, vrednovanje koristeći slobodne novčane tijekove koristi se i za računanje glavnice poduzeća, što je objašnjeno u sljedećoj podcjelini.

U slučaju valuacije **glavnice**, iliti vlasničkog kapitala, koriste se novčani tijekovi koji su preostali kada su podmirene sve dužničke obveze koje kompanija trebala isplatiti. U svrhu izračuna vrijednosti glavnice koriste se ili standardni dohodak sa svojim uvećanjima/umanjenjima ili diskontiranje dividendi, što je, kako Damodaran (2012) spominje, stabilniji način određivanja vrijednosti glavnice ako se za kompaniju očekuje isplata dividendi u budućnosti.

U vrednovanju glavnice se koriste slobodni novčani tijekovi glavnici (eng. free cash flow to equity) – FCFE koji se dobije kako je prikazano u sljedećoj tablici 2.:

Tablica 2.

Izračun slobodnog novčanog tijeka glavnici - FCFE

EBIT
- Kamate (I)
- Porezi (T)
= Neto dobit
+ Amortizacija
+/- Promjena radnog kapitala
= Operativni novčani tijek (OCF)
- Kapitalni izdaci (CAPEX)
- Otplata glavnice duga
+ Primici novog duga

= FCFE

Izvor: Tim Vipond (2024), <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cash-flow-guide-ebitda-cf-fcf-fcff/>

Gdje je: EBIT – dobit prije kamata i amortizacije; OCF – operativni novčani tijek; CAPEX – kapitalna ulaganja; FCFE – slobodni novčani tijek glavnici

Dobiveni slobodni novčani tijek glavnici koristi se u sljedećoj formuli br. 12. (Damodaran, 2012):

$$VG = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV_n}{(1+k_e)^n} \quad (12)$$

Gdje je:

VG – vrijednost glavnice; $FCFE_t$ – slobodni novčani tijek glavnici; TV – terminalna vrijednost glavnice; k_e – zahtijevana stopa povrata glavnice.

Alternativno, vlasnički kapital se također može izračunati preko bilance vrijednosti sljedećom formulom br. 13. (Damodaran, 2012):

$$VG = EV + NOI - (\text{Financijske obveze} - \text{Novac i financijska imovina}) = FV - (\text{Neto dug}) \quad (13)$$

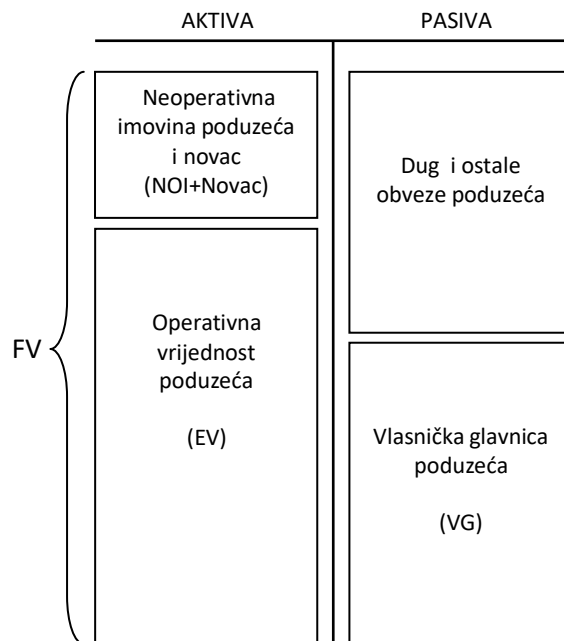
Gdje je:

VG – vrijednost glavnice; EV – operativna vrijednost imovine; NOI – neoperativna imovina.

Kao i kod izračuna intrinzične vrijednosti operativne imovine i glavnice DCF metodom, na vrijednost operativne imovine (EV) se nadodaje neoperativna vrijednost (NOI) da bi se dobila vrijednost firme (FV), od čega se oduzima neto dug, jer on ne pripada vlasničkom dijelu kapitala. Navedene vrijednosti su se vizualno prikazale na grafičkom prikazu 3.

Grafički prikaz 3.

Bilanca tržišnih vrijednosti



Izvor: Damodaran (2013), <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2013/06/a-tangled-web-of-values-enterprise.html>.

Kao dodatni novčani tijek koji vlasnički investitori za izračun glavnice mogu uzeti za izračun je i preko metode diskontiranih dividendi (eng. Discounted Dividend Method) – DDM. U tom slučaju se najčešće koristi Gordonov model rasta koji iskazuje stabilan rast dividendi u nedogled po odabranoj stopi rasta (Chen J., 2023).

Terminalna vrijednost - TV je onaj dio vrijednosti poduzeća koji je preostao nakon što su se izračunali slobodni novčani tijekovi nakon proučavanih razdoblja. Temeljna pretpostavka kompanije je da posluje u nedogled (eng. going concern), tj. da je njezin vijek trajanja neodređen.

Terminalna vrijednost se izračunava sljedećom formulom br. 14. (Damodaran, 2012):

$$TV = \frac{FCF_{n+1}}{k-g_n} = \frac{FCF_n \cdot (1+g_n)}{k-g_n} \quad (14)$$

Gdje je:

FCF_{n+1} – slobodni novčani tijek u razdoblju $n+1$; FCF_n – slobodni novčani tijek u razdoblju n ; k – diskontna stopa; g_n – stopa rasta slobodnih novčanih tijekova u nedogled.

Formula za terminalnu vrijednost je ista ona kao i kod Gordonovog modela, a kao novčani tijekovi mogu se uzeti bilo koji odgovarajući fundamenti kao što su slobodni novčani tijekovi poduzeću (FCFF), slobodni novčani tijekovi glavnici (FCFE), dividende i dr. (Pinto, 2020), samo je bitno da je procjenitelj dosljedan svrsi vrednovanja, bilo to imovine ili glavnice. Dodatno, terminalna vrijednost sastavni je dio (najčešće) dvofaznog modela koji pretpostavlja kontinuirano poslovanje kompanije do u nedogled.

Neka od praksi kod izračuna terminalne vrijednosti je bila ta da je amortizacija konvergirala kapitalnim izdacima (CAPEX-u) u dugom roku, pa su se te dvije mjere u izračunu slobodnih novčanih tijekova poduzeću (FCFF) i imovini (FCFE) međusobno poništavale, što je podlijegalo kritikama, a razlog zašto Matthews & Rosenbloom (2018) smatraju da takva praksa nije dobra je tome što takav model u izračunu ne uzima u obzir rast kompanije (što je temeljna pretpostavka svakog poduzeća koje se želi širiti i stvarati dodatnu vrijednost) i inflaciju, pa u tom slučaju CAPEX mora biti u svim sljedećim razdobljima viši od amortizacije. Također, terminalna vrijednost ima visok udio u cjelokupnoj (operativnoj) vrijednosti dobivenoj DCF metodom, pa način na koji se izračunala terminalna vrijednost (TV) te njena točnost imaju veliki utjecaj na ciljanu vrijednost.

Zaključno, terminalna vrijednost (TV) dio je osnovnog izračuna koje se koristi za određivanje vrijednosti imovine ili glavnice u najčešće dvofaznom modelu te se određuje nakon što su se detaljno obradili novčani tijekovi u bližim periodima u budućnosti. Ona čini značajan udio u izračunu te bi se trebala izračunati s opreznošću.

2.3. Metoda usporednih kompanija

Metoda usporednih kompanija dio je tržišnog pristupa koja uzima u obzir da postoje usporedne kompanije (eng. peer companies) koje imaju slične karakteristike kao i promatrana kompanija, uz pretpostavku prethodno odvijanih transakcija, bilo na privatnim ili javnim tržištima, stoga ih IVSC (2016) dijeli na metodu usporednih transakcija i usporednu metodu javno izlistanih kompanija. Pri izboru usporednih kompanija, postoji više kriterija koji se mogu uzeti kao zadani, a neki od njih su sektor ili industrija u kojoj se kompanija nalazi, veličina prema prihodima, tržišnim udjelima, tržišnoj kapitalizaciji, vrijednosti poduzeća itd., geografska određenost (lokacija), poslovni, tj. operativni model, financijska učinkovitost itd. (Vipond, 2024c).

Recentnost transakcije također ima ulogu u procjeni, pa će se prije uzeti kompanija kojoj se transakcija odvila u bližoj povijesti od one u daljoj, c.p. (IVSC, 2016). Na tržištu kapitala, kada se radi o vrednovanju izlistanih kompanija, recentnost transakcija se očituje u likvidnosti, pa će ona likvidnija vrijednosnica imati veći broj transakcija (u odabranom vremenskom razdoblju), a stoga i relevantniju veličinu pri usporedbi, dok je ta likvidnost na privatnim tržištima znatno manja, što dovodi u pitanje utemeljenost odabranih veličina, odnosno multiplikatora za usporedbu. Dodatno, na likvidnijim tržištima se brže očituju nove informacije o imovini, shodno tome se i brže odvija cjenovna arbitraža, što je također bitno za formiranje mjera kojima se želi izvršiti vrednovanje na osnovu metode usporednih kompanija.

Kada se biraju mjere za usporedbu kompanija, to su najčešće multiplikatori koji stavljaju u odnos odabrane financijske ili nefinancijske veličine, ovisno o tome koje analitičar odredi kao najbolje za izvršenje procjene. Damodaran (2006) spominje da se analitičar pri izboru može voditi tako da odabere onaj multiplikator koji najviše odgovara njegovoj „priči“ ili onog odgovarajućeg kompaniji, a ako nema jedinstvenog multiplikatora kojima bi se približno mogla odrediti vrijednost kompanije, može se koristiti više njih pri procjeni te ih uprosječiti kako bi se dobila odgovarajuća vrijednost. Ako su kompanije visokorastuće, Fuhmann (2022) govori da *prateći* multiplikatori (eng. Trailing multiples) koji se isključivo odnose na prošle financijske rezultate ne mogu dobro objasniti mogući budući performans, već se u tom slučaju uzimaju multiplikatori koji se *unaprijed* računaju (eng. Forward multiples) na način da se prognozira financijska veličina u budućnost, a ako je kompanija stabilnije rastuća, onda takvi multiplikatori (prateći) mogu biti dovoljno dobri pokazatelji.

Zbog toga što uglavnom svako poduzeće ima svoj (jedinstveni) diferencijacijski faktor koji mu služi da bi opstalo na tržištu i nastavilo stvarati dodatnu vrijednost, onda bi se multiplikatori trebali prilagoditi

za razlike koje analitičar procijeni da bi imale značajan utjecaj na vrijednost u usporednim i promatranim poduzećima (Damodaran, 2006).

Najčešće korišteni financijski multiplikatori vežu se izračun vrijednosti imovine, tj. poduzeća (EV) ili vlasničke glavnice (Koller, 2005). Damodaran (2006) govori kako u izračunu treba biti dosljedan mjerama koje se uzimaju za multiplikatore: tako će se za multiplikatore vrijednosti poduzeća u nazivniku koristiti mjere uspješnosti poslovanja cjelokupnog poduzeća kao što su prihodi, tj. prodaja (eng. Sales), EBITDA i EBIT, dok će se za multiplikatore glavnice u omjer staviti vrijednost glavnice i mjera uspješnosti stjecanja dobitka vlasnicima kao što su zarada, knjigovodstvena vrijednost glavnice itd.

2.3.1. Multiplikatori imovine

Multiplikatorima imovine se izračunaje vrijednost poduzeća (EV) te ju stavlja u odnos s jednom od odabranih veličina operativne učinkovitosti (Damodaran, 2006). Valja uzeti u obzir da se među multiplikatorima imovine uzima vrijednost operativne imovine (EV) koja je određena na *tržištu kapitala*, a ne ona intrizična prema jedinstvenom procjenitelju, te je EV u tom slučaju određen sljedećom formulom br. 15. (Damodaran, 2012):

$$EV = \text{Tržišna vrijednost glavnice} + \text{Vrijednost duga} - \text{Novac i ekvivalent} \quad (15)$$

Smith (2024) spominje da je prednost izračuna vrijednosti poduzeća (EV) pomoću multiplikatora u tome što ona ne ovisi o promjenama ili udjelima unutar strukture izvora kapitala te kao takva služi kao bolja mjera za usporedbu kompanija s različitim razinama zaduženosti od multiplikatora glavnice.

Najčešći multiplikator imovine je kako slijedi br. 16. (Damodaran, 2012):

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{Zarada prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije}} \quad (16)$$

Uz navedeno se dodatno može izračunati *EV/normalizirana EBITDA*, koja vjernije prikazuje EBITDA multiplikator zbog uklanjanja jednokratnih i neoperativnih stavki pri njegovom izračunu. Damodaran (2006) tvrdi da se EV/EBITDA multiplikator uvelike primjenjuje kod industrija koje koriste visok udio fiksne imovine u svome poslovanju, ali značajnija mjera koju Chan & Lui (2011) uzimaju kod takvih industrija je EV/EBIT multiplikator koji uključuje *učinak deprecijacije i amortizacije* (eng. Depreciation and amortisation) u svome izračunu jer ih takve industrije imaju u višim udjelima, pa onda ta mjera može bolje prikazati učinak poslovanja, a dana je sljedećom formulom br. 17.:

$$EV/EBIT = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{Zarada prije kamata i poreza}} \quad (17)$$

Kada kompanije posluju na različitim tržištima ili imaju različite računovodstvene standarde, Damodaran (2006) preporučuje multiplikator EV/S, jer je tada lakše usporediti kompanije prema svojim prihodima nego prema drugim pokazateljima uspješnosti.

2.3.2. Multiplikatori glavnice

Multiplikatori glavnice u omjer stavljaju cijenu dionice ili tržišnu kapitalizaciju (koja se ujedno dobiva kao cijena dionice pomnožena s brojem dionica) i jedan od pokazatelja vlasničkog priskrblijvanja ili držanja, kao što su zarada i njezin rast, knjigovodstvena vrijednost, pa i prihodi.

Vjerojatno najpopularniji multiplikator glavnice je P/E omjer, dan sljedećom formulom br. 18. (Fernando, 2024a):

$$P/E = \frac{\text{Cijena po dionici}}{\text{Zarada po dionici (EPS)}} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto dobit}} \quad (18)$$

Omjer P/E se također može modificirati rastom kako bi se dobio omjer koji se vjernije prikazuje za očekivani rast u budućim razdobljima, poznat kao PEG omjer (eng. Price/earnings-to-growth ratio), a zadan je formulom 19. (Kenton, 2024e):

$$PEG = \frac{\text{Omjer P/E}}{\text{Očekivani rast zarade (g_E)}} \quad (19)$$

PEG je dobar za prilagođavanje mjere visokorastućim kompanijama ili industrijama, ali ono što ga razlikuje od P/E omjera je u tome što pretpostavka rasta zarade ili neto dobiti uvelike ovisi o analitičaru koji ih je odredio te one mogu biti znatno različite jedne od drugih (Fernando, 2024b). Pri dobivanju rezultata za PEG omjer, iznos preko 1 označava precijenjenu, tj. da analitičar u odnosu na tržište očekuje niži rast kompanije, PEG omjer ispod 1 označava podcijenjenu dionicu, a iznos od 1 označava vrijednost u skladu s tržištem.

U slučaju da kompanija trenutno ne stvara dodanu vrijednost u smislu dodatnih zarada, tj. neto dobiti ili dividendi, kao što je možda slučaj u cikličkim industrijama koje su možda unatoč trenutnoj neprofitabilnosti ipak dugoročno vrijedne, kao omjer koji se može koristiti je P/S (formula br. 20.) (Hargrave, 2024b):

$$P/S = \frac{\text{Cijena po dionici}}{\text{Prihod po dionici}} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Prihod}} \quad (20)$$

Ako poduzeće ili industrija ima skromne marže koje stječe, P/S omjer neće nužno biti odgovarajuća mjera jer neke od takvih industrija stječu visoke prihode, ali i relativno nisku dobit, kao što je to u slučaju građevinske industrije (McClure, 2022).

Tržišna kapitalizacija se ujedno smatra i *tržišnom vrijednošću* kapitala koja se razlikuje od *knjigovodstvene* vrijednosti kapitala u tome što tržišna kapitalizacija ovisi o tržišnim očekivanjima kao što je to rast zarade, tj. onoga što dioničar dodatno dobiva u kapital ili preko dividendi nakon što su se (teoretski, ali ne i nužno) podmirili svi troškovi i obveze za odabranu godinu (Murphy, 2024b). Zbog toga postoji i omjer P/B koji stavlja u odnos upravo tržišnu i knjigovodstvenu vrijednost kapitala, dan sljedećom formulom br. 20. (Fernando, 2024c):

$$P/B = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Knjigovodstvena vrijednost po dionici}} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Knjigovodstvena vrijednost}} \quad (20)$$

Procjenitelj bi trebao provjeriti koji od multiplikatora najbolje opisuju promatranu kompaniju. Zbog toga je bitno sagledati koji od modela najbolje odgovaraju procjeni. Ako se promatra specifična industrija, onda je najbolje ostati pri sektorima koji najbolje opisuju kompaniju. U protivnom, ako postoji izbor kupnje dionica iz više sektora, onda se multiplikatori mogu uzeti za širi spektar poduzeća (Damodaran, 2006).

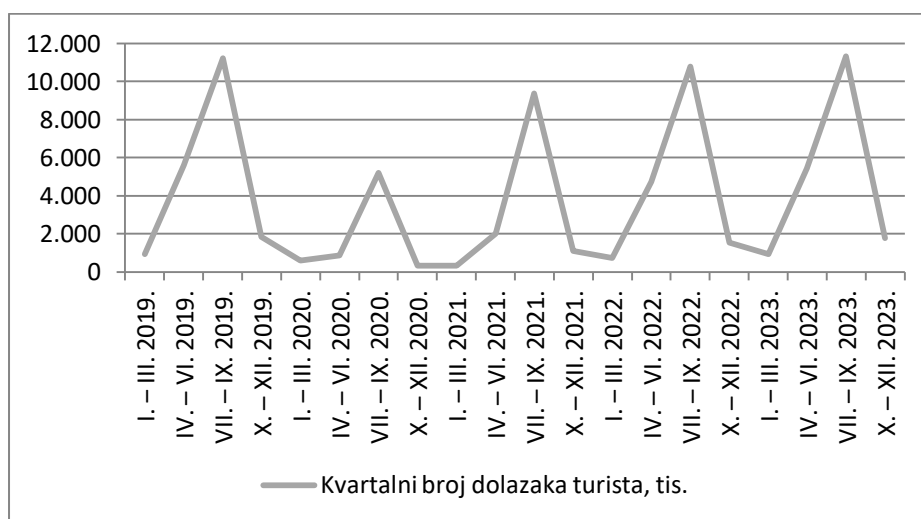
3. ANALIZA kompanije ILIRIJE D.D.

3.1. Analiza tržišta i industrije

Prvi korak u analizi kompanije predstavlja analiza tržišta i industrije. Rast hrvatske ekonomije uglavnom je okarakteriziran snažnim korištenjem EU fondova, ekspanzijom fiskalne politike te snažnom potražnjom u turističkom sektoru (HNB, 2023). U prvoj polovici 2024. godine HNB (2024) tvrdi da se trend rasta ekonomije nastavio, ponajprije podržan povoljnim rastom u uslužnim djelatnostima i građevinarstvu te snažnim rastom domaće potrošnje zbog realnog rasta dohotka stanovništva. Turizam je 2022. godine činio gotovo petinu ukupnog hrvatskog BDP-a i tada je slovio kao jedan od najvažnijih grana cijelog gospodarstva Hrvatske te kao takav je iznosio jedan od najviših udjela u cijeloj Europskoj uniji (Lider Media, 2022). Turizam u Republici Hrvatskoj okarakteriziran je po svome izrazito sezonskom kretanju sa svojim vrhuncem u ljetnim mjesecima kada je broj turista prema dolascima najviši, a tako i znatno niži u predsezoni i posezoni, koje se u posljednjim godinama pokušavaju obogatiti sadržajem MICE segmenta (eng. Meetings, Incentives, Conferences and Exhibitions), tj. kongresnim turizmom (eZadar, 2024; HTZ, 2023). Sezonalnost dolazaka turista je prikazana na grafičkom prikazu 4.:

Grafički prikaz 4.

Kvartalni broj dolazaka turista, u tisućama



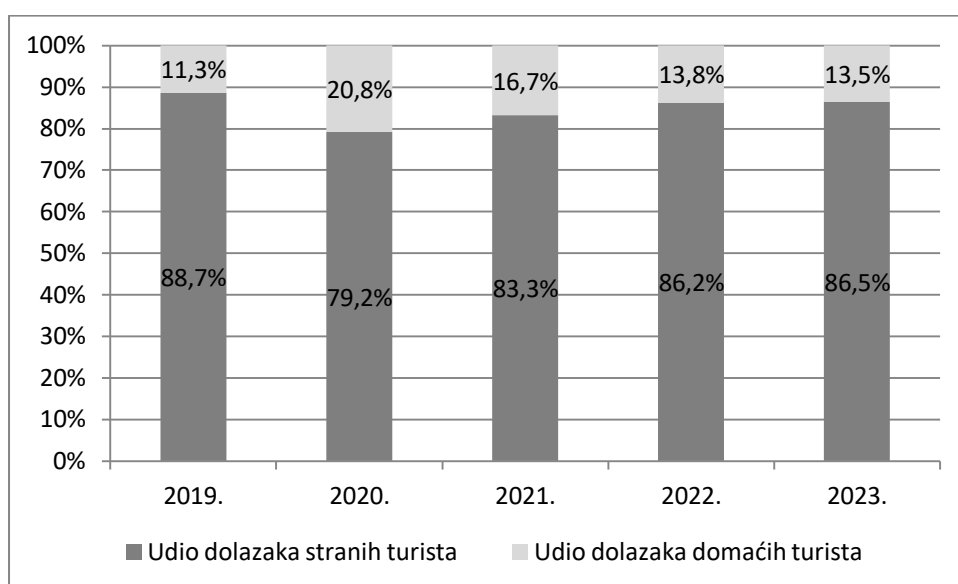
Izvor: Državni zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

Na grafičkom prikazu 4. je vidljivo da je razdoblje trećeg kvartala najintezivnije u turističkim dolascima i da taj broj po stabilnoj stopi postepeno raste kroz godine. Prema dolascima turista, njih preko 80% redovito čine strani, dok ostatak čine domaći turisti, no s obzirom na to da HNB (2024a) spominje pojačanje kupovne moći domaćeg stanovništva, može se dogoditi da se taj udio poveća za domaće, hrvatske turiste, dok zbog blagog pada ekonomske aktivnosti koje doživljavaju zemlje najčešćih turista, udio stranih bi se mogao u manjoj mjeri i smanjiti.

Grafički prikaz 5. prikazuje udjele stranih i domaćih turista od 2019. do 2023. godine:

Grafički prikaz 5.

Udio stranih i domaćih turista u ukupnom broju dolazaka (2019.-2023.)

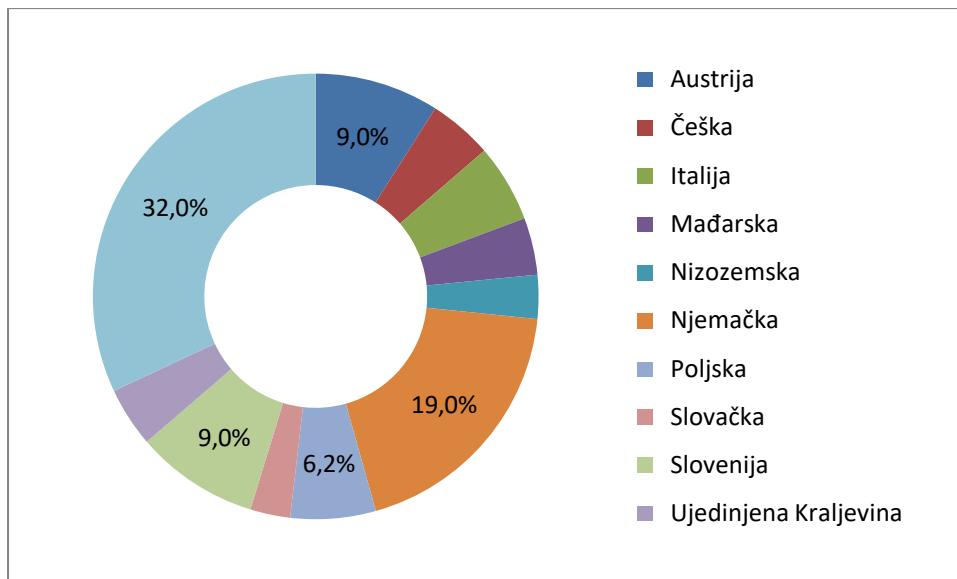


Izvor: Državni zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

Od stranih turista, najčešći dolasci se bilježe za turiste iz obližnjih zemalja regije Središnje i Istočne Europe (eng. Central and Eastern Europe) – CEE, pri čemu oni iz Njemačke i Austrije čine preko četvrtinu ukupnih dolazaka stranih turista, desetinu udjela uzima Slovenija, šest posto Poljska, a onda slijede ostale zemlje, što se vidi na grafičkom prikazu 6.:

Grafički prikaz 6.

Udio stranih turista prema zemljama

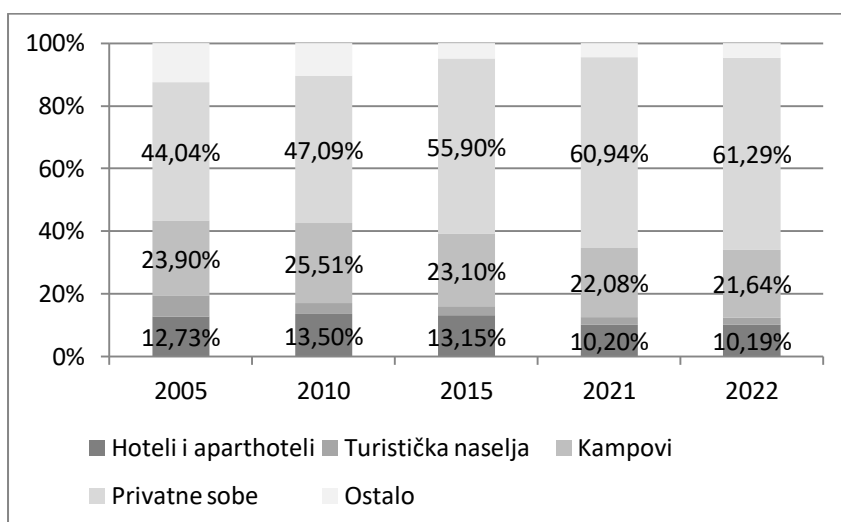


Izvor: Državni zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

Jedan dodatan faktor koji igra ulogu je i sam smještaj koji je u ponudi navedenim turistima, a o kakvoj se vrsti smještaja radi prikazuje grafički prikaz br. 7.:

Grafički prikaz 7.

Udio prema vrsti smještaja



Izvor: Državni zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

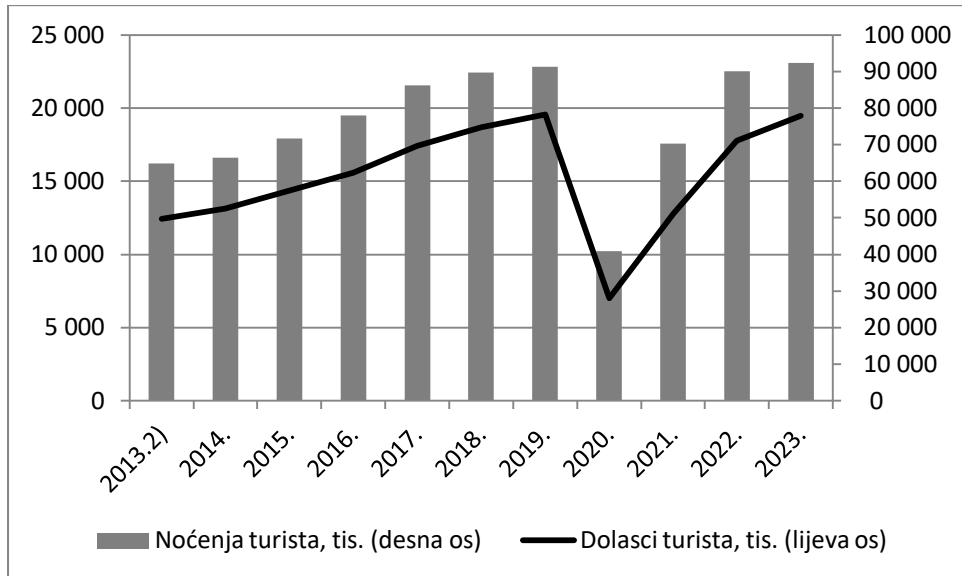
U ponudi smještaja koje navedeni turisti imaju na izbor dominira privatni smještaj čiji je udio rastao iz godine u godinu, a to je stvorilo veliki pritisak na hotelsku industriju u pogledu konkurentnosti svojih

usluga i održavanja popunjenosti kapaciteta, s obzirom na to da veći udio privatnog smještaja povećava dolaske cjenovno osjetljivih gostiju koji mogu lako mijenjati destinacije, što dodatno tjera hotelijere na smanjenje cijena za povećanje popunjenosti i poboljšanje usluga koje također mogu stvarati veće troškove, a sve to utječe na profitabilnost cjelokupne hotelske industrije (Vugrinčić, 2018). Uz to, Istraživanja su pokazala da učinak rasta smještaja turista u stambenim nekretninama u privatnom smještaju najviše pogađa hotele srednje i niže kategorizacije (Perić et al. 2022). Ipak, Puškarić (2024) tvrdi da će hotelijeri i ugostitelji povećavati cijene od pet do deset posto, što je posljedica povećanja broja rezervacija u sezoni za ljeto 2024. godine, inflacije, geopolitičkih neizvjesnosti, kao i nedostatka radne snage koja će se jednim dijelom trebati kompenzirati stranim radnicima, za koje se tvrdi da su već u drugim sektorima za petinu skuplji od domaćih radnika. Ako se uzme u obzir cjelokupno povećanje cijena, onda je i promjena segmenata gostiju neminovna – u budućnosti će se vjerojatno više ciljati gosti više kupovne moći koji će zahtijevati bolju turističku ponudu i na taj način stjecati dojam Hrvatske kao premium destinacije (HGK, 2024a), što je već vidljivo na način da veliki hotelijeri povećavaju kvalitetu svojih smještaja, a samim time dižu kategorizaciju (eng. upscaling) svojih renomiranih hotela, pa se u Hrvatskoj u posljednjim razdobljima značajno povećao broj hotela s četiri zvjezdice (87%) te se udvostručio broj hotela s pet zvjezdica (Prodan, 2024). To za manje hotelijere može značiti dvije stvari: podizanje kvalitete ponude i broja zvjezdica ili dijelom preuzimanje segmenta srednje kupovne moći koji se većinom odlučuje za privatne sobe, tj. apartmane.

Od ulaska u EU 2013. godine broj dolazaka i noćenja turista u Hrvatskoj je stalno rastao sve do slučaja pandemije 2020. godine kada je zatvaranje država imalo utjecaj na značajan pad tih veličina. Po normalizaciji turističkog poslovanja u godinama koje su uslijedile, 2023. godina obilježila je ponovni povratak na pretpandemijsko vrijeme, pri čemu su dolasci iznosili 19,42 milijuna, a noćenja turista 92,38 milijuna (Grafički prikaz 9.).

Grafički prikaz 8.

Ukupni broj dolazaka i noćenja turista po godinama



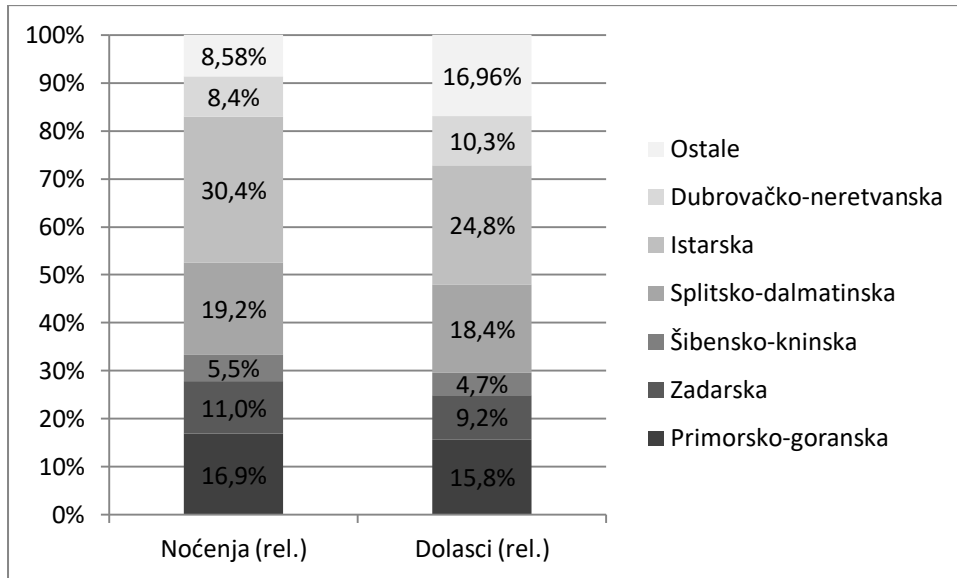
Izvor: Državni zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

Uz samu normalizaciju ekonomija, a posljedično i turizma, specifičnost situacije za sljedeće godine može se naći u tome da je Hrvatska na početku 2023. prihvatila euro kao svoju službenu valutu te se otvorila prema schengenskom području, što je dodatno pojednostavilo putovanja za većinu turista (Crnjak, 2022). Na taj način se ujedno mogu gledati i buduća razdoblja u kojima će navedena olakšanja imati utjecaj na rast broja dolazaka, dok će nastavak ekonomske aktivnosti i rezanje kamatnih stopa vjerojatno povećati kupovnu moć stranog stanovništva, a time i priuštivosti većeg broja noćenja, no sve navedeno po moguće nižim stopama rasta od prethodno ostvarenih, jer HNB (2023) spominje da su već dosegnute visoke razine dolazaka i noćenja u Republici Hrvatskoj. Ipak, ako je prema rezultatima predsezone 2024. u kojoj je rast dolazak i noćenja bio za deset posto viši od predsezone u protekloj godini, onda bi se i za ostatak godine mogli očekivati dobri rezultati (HINA, 2024a).

U pregledu po nižim jedinicama uprave, najčešće posjećene županije su primorske županije koje imaju značajan udio u ukupnim dolascima i noćenjima. Tako Istarska županija čini gotovo četvrtinu svih dolazaka i i trećinu svih noćenja, a nakon nje slijede Splitsko-dalmatinska s malo manje od petine dolazaka i noćenja te Primorsko-goranska županija. Zadarska županija bilježi manji udio u dolascima, ali zato viši udio u noćenjima od Dubrovačko-neretvanske županije (Grafički prikaz 10).

Grafički prikaz 9.

Udio noćenja i dolazaka prema primorskim županijama

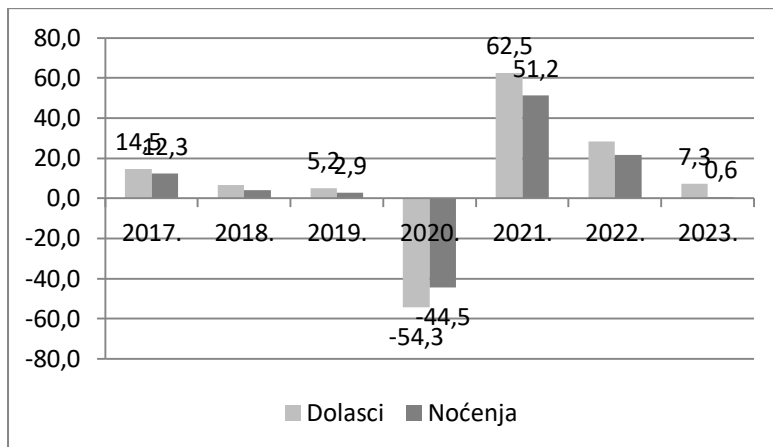


Izvor: Državni zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

Ukupan broj dolazaka koje je Zadarska županija zabilježila 2023. godine bio je 1.791.788 (rast od 7,3% u odnosu na prethodnu godinu), dok se ostvarilo 10.122.050 noćenja (rast od 0,6%) (DZS, 2024). Za razliku od drugih županija, Zadarska je imala relativno manji pad u pandemijskim godinama, ali isto tako i niži rast u broju noćenja u normalnim godinama, te se skromniji rast očitovao po opadajućoj stopi koja je konvergirala prema sve nižim razinama, što je vidljivo iz grafičkog prikaza 10.

Grafički prikaz 10.

Promjena postotka rasta dolazaka i noćenja u Zadarskoj županiji od 2017. do 2023.



Izvor: Državi zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

Prema HGK (2024b), Zadarska županija ima izrazite mogućnosti razvoja turizma i veliki značaj u povezivanju sjevera i juga Hrvatske, ponajviše cestovnim prometom, što je bitno za istaknuti jer velika većina turista (preko 90%) u Hrvatsku dolaze upravo na taj način (UNWTO, 2023), te se može uzeti i kao pretpostavka najčešćeg načina dolazaka klijenata Ilirije d.d. U slučaju cestovnog prometa, jedna od izazova u vremenu visoke inflacije bila je priuštivost energenata kao što su gorivo i električna energija.

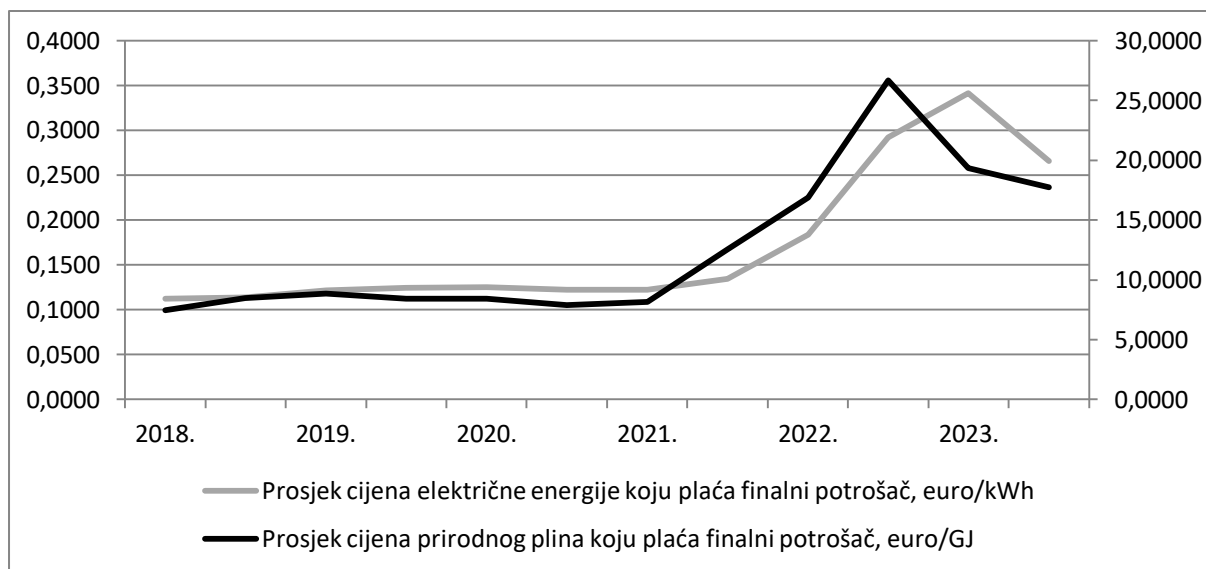
U pogledu energenata, nafta je bila pogođena značajnim povećanjima cijena, počevši od naglog skoka ekonomske aktivnosti nakon pandemije, embarga na izvoz ruske nafte i hutističkih napada krajem 2023. i početkom 2024. godine, što je primarno trebalo imati utjecaja na njenu ponudu na svjetskom tržištu, a samim time i cijenu, iako se to nije realiziralo (Gaurav, 2023). Paz (2024) smatra da će cijene tijekom 2024. godine ostati relativno stabilne zbog OPEC-ovog viška, skromne premije geopolitičkog rizika i čvrste ravnoteže između ponude i potražnje. Stabilnost cijena nafte također spominje i HNB (2023) zbog terminskih ugovora koji upravo to potvrđuju, pa i u recentnijem izvještaju (HNB, 2024a), unatoč tome što će ostati na povišenim razinama za razliku od prije ruske invazije na Ukrajinu. Zbog održivosti i energetske tranzicije očekuje se da će ponuda nafte biti veća od potražnje do kraja desetljeća, pa se u normalnim uvjetima ne očekuju značajna povećanja cijene nafte (International Energy Agency, 2024).

Kada se radi o hotelskoj industriji i nekretninskoj industriji, ona je kapitalno intezivna i kao takva je izložena visokoj razini materijalnih troškova (Maverick, 2023b). Godina 2022. bilježila je generalno poskupljenje svih najbitnijih sirovina i energenata, počevši od plina koji je u toj godini dosegao gotovo četiri puta veću cijenu po gigadžulu (GJ) u odnosu na početak prethodne 2021. godine te cijene

električne energije koje su dosegle iznos po megavatsatu (MWh) viši od dvostrukog u istom tom razdoblju (Grafički prikaz 11.). Kao i za naftu, HNB (2023) tvrdi da će cijene za sljedeće godine biti relativno povišene u odnosu na vrijeme prije značajnih rastova, ali će ostati stabilne.

Grafički prikaz 11.

Cijene električne energije i prirodnog plina



Izvor: Državni zavod za statistiku (2024), <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/okolis-i-energija/energija/>

Sve u svemu, HNB (2023) spominje da će inflacija cijena energenata biti blago negativna jer unatoč povišenim cijenama električne energije i plina za razliku od vremena prije značajnijih šokova one će ostati stabilne, a nafta će imati svoj blagi pad, što također potvrđuje investicijska banka Goldman Sachs u svojem članku (Goldman Sachs, 2024), navodeći da bi cijene sigurno trebale biti u rasponu između 70 i, u najgorem slučaju, 100 dolara po barelu. Cijene hrane će rasti po opadajućoj stopi te su one dosezale rast od otprilike 13% 2022. godine, 12% 2023. godine, dok bi cijene u 2024. godini trebale biti tek 4,4% više u odnosu na prethodnu godinu (HNB, 2023). Prema svemu sudeći, ako je po prognozama, poskupljenja neće biti snažna te će navedene stavke u računima dobiti i gubitka u sljedećim razdobljima biti znatno stabilnije, što se uzelo za očekivanje u baznom rezultatu procjene.

Jači ekonomski rast u Republici Hrvatskoj počeo je iziskivati potrebu za radnicima čija je potražnja viša od onoga što tržište može trenutno ponuditi (HNB, 2024b). Time se pregovaračka moć prelijeva s poslodavaca na radnike što stvara značajan pritisak na cijenu rada i povećanje dohotka radnika, kao i činjenica da je rast dohotka trebao nadomjestiti gubitak kupovne moći u vremenu postpandemijske inflacije (HNB, 2023). Jedan od rješenja koje se predstavilo je uvoz strane radne snage iz trećih zemalja, no čini se da trošak njihovog dovođenja zna biti dvadesetak posto viši od domaće radne

snage (Poslovni.hr, 2023), pa je učinak jednostran – povećanje plaća, tj. trošak zaposlenika u budućim razdobljima gotovo pa je neminovan. Ilirija d.d. samo je u 2023. godini imala ukupan rast bruto plaća od 25% u odnosu na prethodnu godinu (Ilirija d.d., 2024a), što signalizira da bi se ovakav rast mogao i nastaviti u izglednoj budućnosti. Nakon pregleda makroaspekta, u nastavku će se detaljnije analizirati Ilirija d.d. kao kompanija.

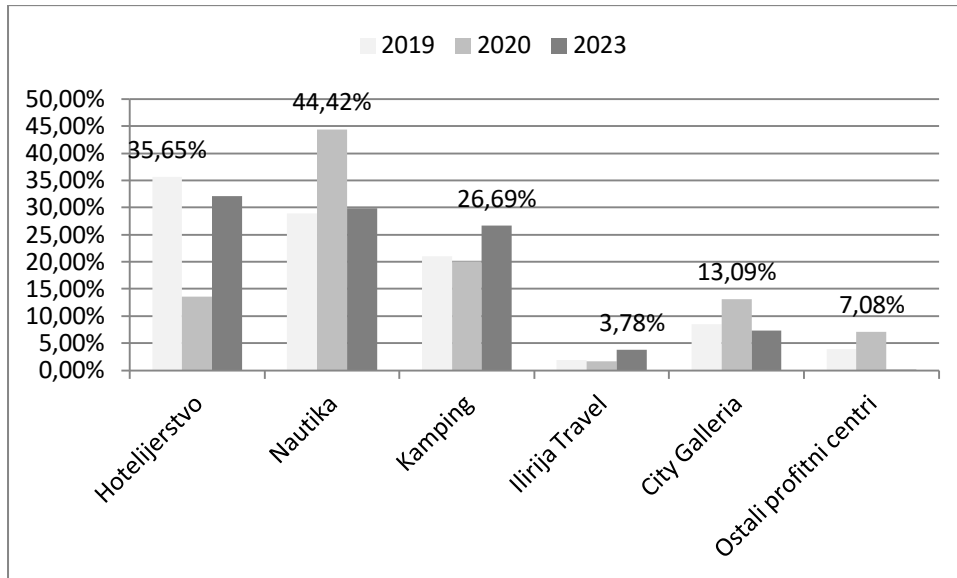
3.2. Analiza kompanije Ilirija d.d.

Ilirija d.d. turistička je i nekretninska kompanija sa sjedištem u općini Biograd na Moru. Njezina povijest kao Društvo seže u 1957. godinu i tijekom druge polovice 20. stoljeća se razvila zahvaljujući ulaganju u hotele, nautičke marine i ostalim popratnim turističkim sadržajem (Ilirija d.d., 2024a) na području Zadarske županije te je tijekom godina proširivala ponudu na druge segmente poslovanja u kojima trenutno posluje. Tako u segmentu **hotelijerstva** posjeduje četiri hotela u rasponu od tri do četiri zvjezdice, od čega su tri u općini Biograd na Moru (Adriatic****, Ilirija**** i Kornati****) i jedan u Svetom Filipu i Jakovu (Villa Donat ***/****), a u segmentu **nautike** raspolaže Marinom Kornati i hotelskom lučicom Ilirija-Kornati, obje u relativnoj blizini hotela. **Kamping** se odnosi na kamp „Park Soline“ (****) u Biogradu na Moru, dok se turistička kompanija **Ilirija Travel** bavi organiziranjem i upravljanjem događajima i destinacijama te se ponuda sastoji od dvorane za događaje Arsenal u Zadru, Ville Primorje (****), difuznog hotela Ražnjevića Dvori 1307 AD (****) i event broda „Nada“. Dodatno, Društvo također posjeduje i vodi **sportsko-rekreacijske i zabavne centre** Tenis Ilirija i Acquatic centar s ugostiteljstvom te je akviziralo trgovački centar **City Galleria** u Zadru kao dio nekretninskog poslovanja (Ilirija d.d., 2024a). Financijski izvještaji za 2023. godinu bilježe se na nekonsolidiranoj osnovi zbog manjih ulaganja u društva koja još nisu krenula s radom, pa se ona nisu uzimala u obzir pri analizi (Ilirija d.d., 2024a).

Na grafičkom prikazu 12. je dan udio poslovnih prihoda po segmentima za 2019., 2020. i 2023. godinu.

Grafički prikaz 12.

Udio segmenata u ukupnim poslovnim prihodima



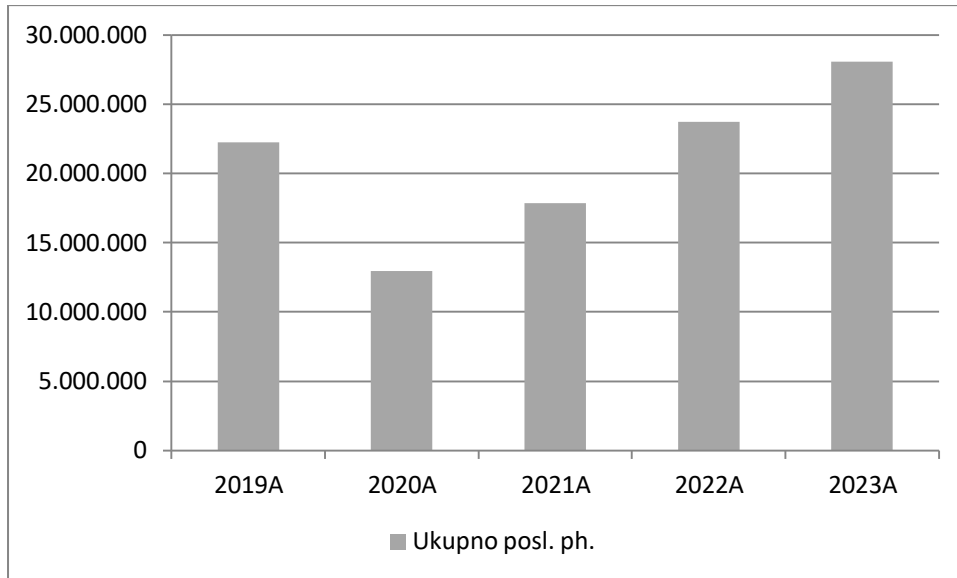
Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Prema grafičkom prikazu 12. vidljivo je da je hotelijerstvo 2019. godine imalo najveći doprinos ukupnim poslovnim prihodima, nakon čega je slijedila nautika, a onda i kamping. S dolaskom pandemije 2020. godine nautički turizam je stvorio preokret na način da je on taj koji je predvodio relativnu održivost i rast turizma (ACI, 2022) te su nautički i nekretninski segment (City Galleria) za Iliriju d.d. pružali svojevrsnu stabilnost u prihodima kada to drugi segmenti nisu mogli ispuniti, sa znatno manjim padom poslovnih prihoda od samo deset posto (hotelijerstvo je bilježilo preko sedam puta veći relativni pad, a ostali segmenti po četiri puta veći) (Ilirija d.d., 2024a). S normalizacijom poslovanja u narednim godinama primjetan je oporavak hotelijerstva, dok je kamping imao značajan rast u udjelu do 2023. godine, što je u suodnosu s rastom na razini cijele Hrvatske gdje je ponuda kampova sve bolja (Poslovni dnevnik, 2023; Lider, 2023).

Poslovni prihodi su se normalizacijom poslovanja nastavili povećavati te su 2022. prešli pretpandemijsku 2019. godinu da bi 2023. nastavili rasti po umjerenijoj stopi rasta (Grafički prikaz 13.).

Grafički prikaz 13.

Ukupni poslovni prihodi i njihova postotna promjena 2019.-2023.



Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Ilirija d.d. je bilježila povećanje prihoda svih svojih segmenata, što je posljedica rasta i financijskih i fizičkih pokazatelja uspješnosti, i to za svaki segment posebno (Ilirija d.d., 2024a). Promatrajući samo hotelijerstvo i kamping koji su dio smještajnog programa Ilirije d.d. mogu se koristiti ključni pokazatelji učinkovitosti (eng. Key performance indicators) – KPI-jevi za određenje uspješnosti njihovog poslovanja. Tako postoji ADR (eng. Average daily rate) koji je dan formulom br. 21. (Hargrave, 2020):

$$ADR = \frac{\text{Prihod od smještaja}}{\text{Broj prodanih smještajnih jedinica}} \quad (21)$$

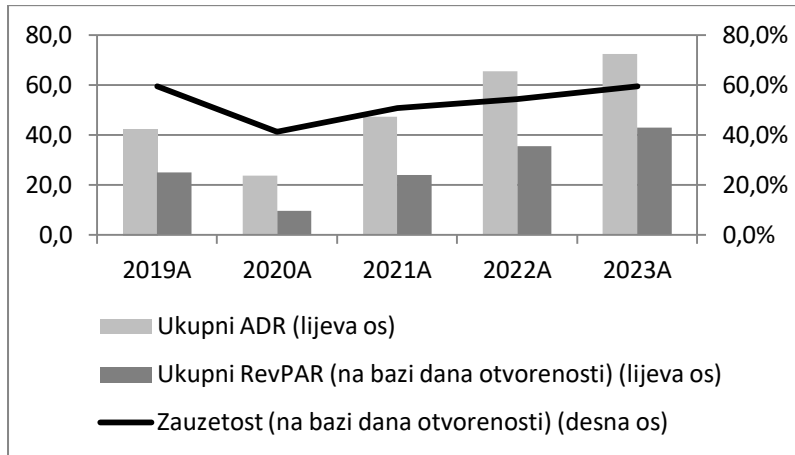
ADR pokazuje koliko se prihoda u prosjeku ostvarilo po jedinici prodane sobe, a viši iznos znači i bolji rezultat. ADR je dobra mjera za iskazivanje ostvarene potražnje za sobama te se kao i svaki drugi pokazatelj može uzeti za usporedbu s drugim hotelima i kompanijama. Kao alternativna mjera postoji prihod po slobodnoj sobi (eng. Revenue per available room) - RevPAR koja uzima ADR i modificira ga sa stopom zauzetosti, kako je zadano formulom br. 22. (Chen J., 2024b):

$$RevPAR = ADR * \text{Stopa zauzetosti (\%)} \quad (22)$$

U slučaju Ilirije d.d. izračunao se ukupni ADR koji se sastoji od kombinacije prihoda od hotela i kampa, podijeljen s ukupni brojem prodanih smještajnih jedinica i soba i kamp jedinica. Zauzetost na bazi dana otvorenosti se ponderirala prema ukupnom broju prodanih smještajnih jedinica, kojom se nakon toga izračunao RevPAR, a ukupni rezultat dan je na grafičkom prikazu 14.

Grafički prikaz 14.

Ključni pokazatelji za hotelski i kamping segment Ilirije d.d.



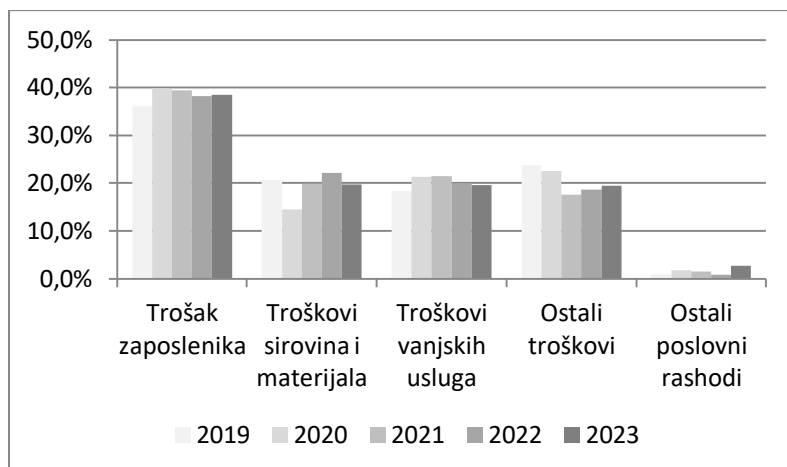
Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Vidljivo je da su ukupni ADR i RevPAR bili u međusobnom suodnosu prema promatranim razdobljima, a obje mjere evidentno rastu prema višim razinama (Grafički prikaz 14.). Ako je sudeći prema dobrim rezultatima u prvom kvartalu 2024. godine, popunjenost i shodne mjere će vjerojatno rasti zbog veće potražnje u budućim razdobljima.

Osim samih prihoda, Ilirija d.d. sadrži i troškove tipične za hotelijersko-turističku kompaniju. Tako su troškovi zaposlenika imali najviši udio, a nastali su kao posljedica povećavanja materijalnih prava zaposlenika zbog njihove povećane potražnje, pogotovo u sektoru turizma. Dodatno, kao energetski intenzivna kompanija koja ima veću razinu dugotrajne imovine u svojim bilancama, drugi najviši udio troškova se odnosi na troškove sirovina i materijala, nakon čega slijede troškovi vanjskih usluga i ostali troškovi koji se odnose na razne izdatke od poslovanja (Grafički prikaz 15.).

Grafički prikaz 15.

Struktura troškova poslovanja za izvještajne godine 2019.-2023.

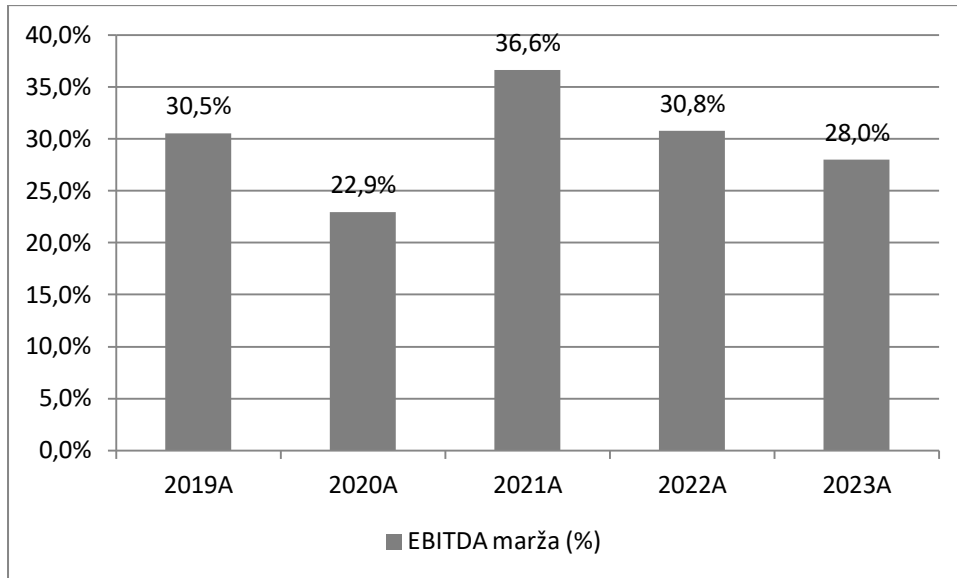


Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Tijekom svih navedenih godina, struktura troškova je bila relativno stabilna i nijedna stavka se nije značajno mijenjala. Nadalje bi se trebali analizirati ostali pokazatelji uspješnosti, no za to treba određena prilagodba podataka unutar financijskog modela. Prvotno, u financijskim izvještajima Društvo razlikuje EBITDA-u od Operativne dobiti, pri čemu se EBITDA izračunava kao razlika *ukupnih* prihoda i *poslovnih (operativnih)* rashoda, dok je Operativna dobit dobivena kao razlika *poslovnih (operativnih)* prihoda i *poslovnih (operativnih)* rashoda, pri čemu su u *ukupne* prihode nadodani financijski prihodi uz *poslovne* prihode (Ilirija d.d., 2024a). Stav autora je da bi se za određivanje EBITDA-e za svrhe izračuna operativne imovine trebali odbiti financijski prihodi jer oni nisu dio temeljnog (eng. core) poslovanja kompanije, jer su ionako izdvojeni od prihoda poslovanja, pa se zato u tom slučaju Operativna dobit i EBITDA koriste kao jedna te ista mjera za stvaranje projekcije, a dobivaju se upravo kao razlika poslovnih prihoda i poslovnih rashoda. Oduzevši amortizaciju *operativne* imovine dobiva se EBIT, pri čemu bi se amortizacija *neoperativne* imovine izračunala odvojeno, iako ona u slučaju Ilirije d.d. nije prisutna zbog toga što neoperativnu imovinu čine zemljišta u Zadarskoj županiji koja ujedno nisu podložna amortizaciji (Ministarstvo financija, 2024). Prilagođene EBITDA marže za pojedine godine dane su u grafičkom prikazu 16.

Grafički prikaz 16.

Prilagođena EBITDA marža 2019.-2023.



Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Normalizirana EBITDA marža (omjer normalizirane EBITDA-e i ukupnih prihoda) kroz godine je bilježila relativno valoviti trend. 2019. godina bila vjerojatno najreprezentativnija zbog toga što je normalizirana EBITDA iznosila 30%, što bi moglo biti približno cilju prosjeka u hotelsko-turističkoj industriji (Arena Hospitality Group d.d., 2024; Plava Laguna d.d., 2024; Valamar Riviera d.d., 2024), dok se u 2023. godini ona spustila zbog šoka koji je primarno rezultat inflacije cijena energije i viših izdataka za zaposlenike, ali u sljedećim godinama bi se mogao očekivati ponovni povratak EBITDA marži na više razine zbog stabilizacije troškova povezanih s industrijom, kao što je navedeno.

Pregled ostalih pokazatelja uspješnosti dan je tablici 3.

Tablica 3.

Pokazatelji uspješnosti poslovanja za Iliriju d.d. (2022. i 2023.)

Pokazatelji uspješnosti poslovanja	2022.	2023.	Opis
Ekonomičnost	1,19	1,17	Ukupni prihodi/Ukupni rashodi
Profitna marža (%)	13,11%	11,59%	Neto dobit (gubitak)/Ukupni prihodi
Rentabilnost (%)	4,45%	4,58%	Neto dobit (gubitak)/Ukupna imovina
EBIT marža (%)	18,26%	16,43%	EBIT/Poslovni prihodi

Izvor: Prilagodba autora na osnovu finansijskih izvještaja Ilirije d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Valja istaknuti da su, osim EBITDA marže, i pokazatelj ekonomičnosti (koja sadrži rashode), profitna marža te EBIT marža u manjoj mjeri popustile zbog viših troškova povezanih sa zaposlenicima i rastom cijena energenata, ali je Društvo jednim dijelom to moglo kompenzirati višim rastom prihoda, što je vidljivo u blagom padu istih marži za 2023. godinu.

Kao jedan od temeljnih ciljeva Ilirije d.d. je jačanje bilančne pozicije na način da se kontinuirano povećava imovina, a isto tako i smanjuje neto dug (Ilirija d.d., 2024a). Društvo je na taj način u 2023. godini poboljšalo svoje pokazatelje zaduženosti i financijske stabilnosti, kako je dano u tablici 4.

Tablica 4.

Pokazatelji zaduženosti i financijske stabilnosti Ilirije d.d. (2022. i 2023.)

Pokazatelji zaduženosti i fin. stabilnosti	2022.	2023.	Opis
Stupanja samofinanciranja	72,83%	74,22%	Vlastiti kapital/Ukupni izvori sredstava
Stupanj zaduženosti	27,17%	25,78%	Dug/Ukupni izvor sredstava
Koeficijent financijske stabilnosti	0,90	0,90	Dugotrajna imovina/(Kapital i rezerve + Dugoročne obveze)

Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Stupanj samofinanciranja bilježi rast za gotovo 2 p.p., a shodno tome se smanjuje i stupanj zaduženosti, dok koeficijent financijske stabilnosti prikazuje iznos niži od jedan, što je dobro jer se onda dio kratkoročne imovine financira iz dugoročnih izvora (Ministarstvo financija RH, 2010), a to doprinosi dodatnoj stabilnosti financiranja.

Osim toga, stanje kratkoročne imovine se najbolje očituje kroz prizmu pokazatelja likvidnosti koji ju stavljaju u odnos s kratkoročnim obvezama, te su oni u slučaju Ilirije d.d. redovito iznosili preko 2, što pokazuje da Društvo uvelike pazi i održava svoju likvidnost na izrazito zadovoljavajućim razinama, dok se osjetan pad u 2023. godini u odnosu na 2022. mogao naći u otplati dugoročnih kredita i povećanju kratkoročnih obveza. Ipak, Ilirija d.d. pokazuje stabilnost i vrlo dobru mjeru kontrole svojih likvidnijih sredstava, pa se može očekivati da će se takvo što održati u narednim godinama (Tablica 5).

Tablica 5.

Pokazatelji likvidnosti za Iliriju d.d. (2022. i 2023.)

Pokazatelji likvidnosti	2022.	2023.	Opis
Koeficijent tekuće likvidnosti	2,11	2,03	Kratkotrajna imovina/Kratkoročne obveze
Koeficijent ubrzane likvidnosti	2,08	2,00	Kratkotrajna imovina umanjena za zalihe/Kratkotrajne obveze
Koeficijent trenutne likvidnosti	2,05	1,99	Novac i novč. ekv./Kratkotrajne obveze

Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Nadalje, pokazatelji aktivnosti relevantni za Društvo stavljaju u odnos ukupne prihode s različitim oblicima imovine (ukupnom, kratkotrajnom i dugotrajnom). Za gotovo sve navedene vrste imovine,

koeficijenti obrtaja su bilježili viši rast, a kao razlog može biti bolje iskorištavanje navedene imovine u svrhu stvaranja prihoda ili to što su prihodi rasli po višoj razini od rasta imovine (Tablica 6.).

Tablica 6.

Pokazatelji aktivnosti za Iliriju d.d. (2022. i 2023.)

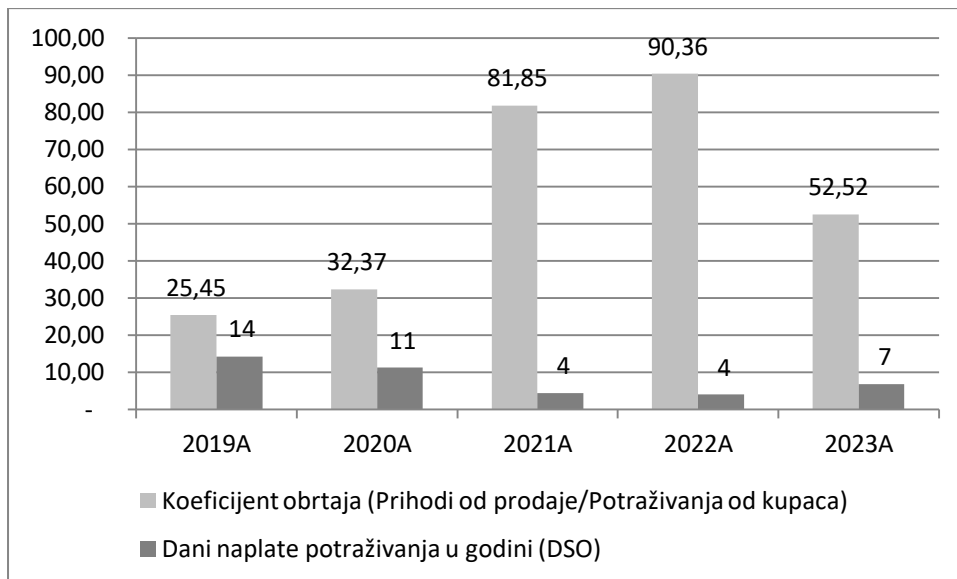
Pokazatelji aktivnosti	2022.	2023.	Opis
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	0,34	0,40	Ukupni prihodi/Ukupna imovina
Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	2,04	2,16	Ukupni prihodi/Kratkotrajna imovina
Koeficijent obrtaja dugotrajne imovine	0,41	0,48	Ukupni prihodi/Dugotrajna imovina
Koeficijent obrtaja potraživanja od kupaca	90,36	52,52	Poslovni prihodi/Potraživanja od kupaca
Dani naplate potraživanja od kupaca	4	7	365/Koef. obrtaja potr. od kupaca

Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Jedina iznimka koja se pojavljuje je smanjenje koeficijenta obrtaja potraživanja od kupaca, a shodno tome i povećanje dana naplate potraživanja u godini, što može biti dobar indikator pozitivnih ekonomskih trendova i pozitivnog poslovanja društva. U takvom slučaju se događa da se uvjeti financiranja poboljšavaju, pa time klijenti Društva mogu produljivati rok otplate zajmova i kredita povezanih s korištenjem usluga koje Društvo nudi, a to može imati stimulirajući efekt na potražnju i samim time na prihode. Tako je Ilirija 2019., u odnosu na sve godine nakon, imala izrazito nisku razinu koeficijenta (25,45) i visoku razinu dana naplate potraživanja (14 dana) u godini, da bi svoj vrhunac obrtaja potraživanja od kupaca dosegla u 2022. godini (90,36) koji se odražavao u drastično kraćem broju dana naplate potraživanja (4 dana), vjerojatno zbog makroekonomske neizvjesnosti povezane s inflacijom i geopolitičkih rizika u okruženju (HNB, 2022a), a prikazano je na grafičkom prikazu 17. Godine 2023. vidljiv je trend stabilizacije, iako bi Ilirija d.d. mogla u sljedećim opreznija u pogledu naplate, pa će se ovaj trend poboljšavanja uvjeta u budućnosti vjerojatno i nastaviti, ali po nižim stopama.

Grafički prikaz 17.

Koeficijent obrtaja potraživanja od kupaca i dani naplate potraživanja



Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

Prema svim navedenim omjerima, Društvo je ostvarilo robusne financijske rezultate, pa se zbog toga može očekivati da će sljedeće godine, u smislu povećanja prihoda i stabilizacije troškova te poboljšavanja bilančne pozicije poduzeća također ostvarivati solidan pozitivan rast u financijskim pokazateljima.

Uz samu financijsku stabilnost i solidne rezultate koje ostvaruje, Ilirija d.d. je povijesno izrazito utemeljena na području Biograda na Moru, njegove okoline i cjelokupne Zadarske županije, što je čini izrazito iskusnom u stvaranju lokalnih, strateških i diferencijacijskih prednosti u odnosu na konkurenciju koja je pozicionirana na prepoznatljivijim destinacijama, a sve navedeno je dio **misije** koju Društvo ostvaruje. Ilirija d.d. također uvelike doprinosi lokalnoj ekonomiji koja je turističkog karaktera i u svojoj grani kao **viziju** želi ostvariti poziciju od među tri najvažnije kompanije u regiji Sjeverne Dalmacije te biti jedna od petnaest najvažnijih turističkih kompanija u Hrvatskoj (Ilirija d.d., 2024a).

Osim same analize njezinog poslovanja i financijskih rezultata, bitan aspekt kompanije kojem se sve više daje na važnosti je odgovornost u poslovanju, pa time okolišni, društveni i upravni čimbenici, skraćeno ESG (eng. environmental, social, governance), imaju sve bitniju ulogu u prikazivanju funkcioniranja kompanije u odabranim domenama.

3.3. ESG analiza kompanije

ESG je skup nefinancijskih mjera koje služe kao informacije o tome kakav utjecaj kompanija ostavlja na svoju okolinu. Okolišni, društveni i upravni (eng. environmental, social and governance) čimbenici su sve više zastupljeni u financijskim izvještavanjima zbog povećane svijesti o potrebi za etičkim i transparentnim poslovanjem kompanija. U Republici Hrvatskoj, svi subjekti javnog interesa, u ovom slučaju uvršteni na burzu, imaju obvezu nefinancijskog izvještavanja o održivosti (Grzunov, 2024), a to isto se odnosi i na Iliriju d.d.

Ilirija d.d. kao sastavni dio korporativne strategije ima četiri područja koja pokriva, a prvo se odnosi na odgovorno i održivo poslovanje koje se temelji na stvaranju vrijednosti koje ima pozitivan utjecaj na cijelo lokalno, regionalno i nacionalno područje, što je dio i navedene misije Društva. Ostala tri se odnose na ESG komponente: Zaštite okoliša kao osnovnog resursa turističke industrije, društvene zajednice kao osnovnog pokretača Društva te odgovornog i etičnog upravljanja kao značajne prakse poslovanja kompanije (Ilirija d.d., 2023). Kao polazišna stavka, vidljivo je da Ilirija d.d. ima već dobro razvijen sustav kontrolinga pomoću kojega se u financijskim izvještajima transparentno prikazuju financijske i fizičke veličine koje procjenitelj može koristiti u vrednovanju, što je jako dobar način jačanja tržišne pozicije, a takvo što projicira i u svojim izvještajima o održivosti, također poznatim kao nefinancijskim izvještajima.

Na području **zaštite okoliša**, Ilirija d.d. posjeduje više certifikata, a kao dva najistaknutija su povezana s ISO sustavom. Prvi, norma ISO 9001:2015 označava upravljanje kvalitetom ponude i kontinuiranim poboljšanjem standarda usluga poduzeća, dok drugi, ISO 14001:2015 označava predanost upravljanja okolišom, što se vidi i imenovanjem voditelja Zaštite okoliša i hortikulture koji odgovora Upravi te se bavi savjetovanjem i provođenjem aktivnosti povezanih s okolišnim temama u domeni poslovanja Društva. Dodatno, Ilirija d.d. također ulaže u edukaciju i aktivnosti povezane s onečišćenjem te nabavku sredstava potrebnih za uklanjanje hazardnih prijetnji kao što su to požari i dr. (Ilirija d.d., 2023).

Društvo također raspolaže podacima o potrošnji energije i vode, emisijama ugljičnog dioksida te stvaranja otpada, kako je dano u tablici 7.

Tablica 7.*Okolišni pokazatelji Ilirije d.d.*

	2019.	2020.	2021.	2022.
Ukupna potrošnja (GJ)	18.961,60	13.096,63	19.265,82	21.805,47
Ukupan broj prodanih jedinica smještaja i vezova	440.081,05	173.035,53	315.812,74	415.364,50
Ukupni energetska intezitet	0,043	0,076	0,061	0,052
Emisija ugljičnog dioksida (t)	-	-	1.579,98	1.641,14
Direktna emisija (t)	-	-	552,91	455,34
Indirektna emisija (t)	-	-	1.027,07	1.185,80
Potrošnja vode (kubni metri)				
Hotelijerstvo (po broju noćenja)	0,41	0,87	0,67	0,71
Kamping (po broju noćenja)	0,24	0,24	0,19	0,17
Nautika (po vezu)	40,64	37,16	40,64	46,38
Ukupni otpad (t)	746,64	354,76	507,2	598,73
Opasni otpad (t)	28,49	30,73	30,73	47,34
Neopasni otpad (t)	414,45	37,61	56,47	46,08
Miješani komunalni otpad (t)	303,7	286,42	420,00	505,31

Izvor: Ilirija d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>

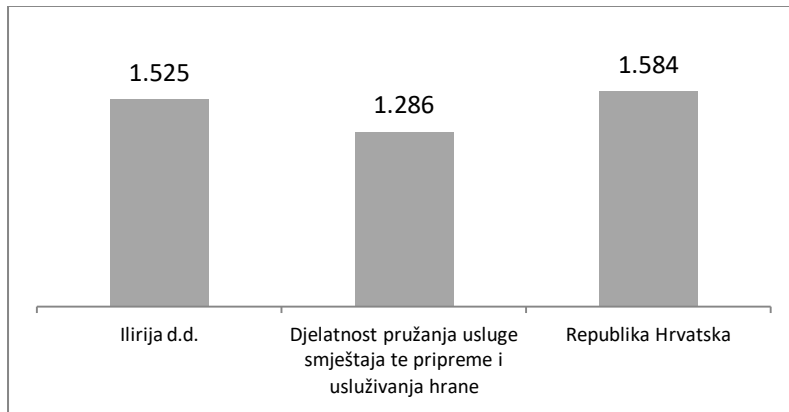
Pri formiranju mišljenja o stavkama u tablici tijekom godina, potrebno je poznavati aktivnosti koje su povezane s potrošnjom, emisijama i stvaranjem otpada. Tako se za energetska intezitet, koji predstavlja omjer ukupne potrošnje u GJ i ukupnog broja prodanih jedinica smještaja i vezova, može vidjeti vrhunac u 2020. godini kada je on bio najviši, a razlog se nalazi u tome što je broj prodanih jedinica smještaja i vezova, tj. nazivnik tada bio niži, dok je potrošnja energije relativno fiksna, tj. bila je potrebna za održavanje sadržaja dostupnog gostima i korisnika usluga, unatoč manjem broju turista. Dodatno, emisija ugljičnog dioksida se u 2022. za razliku od 2021. godine smanjila za direktne emisije, da bi ujedno porasla za indirektna emisije, pa se može zaključiti da je ukupna emisija ugljičnog dioksida (u tonama) čak bila viša od prethodne godine, dok za prethodne godine nemaju podaci, pa se trend opadanja ne može odrediti. Potrošnja vode u segmentima hotelijerstva i nautike bilježi rast, dok je za kamping opao za 2022. godinu, a primjetno je i povećanje otpada, ponajprije opasnog, pri čemu najviši udio uzimaju motorna ulja i zauljena voda. Sve u svemu, potrošnja i emisija kao posljedica poslovanja je neizbježna, no u smislu Ilirije d.d. nije još uvijek primijećen jasan trend poboljšanja pokazatelja za različite oblike potrošnje.

Društveni čimbenici Ilirije d.d. se očituju u pravilnom tretmanu zaposlenika, pa tako Društvo provodi mnoge inicijative zapošljavanja, obuke i obrazovanja koji su shodni njihovom poslovanju te nudi stalan rast kompenzacija i materijalnih pogodnosti koje su 2023. godine bilježile rast od otprilike 25% u odnosu na godinu prije (Ilirija d.d., 2024a). Dodatno, Ilirija d.d. unutar djelatnosti pružanja usluge

smještaja te pripreme i usluživanja hrane u Republici Hrvatskoj u prosjeku bilježi višu prosječnu bruto plaću u odnosu na istu djelatnost za 2023. godinu, što se može vidjeti na grafičkom prikazu 18.

Grafički prikaz 18.

Usporedba prosječnih bruto plaća u 2023. godini



Izvor: Ilirija d.d. (2023), <https://storage.googleapis.com/bidstorage/ilirija/ilirija-dd-izvjestaj-o-odrzivosti-za-2023-godinu-667e7a875aaf5.pdf>

Vidljiv je i veći udio žena u kategoriji šireg menadžmenta poduzeća (njih 62% naspram 38% muškaraca) te u toj istoj kategoriji dominiraju zaposlenici u životnoj dobi od 30 do 50 godina (71%), što dokazuje da unutar kompanije vlada raznovrsnost zaposlenika koja je dovela predsjednika Uprave Goran Ražnjevića do titule ambasadora Povelje o raznolikosti (eZadar.hr, 2017). Navedeno također ukazuje na značajan udio mladih žena u strukturi zaposlenih koje su izložene visokoj razini stresa zbog usklađivanja poslovnih i privatnih obveza (Rimac Smiljanić et al., 2022) te potrebu da menadžment firme razvije modalitete rada koji će omogućiti zaposlenicima smanjenje sveukupnog stresa, a time i povećanje uspješnosti tvrtke (Bulog et al., 2022). Isto tako, važna tema u Hrvatskoj su strani radnici kojih je Ilirija d.d. u svome Izvještaju o održivosti za 2023. godinu brojala 9 (Ilirija d.d., 2023), no detaljnije informacije o njihovoj poziciji, plaćama i ostalim relevantnim podacima nisu prikazane. Za Izvještaj o održivosti 2024. godine se može očekivati veći broj stranih radnika, te zbog toga bi bila potreba da se stvore detaljniji pokazatelji o njihovom materijalnom stanju. Osim internog odnosa prema zaposlenicima, u društvenoj sferi van poduzeća je primijećena kontroverza koja se odnosila na to da je Društvo izdalo ovrhu korisnicima vezova, koji su ujedno i mještani Biograda na Moru, zbog neplaćanja u dijelu marine koju su oni koristili za vezivanje svojih brodova, a za koju se smatralo da nije bila dio koncesijskog obuhvata Ilirije, pa je takvu odluku Općinski sud odbacio u korist tih vlasnika brodova (Neveščanin, 2017). Unatoč tome, u ostalim sferama se Ilirija dokazuje kao društveno funkcionalna kompanija koja drži visok standard odnosa prema društvenoj okolini.

Upravni dio kompanije čine Glavna skupština koja čini skup svih dioničara koji ujedno imaju pravo glasa kao najviše jedinice odlučivanja. Nakon nje slijedi Nadzorni odbor koji promatra i provodi internu kontrolu kompanije kroz Revizijski odbor i sastoji se od pet članova te kao niža jedinica nalazi se Uprava koja se sastoji od samo jednog člana – Gorana Ražnjevića, koji odgovara dotičnim skupinama (Tablica 8).

Tablica 8.

Upravni dio kompanije

Glavna skupština	Uloga
• Dioničari s pravom glasa	• Donositelji odluka na sjednicama
Nadzorni odbor	Uloga
• Goran Medić	• Predsjednik
• David Anthony Tudorović	• Zamjenik predsjednika
• Davor Tudorović	• Član
• Siniša Petrović	• Član
• Darko Prebežac	• Član
Uprava	Uloga
• Goran Ražnjević	• Predsjednik uprave

Izvor: Ilirija d.d. (2023), <https://storage.googleapis.com/bidstorage/ilirija/ilirija-d-d--Izvjestaj-o-odrzivosti-2022-649e95bfb8638.pdf>

Svi navedeni članovi Nadzornog odbora i Uprave obnašaju dužnost do 2025. godine, nakon čega će se birati novi članovi. Od svih navedenih članova može se navesti jedna kontroverza povezana sa Sinišom Petrovićem kojeg se tereti za sudjelovanje u aferi „Dnevnice“ (Babić I., 2018; Sinac, 2017). Ipak, relativna transparentnost poslovanja koja se očituje kroz financijske izvještaje i izvještaje o održivosti indiciraju na odgovornu i predanu upravu koja nema značajnih problema koji bi se direktno reflektirali na poslovno ponašanje Ilirije d.d. Dodatno, jedna od zamjerki se može naći u tome što, iako je povećani udio žena od muškaraca u menadžmentu kompanije, zasad još nijedna nije član Nadzornog odbora i/ili Uprave, što indicira na nedostatak raznolikosti, jednakosti i uključenosti (eng. diversity, equity and inclusion) žena na upravnim pozicijama, a to je jedna od stavki ESG modela (Devey et al., 2023).

Sve u svemu, provedena analiza indicira da u sve tri domene ESG-a, bilo da se radi o zaštiti okoliša, društveno-odgovornom poslovanju i odgovornoj upravi, postoje potrebe za poboljšanjima. Ipak, kako stoji, Društvo se dokazuje da kao kompanija srednje veličine može ispunjavati većinu zahtjeva modernog tržišta kapitala, pa kao takvoj joj se može istaknuti relativno solidan rezultat na temelju prikazanih rezultata. Također, dana ESG analiza se nije uzela u vrednovanju kompanije zbog toga što je teško odrediti utjecaj ESG faktora na novčane tijekove poduzeća, pogotovo u srednjem roku.

3.4. Analiza rizika

U analizi rizika prisutni su mnogi čimbenici, od **makro** do mikro aspekata kojima bi kompanija mogla biti izložena u slučaju da se ostvare. Prvotno, Društvo je izloženo geopolitičkim rizicima u smislu sukoba Rusije i Ukrajine koji bi, da se ikako prošire, imali utjecaj na broj dolazaka gostiju (HINA, 2024b), a time i broj prodanih jedinica smještaja i vezova za glavne prihodonosne segmente poslovanja Ilirije d.d., koji čine hotelijerstvo, nautiku i kamping. Dodatno, u slučaju proširivanja sukoba na Bliskom Istoku, iako hutistički napadi na brodove nisu imali velikog utjecaja na cijene nafte kako je već navedeno, cijena njih i ostalih energenata može značajno skočiti zbog straha od nedostatka ponude, što bi stvorilo šok u kratkom, pa vjerojatno i srednjem roku. Ipak, kada se radi o električnoj energiji, Društvo se na vrijeme zaštitilo potpisujući klauzulu kojom se štiti od visokog rasta cijena (Ilirija d.d., 2024a). U smislu privajanja eura kao zajedničke valute, Hrvatska je otvorila vrata znatnom pojednostavljenju potrošnje za strane goste iz europodručja, pri čemu se odstranila visoka razina tečajnog rizika (HNB, 2022b), što bi moglo imati utjecaja na pozitivne ishode u turističkom sektoru. Klimatski rizici, kao što su varijabilnosti temperatura, bi mogli utjecati na potražnju za uslugama koje Društvo nudi, kao i utjecaj stvaranja štete na materijalnoj imovini koja služi u svrhu poslovanja poduzeća (Ilirija d.d., 2024a), dok zbog nedostatka radne snage u radno-intezivnoj djelatnosti kao što je turistička, Ilirija d.d. nailazi na rizike radne snage zbog potrebe za stručnim kadrom i sezonskom radnom snagom. Ipak, Društvo radi na zadržavanju visokokvalificiranih zaposlenika (Ilirija d.d., 2024a), ali bi se mogla suočiti s povećanim troškovima dovođenja strane radne snage u radni odnos, kao i njihove izobrazbe za adekvatne pozicije.

Mikrorizici povezani s poslovanjem samoga Društva uglavnom se odnose na priskrbliivanje operativne imovine od koje bi Ilirija mogla imati ekonomske i sinergijske koristi, a upadaju u domenu regulatornih rizika. Ti rizici se najviše očituju kroz neriješena imovinsko-pravna pitanja turističkog zemljišta i zakonitih ulaganja na pomorskom dobru (Ilirija d.d., 2024a). Tako, kada se radi o turističkom zemljištu, Ilirija d.d. je 2011. podnijela zahtjev za produljenjem roka koncesije za dio zemljišta koji nije bio dio njenog vlasništva u kampu Park Soline, a 2022. sukladno novom Zakonu o neprocijenjenom građevinskom zemljištu potvrđeno je vlasništvo nad dijelom parka Kamp Soline, pri čemu odluka o zakupu zemljišta na 50 godina koja nije u vlasništvu Društva, još nije donesena. Što se tiče pomorskog dobra, podnesen je zahtjev za produljenje roka zakupa za luku Kornati u Biogradu na Moru do 2049. godine uz odgovarajuće ponude dodatnih ulaganja u zelenu tranziciju i digitalizaciju te za hotelsku lučicu Ilirija – Kornati na 30 godina, za što se odluka također još nije donijela. Sve u svemu, Ilirija d.d. se aktivno zalaže za održavanje koncesija koji joj pomažu u postizanju boljeg

poslovanja, što je i dio baznog rezultata procjene. Što se tiče financijskih rizika, Društvo spominje da bi nenaplata potraživanja od kupaca, a shodno tome i stanje gotovine mogli biti moguća prepreka u podmirenju kredita. S obzirom na to da se, analizirajući financije Ilirije d.d., utvrdilo ponovno smanjenje koeficijenta obrtaja potraživanja od kupaca, a time i povećanje prosječnog dana naplate potraživanja, Društvo na taj način pokazuje da ide ususret kupcima zbog poboljšanja ekonomskih uvjeta u zemlji te sve većeg smanjenja neto duga, što dokazuje manji rizik od post pandemijskih 2021. i 2022. godine.

4. PRIMJENA METODA VREDNOVANJA NA PRIMJERU ILIRIJE D.D.

4.1. Projekcija budućeg poslovanja društva

Sukladno rastu potrošačke moći lokalnog i stranog stanovništva, stabilizaciji inflacije, smanjenju kamatnih stopa te nastavku poboljšanja ekonomskih uvjeta, financijska projekcija *normalnog* poslovanja Ilirije d.d. je uvelike pozitivna, a detalji o rastu poslovnih prihoda povezanih sa *smještajnim* segmentima Ilirije d.d. dani su u tablici 9.

Tablica 9.

Projekcija ključnih pokazatelja za hotelijerstvo i kamping Ilirije d.d. (2024.-2028.)

	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Hotelijerstvo							
ADR (Hotelijerstvo)	115,79	126,50	135	143	150	158	166
% promjena	23,0%	9,2%	6,5%	5,8%	5,5%	5,2%	5,0%
Broj prodanih							
smještajnih jedinica	49.954	58.663	68.929	76.167	82.565	88.509	94.262
% promjena	40,6%	17,4%	17,5%	10,5%	8,4%	7,2%	6,5%
Prihodi od pansiona,							
tis. (Hotelijerstvo)	5.784,17	7.420,87	9.286,29	10.866,77	12.427,46	14.014,99	16.672,26
% promjena	72,8%	28,3%	25,1%	17,0%	14,4%	12,8%	11,8%
Ostali prihodi od							
hotelijerstva, tis.	1.193,89	1.601,05	1.921,26	2.267,09	2.652,5	3.076,90	3.538,43
% promjena	55,4%	34,1%	20,0%	18,0%	17,0%	16,0%	15,0%
<i>Ostali prihodi/Prihodi</i>							
<i>od pansiona</i>	20,6%	21,6%	21,0%	21,1%	21,4%	21,7%	21,9%
Kamping "Soline"							
ADR (Kamping)	46,13	49,13	51,49	53,65	55,80	57,92	60,00
% promjena	38,0%	6,5%	4,8%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%
Broj prodanih kamp							
jedinica	128.833	135.941	145.457	154.912	164.516	174.387	184.850
% promjena	8,3%	5,5%	7,0%	6,5%	6,2%	6,0%	6,0%
Prihodi od pansiona,							
tis. (Kamping)	5.943,07	6.678,78	7.489,32	8.311,12	9.179,47	10.099,98	11.091,4
% promjena	49,5%	12,4%	12,1%	11,0%	10,4%	10,0%	9,8%

Ostali prihodi od							
kampinga, tis.	713	806,9	919,87	1.053,25	1.205,97	1.377,22	1.570,03
<i>% promjena</i>	55,7%	13,2%	14,0%	14,5%	14,5%	14,2%	14,0%

Izvor: Izrada autora

I za hotele i za kamping je vidljivo da prosječni prihod po jedinici smještaja (ADR) raste po opadajućoj stopi i konvergira prema otprilike 5 posto u srednjem roku, što odgovara istraživanju mišljenja vodećih turističkih kompanija na hrvatskoj obali (Morski.HR, 2024) te upada u spektar između 5 i 10 posto poskupljenja, iliti povećanja cijena koje očekuju hotelijeri i ugostitelji (Puškarić, 2024). Dodatno, autor očekuje da će broj prodanih smještajnih jedinica za hotelijerstvo prijeći razinu pretpandemijske razine od 73 tisuće u 2025. godini, te za Kamping segment broj prodanih smještajnih jedinica bi mogao prijeći tek u 2028. godini u odnosu na 2019. kada je broj prodanih smještajnih jedinica iznosio 182 tisuće (Ilirija d.d., 2024a), a razlog tomu se može naći u manjem broju dolazaka gostiju iz Slovenije i Njemačke u predsezoni 2024. (Vajdić, 2024), kao i u prijašnjoj cjelokupnoj 2023. godini u odnosu na 2022., pri čemu su ti gosti imali značajan udio u segmentu Kampinga za Iliriju (Ilirija d.d., 2024a), što bi moglo indicirati na njihov manji dolazak i u srednjem roku. Ostali prihodi bi trebali pratiti prihode od pansiona u Hotelijerstvu i Kampingu u iznosima od 21 posto i 12 posto.

Prihodi ostalih segmenata Ilirije d.d. dani su u tablici 10.

Tablica 10.

Projekcija poslovnih prihoda Ilirije d.d. (2024.-2028.)

Poslovni ph. (tis. EUR)	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Hotelijerstvo	6.978,07	9.021,92	11.207,55	13.133,87	15.079,95	17.091,88	19.210,7
<i>% promjena</i>	69,59%	29,29%	24,23%	17,19%	14,82%	13,34%	12,40%
Nautika	7.301,51	8.383,13	9.682,5	11.280,13	13.220,31	15.560,3	18.392,28
<i>% promjena</i>	11,85%	14,81%	15,50%	16,50%	17,20%	17,70%	18,20%
Kamping	6.656,06	7.485,68	8.409,19	9.364,37	10.385,44	11.477,2	12.661,43
<i>% promjena</i>	50,15%	12,46%	12,34%	11,36%	10,90%	10,51%	10,32%
Ilirija Travel	941,77	1.060	1.224,3	1.417,74	1.646	1.917,58	2.241,65
<i>% promjena</i>	168,36%	12,55%	15,50%	15,80%	16,10%	16,50%	16,90%
City Galleria	1.830,35	2.056,05	2.395,3	2.807,29	3.200,31	3.616,35	4.050,31
<i>% promjena</i>	5,47%	12,33%	16,50%	17,20%	14,00%	13,00%	12,00%
Ostali profitni centri	23,59	41,03	49,23	54,16	59,03	63,75	68,22
<i>% promjena</i>	-96,56%	73,92%	20,00%	10,00%	9,00%	8,00%	7,00%
Ukupno posl. ph. (tis. EUR)	23.731,34	28.047,81	32.968,08	38.057,28	43.591,108	49.727,08	56.624,58
<i>% promjena</i>	32,97%	18,19%	17,54%	15,44%	14,54%	14,08%	13,87%

Izvor: Izrada autora

Osim smještajnih segmenata Hotelijerstva i Kampinga, dodatni segment koji je imao značajnu ulogu u poslovnim prihodima je **Nautika**, koja je prikazivala relativnu otpornost tijekom pandemijske 2020. i tijekom postpandemijskih godina u kojima je u prosjeku zadržavala rast od trinaestak posto, pri čemu dvije trećine, ujedno i najveći udio, čine ugovoreni vezovi koji dokazuju stabilni karakter ovog segmenta (Ilirija d.d., 2024a), pa se za buduće projekcije prihoda može uzeti da će ostvarivati relativno sličan rast uz blage više razine u kasnijim godinama zbog poboljšanja statusa Hrvatske kao premium destinacije (HGK, 2024a) koji bi Iliriji mogao biti od koristi u smislu dizanja prihoda od vezova.

U pregledu segmenta **Ilirija Travel** kao destinacijske kompanije koja u svome portfelju ima tri nekretnine za događaje te jedno plovilo, može se zaključiti da će temeljni pokretač rasta biti jačanje kupovne moći gostiju, a kao dodatni plus može se navesti da Hrvatska, kako je već vidljivo i prema rezultatima prve polovice 2024. u smislu dolazaka, postane zemlja cjelogodišnjeg, a ne samo sezonskog turizma uz činjenicu da se pokušava profilirati kao premium destinacija (HGK, 2024a). Zbog navedenih razloga, može se predvidjeti da će rast prihoda u ovome segmentu biti viši, pri čemu će Ilirija Travel imati uzastopno bolje rezultate, kako je već vidljivo na prethodno navedenoj tablici 10.

Promatrajući godine normalnog poslovanja nakon pandemijske 2020. godine, **City Galleria** je držala visoku razinu zauzetosti poslovnih prostora, pri čemu su zaokupljeni kapaciteti redovito činili 99% ukupnog prostora raspoloživog za najam, pa je stoga veći naglasak na cijenama kojima bi se moglo težiti u budućnosti. Naime, jačanjem kupovne moći, primarno domaćeg stanovništva zbog pada inflacije i pritiska na cijene rada, može se sukladno očekivati da će biti određeni porast cijena zakupa, što će pridonijeti većem rastu prihoda, nastavljajući tako pozitivne rezultate nakon 2023. godine.

Kod **Ostalih profitnih centara** nije eksplicitno naveden njihov sastav u izvještaju te oni ne daju jasnu sliku kao dijelu poslovanja, pa su se uzeli kao prateći prihodi koji funkcioniraju u sinergiji s ostalim poslovnim segmentima. Njihov iznos čini otprilike malo više od 0,1% ukupnih poslovnih prihoda, što je iznos koji se uzeo u budućim projekcijama.

U projekciji troškova je uzeta pretpostavka postepenog usporavanja temeljnih stavki koje se odnose na Društvo i pripadajuću industriju. Kao što se već spominjalo, glavni troškovi su dosegli nove više razine stvarajući tako šok u 2023. godini, no očekivana stabilizacija u budućnosti bi ipak trebala biti izvjesnija. U tablici 11 prikazuju se projekcije troškova povezanih s poslovanjem Društva.

Tablica 11.*Projekcija operativnih troškova Ilirije d.d. (2024.-2028.)*

tis. EUR	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Poslovni prihodi	23.731,3	28.047,8	32.968,1	38.057,28	43.591,1	49.727,1	56.624,6
Operativni troškovi	16.500,6	19.940,3	23.296,3	26.758,5	30.651,8	35.034,3	39.833,3
Trošak zaposlenika	6.318,53	7.893,2	9.021,93	10.248,91	11.591,52	13.075,2	14.709,6
<i>% prihoda od prodaje</i>	<i>26,63%</i>	<i>28,14%</i>	<i>27,37%</i>	<i>26,94%</i>	<i>26,60%</i>	<i>26,30%</i>	<i>25,98%</i>
Troškovi sirovina i materijala	3.650,8	4.046,4	4.782,8	5.619,8	6.586,4	7.699,5	8.931,4
<i>% prihoda od prodaje</i>	<i>15,38%</i>	<i>14,43%</i>	<i>14,51%</i>	<i>14,77%</i>	<i>15,11%</i>	<i>15,49%</i>	<i>15,78%</i>
Troškovi vanjskih usluga	3.307,6	4.021,5	4.564,4	5.189,7	5.864,4	6.609,1	7.402,2
<i>% prihoda od prodaje</i>	<i>13,94%</i>	<i>14,34%</i>	<i>13,84%</i>	<i>13,64%</i>	<i>13,46%</i>	<i>13,29%</i>	<i>13,08%</i>
Ostali troškovi	3.080,41	3.979,26	4.663,69	5.433,2	6.302,5	7.298,3	8.444,1
<i>% prihoda od prodaje</i>	<i>12,98%</i>	<i>14,19%</i>	<i>14,15%</i>	<i>14,28%</i>	<i>14,46%</i>	<i>14,68%</i>	<i>14,92%</i>
Ostali poslovni rashodi	143,2	259,2	263,5	266,9	307,0	352,2	345,9
<i>% prihoda od prodaje</i>	<i>0,60%</i>	<i>0,92%</i>	<i>0,80%</i>	<i>0,70%</i>	<i>0,70%</i>	<i>0,70%</i>	<i>0,60%</i>
EBITDA	7.230,8	8.107,5	9.671,8	11.299,0	12.939,2	14.692,8	16.791,3
<i>% EBITDA marža</i>	<i>30,75%</i>	<i>27,98%</i>	<i>29,34%</i>	<i>29,69%</i>	<i>29,68%</i>	<i>29,55%</i>	<i>29,65%</i>
<i>% rast EBITDA</i>	<i>11,72%</i>	<i>7,55%</i>	<i>23,23%</i>	<i>16,82%</i>	<i>14,52%</i>	<i>13,55%</i>	<i>14,28%</i>

Izvor: Izrada autora

Troškovi zaposlenika u odnosu na prihode od prodaje su za uvjete normalnog poslovanja dosegli svoje najviše razine u 2023. godini kao posljedica poboljšanja materijalnog položaja zaposlenika (Ilirija d.d., 2024a), najviše zbog potrebe za nadoknađivanjem izgubljene kupovne moći povodom inflacije u prethodnim godinama te potražnjom za sezonskim radnicima koju sukladno nije pratila ponuda (Lider, 2024). Ipak, u obzir se može uzeti da se povećava broj stranih sezonskih radnika iz dalekih istočnih, ali i susjednih zemalja (Šarić, 2024) te da inflacija značajno usporava (HNB, 2024a), pa bi ti faktori mogli utjecati i na konsolidaciju troškova zaposlenika sukladno povijesnim razinama.

Stabilizacijom i uzastopnim smanjenjem inflacije kroz sljedeće godine može se očekivati da će troškovi sirovina i materijala također održati stabilnu razinu, što spominje i HNB (2024a). Društvo raspolaže sirovinama i materijalima koji su povezani s osnovnim poslovanjem, uključujući hranu i piće, gorivo, struju i ostale komponente (Ilirija d.d., 2024a), a za njih bi se moglo očekivati da neće imati znatne utjecaje nominalnog rasta cijena. Ostale komponente operativnih troškova bi trebale uglavnom pratiti rast opsega poslovanja, pri čemu bi **ostali troškovi** trebali bilježiti neznatno višu razinu u odnosu na poslovne prihode zbog toga što sadrže komponentu naknade troškova zaposlenja koja se udvostručila u 2023. godini, pa kao takvi bi mogli bilježiti blagi rast. Ako je prema ispitanim turističkim kompanijama, njih dvije trećine smatra da za 2024. godinu rast troškova ne bi trebao biti viši od prihoda (Morski.HR, 2024), što je i glavna pretpostavka autora u projekciji troškova. Zbog toga

bi se u projiciranim periodima EBITDA marža trebala vratiti na tridesetak posto te se ne bi trebalo očekivati da se u *uvjetima normalnog poslovanja* osjete znatniji šokovi koji bi mogli dotičnu maržu nastaviti spuštati, kao što je to bilo 2023. godine.

Uz stavke poslovanja, prije određivanja slobodnih novčanih tijekova poduzeću (FCFF) bitno je određenje kapitalnih ulaganja u budućim razdobljima te promjena u radnom kapitalu, kako je dano u tablici 12.

Tablica 12.

Projekcija kapitalnih ulaganja i promjene radnog kapitala (2024.-2028.)

tis. EUR	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CapEx i ul. u dug. nemat. im.	-2.738,3	-3.287,1	-3.925,8	-4.612,57	-5.331,18	-6.131,35	-7.004,46
<i>% ukupnih prihoda</i>	-11,54%	-11,72%	-11,92%	-12,12%	-12,23%	-12,33%	-12,37%
Neto radni kapital	-1.377,2	-1.644,3	-2.011,1	-2.397,6	-2.833,4	-3.331,71	-3.850,5
<i>% ukupnih prihoda</i>	-5,80%	-5,86%	-6,10%	-6,30%	-6,50%	-6,50%	-6,50%
Promjena neto radnog kapitala	-192,1	-267,1	-366,7	-386,6	-435,8	-498,3	-518,8

Izvor: Izrada autora

S obzirom na to da ih Ilirija d.d. eksplicitno ne navodi, **kapitalna ulaganja** (CapEx) i ulaganja u dugotrajnu nematerijalnu imovinu su se projicirala tako da bi trebala rasti u skladu s rastom poslovanja, te bi u postotnom iznosu trebali također dosežati više razine, a razlog tomu se može naći u padu kamatnih stopa koje bi trebale biti pogodne za povoljnija financiranja poduzećima (Dragojević Mijatović, 2024), pogotovo u slučaju Ilirije d.d. koja je iznimno prudentna u zaduživanju, kao i dodatne ekspanzije poslovanja Društva koje bi se trebale poduprijeti porastom investicija. U Ilirijim izveštajima se kapitalna ulaganja smatraju ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu, dok je autor u svrhe projekcije slobodnih novčanih tijekova uz to nadodao nematerijalnu imovinu kao dodatan oblik dugotrajnog ulaganja. **Neto radni kapital** kao razlika između kratkotrajne imovine i kratkotrajnih obveza bi trebao nastaviti biti negativan s rastom opsega poslovanja, iako bi se u odnosu na poslovne prihode trebao smanjivati zbog toga što bi poslovnih prihodi ipak trebali rasti brže od promjene neto radnog kapitala za projicirane godine.

S obzirom na to da Društvo u svojim financijskih izveštajima eksplicitno ne prikazuje očekivanje za stavke unutar bilance, kao alternativa se uzela „pro forma“ bilanca koja prikazuje bilančne stavke kao razliku između imovine i obveza u jednostavnijem formatu, dana u tablici 13.

Tablica 13.*„Pro forma“ bilanca*

Pro forma bilanca (tis. EUR)	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Dugotrajna imovina	59.440,5	58.488,28	58.817,1	59.606,7	60.715,08	62.253,9	64.269,8
<i>% promjena</i>	<i>-0,38%</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,5%</i>	<i>3,2%</i>
Neto radni kapital	-1.377,2	-1.644,3	-2.011,0	-2.397,6	-2.833,4	-3.331,7	-3.850,5
<i>% promjena</i>	<i>16,21%</i>	<i>19,40%</i>	<i>22,30%</i>	<i>19,22%</i>	<i>18,18%</i>	<i>17,59%</i>	<i>15,57%</i>
Neto likvidna sredstva (Dug)	-5.685,6	-3.195,37	-1.676,10	346,72	898,07	2.238,57	2.915,13
<i>Neto likvidna sredstva/Ukupni dug</i>	<i>-34,76%</i>	<i>-21,03%</i>	<i>-10,00%</i>	<i>-2,00%</i>	<i>5,00%</i>	<i>12,00%</i>	<i>15,00%</i>
Ostala neto imovina	-53,13	-128,7	-151,7	-175,1	-200,5	-228,7	-260,5
<i>% prihoda</i>	<i>-0,22%</i>	<i>-0,46%</i>	<i>-0,46%</i>	<i>-0,46%</i>	<i>-0,46%</i>	<i>-0,46%</i>	<i>-0,46%</i>
Neto imovina (EUR)	51.324,59	53.519,9	55.032,2	56.687,3	58.580,1	60.932,0	63.074,0

Izvor: Izrada autora

Projicirana bilanca je rezultat očekivanih ostvarenja koje je donijelo Društvo kao cilj u normalnim uvjetima poslovanja, s rastom dugotrajne imovine i smanjenjem neto duga (koji se dobije oduzimanjem novca i ostalih likvidnih sredstava od kratkoročnih i dugoročnih kredita) kao imperativa za sljedeće godine.

Na samom kraju financijskih projekcija, izračunali su se slobodni novčani tijekovi poduzeću (FCFF) kako je dano u tablici 14.

Tablica 14.*Izračun slobodnih novčanih tijekova poduzeću (FCFF)*

Slobodni novčani tok (FCFF)	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EBIT	4.333,8	4.609,0	6.124,8	7.422,2	8.717,3	10.099,3	11.802,8
<i>EBIT marža (%)</i>	<i>18,26%</i>	<i>16,43%</i>	<i>18,58%</i>	<i>19,50%</i>	<i>20,00%</i>	<i>20,31%</i>	<i>20,84%</i>
NOPAT = EBIT x (1-Porezna stopa)	3.384,0	3.515,3	5.022,3	6.086,2	7.148,2	8.281,4	9.678,3
(+) Amortizacija	2.963,9	3.239,3	3.547,0	3.876,9	4.221,9	4.593,5	4.988,5
(-) Povećanje / (+) Smanjenje neto radnog kapitala	- 192,4	- 267,1	- 366,7	- 386,6	- 435,8	- 498,3	- 518,8
(-) Povećanje / (+) Smanjenje ulaganja u dugotrajnu imovinu (CAPEX)	- 2.738,3	- 3.287,0	- 3.929,8	- 4.612,6	- 5.331,2	- 6.131,4	- 7.004,5
Slobodni novčani tijek poduzeću (FCFF)	3.417,5	3.200,4	4.272,8	4.963,9	5.603,2	6.245,3	7.143,6

Izvor: Izrada autora

Diskontiranjem slobodnih novčanih tijekova poduzeću dolazi se do vrijednosti operativne imovine poduzeća (EV), kako će se vrednovati u nastavku.

4.2. Vrednovanje metodom diskontiranih novčanih tijekova

Prije nego se diskontiraju slobodni novčani tijekovi poduzeću, potrebno je odrediti samu diskontnu stopu određenu prosječnim ponderiranim troškom kapitala, tzv. WACC-om. Za izračun **troška duga** uzela se efektivna kamatna stopa na dug poduzeća koji se računa kada se iznos kamata podijeli od iznosa ukupnih dugova, te je on u 2022. i 2023. godini iznosio 3,09% (Ilirija d.d., 2024a). Kada se od navedene kamatne stope oduzme porezna stopa od 18%, dobije se trošak duga nakon oporezivanja u iznosu od 2,53%.

Pri izračunu **troška kapitala**, prvo bi se trebala uzeti bezrizična stopa povrata. U slučaju Ilirije d.d. uzela se hrvatska desetogodišnja obveznica od 3,35% (World Government Bonds, 2024). Za izračun bete imovine i bete glavnice uzeti su podaci od Damodarana za europsko tržište kapitala te su se ponderirali za udio u poslovnim prihodima svakog od segmenata koji su se klasificirali prema Damodaranim približno pripadajućim industrijama, kako slijedi u tablici 15.

Tablica 15.

Beta glavnice i imovine ponderirani za udio u poslovnim prihodima segmenata

Segment	Udio u poslovnim		Beta glavnice tržišta za	Beta imovine tržišta za
	prihodima	Industrija	odabrani segment	odabrani segment
Hotelijerstvo	32,17%	Hoteli/Kockanje	1,2	0,95
Nautika	29,89%	Brodogradnja i marine	0,97	0,72
Kamping	26,69%	Hoteli/Kockanje	1,2	0,95
Ilirija Travel	3,78%	Hoteli/Kockanje	1,2	0,95
City Galleria	7,33%	Nekretnine (Operacije i usluge)	0,83	0,43
Ostali profitni centri	0,15%	Ukupno tržište	1	0,62
Ukupno	100,00%	-	1,10	0,84

Izvor: Izrada autora prema podacima Ilirije d.d. (2024), <https://ilirijabiograd.com/o-nama/izvjesca-o-poslovanju>, i Damodarana (2024), https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Kada se odredila beta imovine tržišta, pomoću D/E omjera Ilirije d.d. se izračunala beta glavnice poduzeća, kako je dano u sljedećem izračunu (Formula 23.).

$$\text{Beta glavnice poduzeća} = \text{Beta imovine tržišta} * (1 + (1 - t_p) * [D/E]_p) = 0,84 * (1 + (1 - 0,18) * 0,2856) = 1,04 \quad (23)$$

Izračunata beta glavnice poduzeća u kombinaciji svojih segmenata pokazuje da se cijena dionice Ilirije d.d. u prosjeku pomiče približno s pomakom europskog tržišta u odabranim segmentima, što pokazuje da je Društvo gotovo pa jednako volatilno kao i tržište (The Investopedia Team, 2021), i to zahvaljujući iznimno diversificiranom portfelju različitih segmenata. Dalje, za premiju na rizik kapitala (ERP), koja predstavlja razliku tržišnog (R_m) i bezrizičnog povrata (R_f), uzela se stopa za hrvatsko tržište, koja prema Country Default Spreads and Risk Premiums iznosi 7,38% za zadnje procijenjeno razdoblje (Damodaran, 2024).

U izračunu WACC-a, iako bi se generalno trebao uzeti *ciljani* omjer kojem bi kompanija teoretski trebala konvergirati u dugom roku, s obzirom na to da je Ilirija kroz godine postupno smanjivala D/E omjer sa otprilike 33% u 2019. na 28% u 2023., što je shodno ciljevima kompanije da održi kapitalnu i financijsku stabilnost, u periodu promatranih projekcija 2024.-2028. se uzeo trenutni D/E omjer, dok se onda za period stabilnog rasta u nedogled (terminalni rast) uzeo *ciljani* D/E omjer, a nakon čega se dobio i ciljani WACC. Svi podaci korišteni za izračun WACC-a dani su u tablici 16.

Tablica 16.

Izračun WACC-a

WACC	2024. - 2028.	TV
Kd - TROŠAK DUGA (post tax)	Period promatranih projekcija	Period stabilnog rasta
Trošak duga prije poreza	3,09%	3,09%
Porezna stopa	18,00%	18,00%
Trošak duga nakon oporezivanja	2,53%	2,53%
Ke - TROŠAK KAPITALA	Period promatranih projekcija	Period stabilnog rasta/Terminalni rast
Bezrizična stopa povrata 10yr HR (Rf)	3,35%	3,35%
Beta levered (glavnice)	1,04	1,13
Beta unlevered (imovine)	0,84	0,84
Premija rizika za ulaganje u dionice u HR (ERP)	7,38%	7,38%
Očekivani povrat na ulaganje u dionice u HR (Rm)	10,7%	10,7%
Trošak financiranja vlastitim kapitalom	11,0%	11,7%
KAPITALNA STRUKTURA		
Dug	15.169.952	
Glavnica	53.114.266	
D/E omjer	Trenutni D/E omjer	Ciljani D/E omjer
D/E	28,56%	42,16%
Dug	22,22%	29,66%

Glavnica	77,78%	70,34%
WACC	9,14%	8,99%

Izvor: Izrada autora

Nakon što se odredio WACC, slobodni novčani tijekovi poduzeću (FCFF) su se sveli na sadašnju vrijednost pomoću diskontnih faktora kako bi se dobila vrijednost operativne imovine poduzeća, prikazano tablicom 17.

Tablica 17.

Vrijednost slobodnih novčanih tijekova svedenih na sadašnju vrijednost

tis. EUR	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	TV
Slobodni novčani tijek poduzeću (FCFF)	3.417,5	3.200,4	4.272,8	4.963,9	5.603,2	6.245,3	7.143,6	7.286,5
<i>Stabilna stopa rasta</i>								2,0%
Terminalna vrijednost								106.253,4
<i>Diskontni faktor</i>			0,92	0,84	0,77	0,70	0,65	0,59
Diskontirani slobodni novčani tijek poduzeću (NPV FCFF)			3.915,4	4.167,4	4.310,2	4.401,8	4.613,4	62.873,6
Vrijednost operativne imovine (EV)	84.281,4							

Izvor: Izrada autora

Iako nije podložno metodi diskontiranih novčanih tijekova, neoperativna imovina (NOI) čini neosporni dio koji se treba uzeti kako bi se izračunala cjelokupna vrijednost firme (FV). Neoperativni dio imovine Ilirije d.d. čine dva zemljišta u Svetom Filipu i Jakovu te po jedno zemljište u Biogradu na Moru i Polači (Ilirija d.d., 2024a). Za izračun njihove vrijednosti uzete su se prosječne cijene po kvadratnom metru realizirane prema Izvješću o tržištu nekretnina za 2023. godinu za područje Zadarske županije (Zadarska županija, 2024), što je dano u tablici 18.

Tablica 18.

Vrijednost neoperativne imovine (NOI) Ilirije d.d.

Vrsta imovine	Lokacija	Broj kvadratnih metara (m ²)	Prosječna cijena po m ² (EUR)	Vrijednost (EUR)
Zemljište	Sv. Filip i Jakov	20.000,0	95,04	1.900.800,0
Zemljište	Sv. Filip i Jakov	9.600,0	95,04	912.384,0
Zemljište	Biograd na Moru	25.000,0	106,04	2.651.000,0
Zemljište	Polača	25.000,0	5,97	149.250,0
Ukupno	-	79.600,0	-	5.613.434,0

Izvor: Izrada autora

Na kraju, zbrajanjem operativne (EV) i neoperativne (NOI) imovine konačno se dobiva vrijednost firme (FV) te korekcijom za vrijednost neto duga dolazi se do vrijednosti glavnice, te njenim dijeljenjem za broj dionica računa vrijednost jedne dionice, što je dano u tablici 19.

Tablica 19.

Vrijednost poduzeća, vlasničkog kapitala i dionice Ilirije d.d.

tis. EUR	
Vrijednost operativne imovine (EV)	84.281,43
(+) Vrijednost neoperativne imovine (NOI)	5.613,43
Vrijednost firme (FV)	89.894,86
(-) Neto dug	3.195,37
Vrijednost vlasničkog kapitala	86.699,5
Broj dionica (tis.)	2.413,49
Ciljana cijena dionice (DCF metoda)	35,92

Izvor: izrada autora

Na kraju, koristeći DCF metodu došlo se do cijene jedne dionice od **35,92** EUR, što je ciljano jednogodišnje očekivano povećanje cijene u odnosu na **25,80** EUR za 39,22%.

Unatoč dobivenom rezultatu, u nastavku slijedi analiza osjetljivosti koja pruža bolji uvid u cijenu dionice u slučaju pretpostavke drugih iznosa nezavisnih varijabli koje bi mogle utjecati na vrijednost glavnice.

4.3. Analiza osjetljivosti

Zbog toga što terminalna vrijednost (TV) u slučaju Ilirije d.d. čini otprilike tri četvrtine ukupne vrijednosti operativne imovine pri jedinstvenom iznosu *TV WACC-a* i *stabilnoj stopi rasta*, u nastavku se odradila analiza osjetljivosti koja pruža bolju sliku o tome kolika bi **cijena dionice** bila da inputi u *terminalnom vremenu* odstupaju u svojim vrijednostima u slučaju da se odaberu druge stope za njihov izračun, pri čemu su se navedene varijable stavile u odnos kako bi se prikazale druge moguće vrijednosti dionice, što je dano u tablici 20.

Tablica 20.

Analiza osjetljivosti cijene dionice pomoću TV WACC i stabilne stope rasta

Ciljana cijena dionice		TV WACC				
		6,99%	7,99%	8,99%	9,99%	10,99%
Stabilna stopa rasta	1,00%	39,70	35,43	32,23	29,75	27,76
	1,50%	42,74	37,67	33,96	31,13	28,89
	2,00%	46,39	40,29	35,94	32,68	30,14
	2,50%	50,85	43,39	38,23	34,44	31,55
	3,00%	56,44	47,11	40,89	36,45	33,13

Izvor: Izrada autora

Vidljivo je da je središnja procijenjena vrijednost upravo dobivena ciljana cijena dionice. Ako analitičar uvidi da bi stabilna stopa rasta trebala biti viša i/ili WACC u terminalnoj fazi niži, onda bi ciljana cijena dionice trebala generalno biti viša, što je u tablici 20. označeno u zazelenjenim poljima. Alternativno, crvena polja prikazuju kombinacije WACC-a i stabilne stope rasta koje ne idu u korist ciljanoj cijeni dionice te su takve vrijednosti niže od ciljane cijene dionice.

U slučaju da se odabiru druge stope WACC-a i stabilne stope rasta, analiza osjetljivosti može biti dobar vodič o tome koliko bi njihova promjena utjecala na promatrani rezultat, u ovom slučaju na ciljanu cijenu dionice.

Osim analize osjetljivosti, analiza scenarija pokazuje kako više neizvjesnih input varijabli utječu na cijenu dionice Ilirije d.d.

4.4. Analiza scenarija

Za analizu scenarija izvršena je Monte Carlo simulacija koja uzima input varijable za koje se vjeruje da su iznimno neizvjesne te koje bi imale najveći utjecaj na promjenu output varijable, u ovom slučaju ciljane cijene dionice. Pretpostavljena je varijabilnost rasta prihoda zbog velike ovisnosti o gospodarskim ciklusima te geopolitičkom stanju zemalja u okolini koji su uvelike nepredvidivi te se uzeo prosjek i standardna devijacija koji su uključivali proteklih pet razdoblja, kao i projiciranih pet razdoblja u baznom rezultatu radi veće korekcije standardne devijacije koja je bila iznimno visoka zbog pandemijskih i post-pandemijskih učinaka upravo na rast prihoda, a umanjena je i za dodatnih 5 p.p. jer autor ne očekuje velike pritiske na prihode u srednjem roku, pa zato standardna devijacija iznosi 16,42%. EBITDA marža je uzeta zbog mogućih šokova rasta troškova koji su se događali u prethodnih pet godina (kao što su povećanje cijene rada i energije), a uz manje dobivene varijabilnosti u istom razdoblju su se uzele amortizacija, promjena radnog kapitala te investicije (CAPEX), c.p. Sve navedene stavke su normalno distribuirane, pri čemu su očekivane mjere i standardne devijacije promatrane stavke dane u tablici 21.

Tablica 21.

Input varijable Monte Carlo simulacije

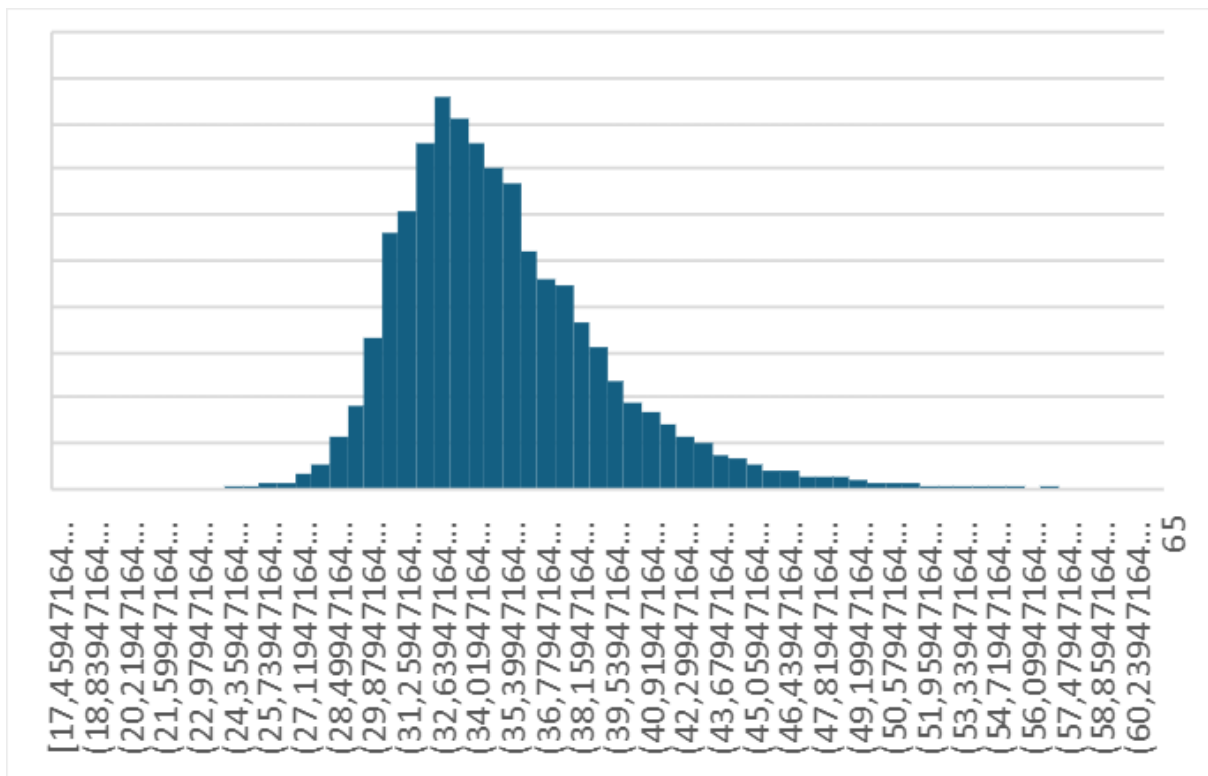
Vrsta	Očekivana mjera	Standardna devijacija
Rast poslovnih prihoda	12,78%	16,42%
EBITDA marža (%)	29,76%	4,96%
Amortizacija (% posl. ph.)	9,02%	0,37%
Promjena neto radnog kapitala (% posl. ph.)	-6,48%	0,29%
CAPEX (% posl. ph.)	-11,50%	1,89%

Izvor: Izrada autora

Navedene mjere su se provele kroz deset tisuća iteracija prema različitim razinama vjerojatnosti kako bi se dobio interval najčešćih prikaza vrijednosti ciljane cijene dionice na histogramu, kako je prikazano na grafičkom prikazu 18.

Grafički prikaz 18.

Histogram najčešće dobivenih ciljanih cijena dionice



Izvor: Izrada autora

Monte Carlo simulacija u ovom slučaju pokazuje da je najčešće dobiveni interval ciljane cijene dionice od 32,64 do 33,33, što također implicira na potencijal rasta vrijednosti dionice. Svi dobiveni statistički rezultati dani su u tablici 22.

Tablica 22.

Statistički rezultati Monte Carlo simulacije

Ciljana cijena dionice	
Aritmetička sredina	35,37
Standardna devijacija	4,3
Median	34,59
Min.	17,46
Max.	61,04
Asimetričnost	1,22
Kurtoza	2,70

Izvor: Izrada autora

Srednja dobivena vrijednost aritmetičkom sredinom iznosi 35,37 EUR, što pokazuje da bi ciljana cijena dionice trebala biti otprilike u skladu s cijenom dobivenom DCF metodom. Dodatno, dobivena distribucija je pozitivno asimetrična, pri čemu je median niži od aritmetičke sredine što indicira da bi cijena dionice trebala imati tendenciju češće blago nižih rezultata, nego viših. Za dodatno potvrđivanje cijene uzele su se tržišne vrijednosti metodom usporednih kompanija, što će se u nastavku obraditi.

4.5. Vrednovanje metodom usporednih kompanija

Glavni kriteriji pri odabiru poduzeća za usporedbu s Ilirijom d.d. bili su geografska pozicioniranost na području Republike Hrvatske te poslovanje u istom sektoru (turizam), a razlog tomu se nalazi u činjenici da sve kompanije dijele iste pokretače rasta, pri čemu su to najvećim dijelom potražnja od turista koja generira broj dolazaka i broj ostvarenih noćenja, isto tako i broj prodanih smještajnih jedinica, poslovne prihode te i ostale (poslovne) prihode. Također, odabrane su četiri kompanije, od čega su dvije koje su prema tržišnoj kapitalizaciji manje i dvije veće od Ilirije d.d., te su im se izračunali multiplikatori kapitala i multiplikatori poduzeća prema podacima dobivenim na kraju zadnje fiskalne godine, u ovom slučaju 2023., kako multiplikatori ne bi ostvarivali ekstremne vrijednosti zbog velike fluktuacije između turističkih i izvansezonskih, tj. kvartalnih rezultata poslovanja. U tablici 23. dani su tržišni podaci za zadnji dan 2023. godine.

Tablica 23.

Tržišni podaci za odabrane usporedne kompanije i Iliriju d.d.

mil. EUR, 31.12. 2023.		Tržišni podaci	
Kompanija	P (EUR)	Tržišna kapitalizacija	EV
Valamar Riviera d.d.	4,72	594,8	951,2
Plava Laguna d.d.	342,00	751,6	720,0
Ilirija d.d.	326,00	98,7	131,5
Medora Hoteli i Ljetovališta d.d.	1,80	14,2	14,8
Jadran d.d.	1,59	44,5	106,1

Izvor: ZSE (2024), <https://zse.hr/hr/cijene-vrijednosnih-papira/36>

Isto tako, za dobivanje multiplikatora uzeti su financijski podaci za pripadajuća društva, kako je dano u tablici 24.

Tablica 24.*Financijski podaci za odabrane usporedne kompanije i Iliriju d.d.*

Kompanija	Financijski podaci				
	Poslovni prihodi (S)	Norm. EBITDA	EBIT	Zarada (E)	Knj. v. (B)
Valamar Riviera d.d.	372,2	109,4	42,4	33,7	446,8
Plava Laguna d.d.	233,0	86,7	54,3	47,2	323,5
Ilirija d.d.	58,8	13,4	2,5	1,4	69,5
Medora Hoteli i Ljetovališta d.d.	11,5	3,8	2,7	1,6	37,7
Jadran d.d.	35,3	5,2	5,0	2,7	69,4

Izvor: Izrada autora prema financijskim izvještajima kompanija

Za svakog od multiplikatora izračunati su prosjeci ponderirani za svoje pripadajuće tržišne podatke, pa su tako multiplikatori kapitala (P/S, P/E i P/B) ponderirani za tržišnu kapitalizaciju, dok su se multiplikatori poduzeća (EV/EBITDA i EV/EBIT) ponderirali za pripadajuće vrijednosti poduzeća (EV). Dodatno su se obradili i medijani koji otklanjaju ekstremne vrijednosti, te su rezultati dani u tablici 25.

Tablica 25.*Usporedna poduzeća Ilirije d.d.*

Kompanija	Multiplikatori				
	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT
Valamar Riviera d.d.	1,6	17,7	1,3	8,7	22,4
Plava Laguna d.d.	3,2	15,9	2,3	8,3	13,3
Ilirija d.d.	2,2	17,4	1,2	8,3	14,2
Jadran d.d.	1,3	16,3	0,6	20,4	21,3
Medora Hoteli i Ljetovališta d.d.	1,2	8,7	0,4	3,9	5,6
Ponderirani prosjek (w = Trž. kap.)	2,4	16,6	1,8	-	-
Ponderirani prosjek (w = EV)	-	-	-	9,2	18,4
Medijan	1,6	16,3	1,2	8,3	14,2

Izvor: Izrada autora prema financijskim izvještajima kompanija

Kad su se svi pripadajući ponderirani i medijanizirani multiplikatori pomnožili za odgovarajuće financijske podatke Ilirije d.d., dobiveni su sljedeći rezultati ciljanih cijena dionice Društva (tablica 26.):

Tablica 26.*Dobivene vrijednosti poduzeća i glavnice prema multiplikatorima*

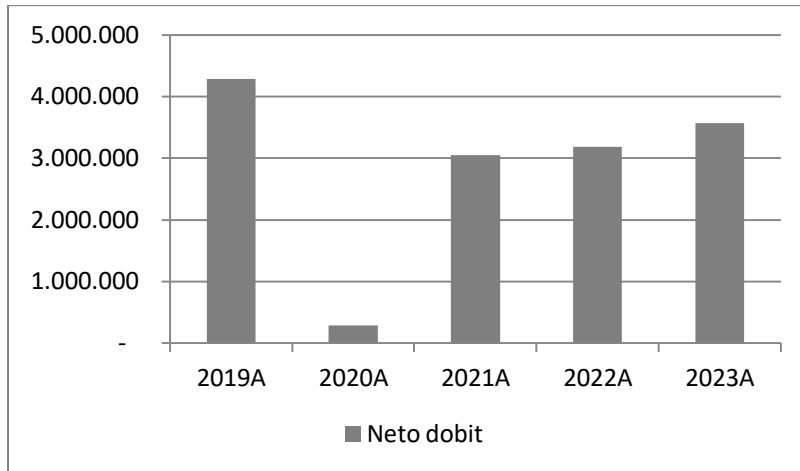
MULTIPLIKATORI PODUZEĆA	Medijan	Ponderirani prosjek (w = EV)
EV = EV/EBITDA * EBITDA (mil EUR)	65,5	71,9
(-) Neto dug (mil. EUR)	3,2	3,2
Tržišna vrijednost glavnice (mil. EUR)	62,3	68,7
(/) Broj dionica (mil.)	2,41	2,41
Ciljana cijena dionice (EUR)	25,8	28,5
EV = EV/EBIT * EBIT (mil EUR)	65,5	84,8
(-) Neto dug (mil EUR)	3,2	3,2
Tržišna vrijednost glavnice (mil EUR)	62,3	81,6
(/) Broj dionica (mil.)	2,41	2,41
Ciljana cijena dionice (EUR)	25,8	33,8
MULTIPLIKATORI GLAVNICE	Medijan	Ponderirani prosjek (w = Trž. kap.)
Vrijednost glavnice = P/S * Prihodi (S)		
(mil EUR)	44,8	68,6
(/) Broj dionica (mil.)	2,41	2,41
Ciljana cijena dionice	18,6	28,4
Vrijednost glavnice = P/E * Zarada (E)		
(mil EUR)	58,2	59,4
(/) Broj dionica (mil.)	2,41	2,41
Ciljana cijena dionice	24,1	24,6
Vrijednost glavnice = P/B * Vrijednost knj. glavnice (B) (mil EUR)	84,9	62,3
(/) Broj dionica (mil.)	2,41	2,41
Ciljana cijena dionice	35,2	25,8

Izvor: Izrada autora prema financijskim izvještajima kompanija

Za izračun tržišne vrijednosti glavnice, a samim time i ciljane vrijednosti dionice koristeći metodu usporedivih poduzeća, autor smatra da je najreprezentativniji multiplikator P/E, zbog toga što je Ilirija d.d. u prethodnim godinama imala izrazito stabilan rast neto dobiti izuzev pandemijske 2020. godine (Grafički prikaz 19.), pa bi samim time i P/E omjer trebao biti relativno predvidiviji omjer od drugih.

Grafički prikaz 19.

Neto dobit Ilirije d.d. (2019A-2023A)



Izvor: Izrada autora prema financijskim izvještajima Ilirije d.d.

Dodatno, medijan i ponderirani prosjek multiplikatora P/E su gotovo pa isti (24,1 EUR i 24,6 EUR), pri čemu se dala prednost medijanu, jer on otklanja utjecaj ekstremnih vrijednosti u slučaju da takve postoje, pa stoga odabrani P/E multiplikator iznosi **16,3**, te je ciljane cijena dionice **24,10 EUR**.

Da su se, za razliku od multiplikatora P/E, uzeli multiplikatori poduzeća (EV/EBITDA i EV/EBIT), onda bi se ponajprije trebala dobiti vrijednost poduzeća (EV). Izračunata EV bi tada prema odabranim medijanima multiplikatora poduzeća bila jednaka trenutačnoj vrijednosti Ilirije d.d. zbog toga što njezini multiplikatori poduzeća već „upadaju“ kao srednja medijalna vrijednost, dok bi prema ponderiranom prosjeku multiplikatora EV bila iznimno visoka jer velike kompanije imaju znatno veći udio neto duga za razliku od Ilirije d.d. koja ima tendenciju smanjenja neto duga, što dodatno „napuhuje“ razmatrani EV, pa tako i ciljanu cijenu dionice koja bi bila previsoka. Alternativno, tržišna vrijednost glavnice dobivena drugim multiplikatorima glavnice (P/S i P/B) prikazuje velike razlike između odgovarajućih medijana i ponderiranih prosjeka, pa zbog takvih varijabilnosti se nisu uzele za vrednovanje tržišne vrijednosti glavnice.

4.6. Utvrđivanje intrinzične vrijednosti i završna preporuka

Kada se izračunala ciljana cijena dionice koristeći metodu diskontiranih novčanih tijekova i metodu usporednih poduzeća, onda su se ti rezultati uzeli u kombinaciju pri odabranim udjelima, pri čemu se dobila jasnija slika o cijeni dionice. Autor je dao omjer pondera 70%:30% između ciljane cijene dobivene DCF metodom i one dobivene metodom usporednih poduzeća s tržišta, stoga je finalna preporučena intrinzična cijena dana u tablici 27.

Tablica 27.

Izračun intrinzične cijene Ilirije d.d.

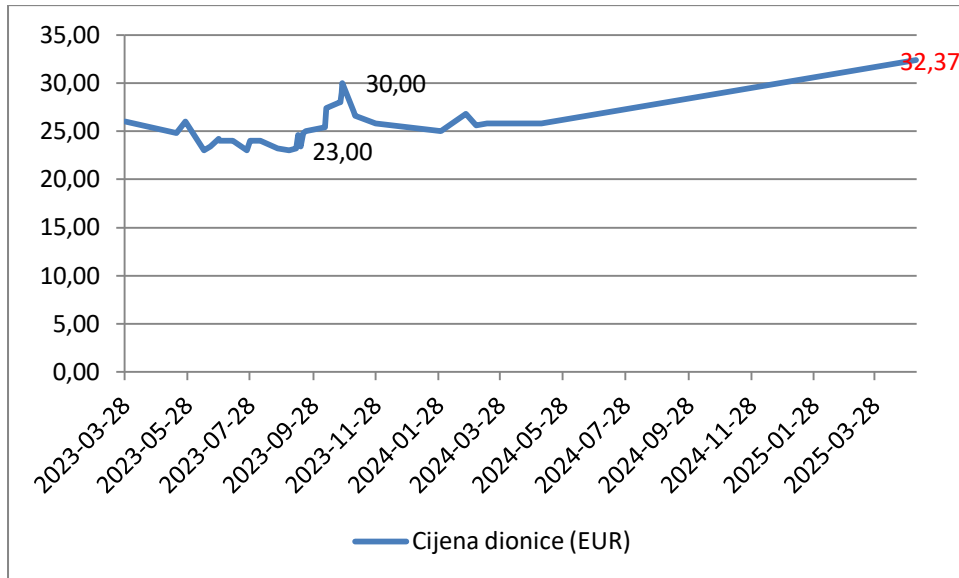
	DCF metoda	Metoda usporednih poduzeća
Ponder	0,7	0,3
Ciljana cijena	35,92	24,10
Ukupna ciljana cijena dionice (EUR)		32,37

Izvor: Izrada autora

Ciljana cijena dionice za sljedećih godinu dana uznosi 32,37 EUR te predstavlja 25,47% povećanja cijene dionice u odnosu na promatranu cijenu od 25,80 EUR. Najviša postignuta cijena u razdoblju od ulaska u eurozonu 2023. godine je 30,00 EUR, dok je najniža 23,00 EUR. Navedeni raspon postignutih cijena na Zagrebačkoj burzi uz ciljanu cijenu prikazan je na grafičkom prikazu 20.

Grafički prikaz 20.

Ostvarene cijene i ciljane cijena dionice Ilirije d.d.



Izvor: Izrada autora

Kao finalna preporuka o tome treba li se dionica kupiti, zadržati ili prodati, navedeni rezultat pozitivnog rasta cijene dionice od 25,47% implicira kupnju. Poboljšanje makroekonomskih uvjeta u okolini koji bi rezultirali većim prihodima u segmentima Ilirije d.d., kao i stabilizacije troškova glavnih stavki bi trebali za efekt stvoriti bolje izgleda da tržište percipira kompaniju kao onu s dobrim izgledima rasta. S druge strane, primijećena je relativna nelikvidnost dionica koja se dokazuje neučestalim brojem transakcija na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od ožujka do srpnja 2024. godine pri kojoj se ne pokazuje gotovo nikakva razina trgovanja (Zagrebačka burza, 2024). Dodatno, neizvjesnost oko rezultata turističke sezone, pogotovo prema broju dolazaka turista i njihovih noćenja, zajedno s pritiskom na prosječne prihode po ostvarenoj prodajnoj smještajnoj jedinici (ADR) i geopolitičkom nestabilnošću koja znatno utječe na stanje turizma i razinu troškova, autor preporučuje da se dionica Ilirije d.d. ne kupi ako ju se već ne posjeduje, dok ako se već posjeduje pozicija u Iliriji d.d., onda je najbolje pričekati rezultate sezone 2024. koji bi trebali dati jasniju sliku o daljnjem kretanju dionice u budućnosti.

5. ZAKLJUČAK

Vrednovanje kompanija može značajno pomoći u investicijskim odlukama osoba, te dobivanjem odgovarajuće ciljane cijene evaluira se povoljnost držanja dionica. U ovom radu pokušala se dokučiti intrinzična vrijednost dionice Ilirije d.d., kompanije koja posluje u turističkom sektoru, koja je rezultat samostalne procjene na osnovu očekivanja različitih varijabli koje ulaze u valuaciju, pri čemu se utvrdi ciljane cijena koja može odstupati od trenutne cijene pri kojoj kompanija kotira na burzi, a dobivena je koristeći metodu diskontiranih novčanih tijekova i tržišnih multiplikatora, te pokazuje mogućnost povećanja tržišne vrijednosti dionice u budućim razdobljima. Tri glavna pokretača rasta su se identificirala: rast broja dolazaka i noćenja unutar turističke sezone, blagi porast cijena u svim segmentima u kojima Ilirija d.d. djeluje i veća stabilizacija operativnih marži. Društvo posluje u više segmenta s različitim prospektima rasta, a time pokazuje visoku razinu diversificiranosti na području Biograda na Moru, Zadra i okolice.

Da bi se metoda diskontiranih novčanih tijekova primijenila, potrebno je predvidjeti buduće novčane tokove na način da se analizira više varijabli koje bi mogle direktno utjecati na kompaniju. Zbog toga se prvotno analizirala ekonomija i industrija u kojoj Ilirija d.d. posluje. U budućim razdobljima se pretpostavlja da će hrvatsko gospodarstvo nastaviti rasti, ponajprije zbog turizma i građevinarstva koji uzimaju visok udio u ekonomiji, a shodno tomu bi se potražnja za zaposlenicima zadovoljavala stranim radnicima, pri čemu bi rast cijene rada trebao biti manji za razliku od prethodnih godina. Također bi se za energente trebala očekivati stabilizacija cijena, pa bi time struktura troškova Ilirije d.d. trebala biti znatno povoljnija, sa bitno manjim odstupanjima u odnosu na prošla razdoblja, stoga se zaključuje da bi operativna marža trebala biti uvjerljivo prediktivnija. Zbog poslovnog modela Ilirije d.d. koji pokazuje visoku razinu diversificiranosti, projicirao se rast prihoda u svim segmentima poslovanja, ponajviše zbog očekivanja bolje turističke sezone koja je ujedno i najviše pridonosi vrijednosti Društva. Dodatno se koristila Monte Carlo simulacija koja je prikazivala rezultate rasta prema odabranim parametrima, što također potvrđuje potencijal više cijene dionice. Metodom tržišnih multiplikatora korigirala se intrinzična vrijednost kompanije da bi se došlo do ciljane cijene koja prikazuje ciljanu cijenu za 25,47% veću u odnosu na postignutu cijenu na Zagrebačkoj burzi. Ipak, zbog niske razine likvidnosti dionice kompanije, kao i postojećeg stanja makroekonomskih nestabilnosti, autor trenutno ne preporučuje kupnju dionice, ali ako ju se već posjeduje, neka ju se zadrži do rezultata turističke sezone, kada bi trebalo stvoriti jasniju sliku o budućim tržišnim očekivanjima za kompaniju.

Ovim radom su se obuhvatile metode i procesi procjene vrijednosti, što je za cilj imalo pokazati kako valuacija ima utjecaja na donošenje odluka i preporuka o tome treba li pojedinac kupiti, zadržati ili prodati dionicu. Vrednovanje nije egzaktna znanost, kao ni umijeće, već je u svojoj prirodi uvelike prediktivna disciplina koja se temelji na istinitim podacima o kompaniji i njezinom okruženju, te strateškom pogledu u budućnost koji je uvelike aproksimativan. Dobiveni rezultat procjene vrijednosti je informativnog i edukacijskog karaktera te ne služi kao investicijski savjet.

LITERATURA

- ACI. (28. rujna 2022). *Luksuzni nautički turizam kao jedan od recepata za budućnost*. Dohvaćeno iz ACI Marinas: <https://aci-marinas.com/hr/luksuzni-nauticki-turizam-kao-recept-za-buducnost/>
- Allman, T. (2024). *Is Valuation an Art or a Science?* Dohvaćeno iz Marriott & Co.: <https://marriottco.co.uk/is-valuation-an-art-or-a-science-by-thomas-allman-mrics/#/>
- Amoroso, S. (20. travnja 2023). *The Market Approach: Diving Into the Guideline Transaction Method*. Dohvaćeno iz Marcum LLP: <https://www.marcumllp.com/insights/market-approach-diving-into-the-guideline-transaction-method>
- Aneli, D. M. (17. lipnja 2024). *Europska središnja banka snizila kamatne stope, ali dužnici to neće osjetiti. Dio kredita će i – poskupjeti*. Dohvaćeno iz Novi List: <https://www.novilist.hr/novosti/gospodarstvo/europska-sredisnja-banka-snizila-kamatne-stope-ali-duznici-to-nece-osjetiti-dio-kredita-ce-i-poskupjeti/>
- Arena Hospitality Group d.d. (2024). *2023: Godišnje izvješće i financijski izvještaji*. Dohvaćeno iz Arena Hospitality Group: <https://www.arenahospitalitygroup.com/datastore/filestore/30/Godisnje-izvjesce-2023.pdf>
- Audet, J.-F. (13. listopada 2022). *3 Common Business Valuation Methods*. Dohvaćeno iz FL Fuller Landau: <https://flmontreal.com/3-common-business-valuation-methods/>
- Babić, I. (20. travnja 2018). *Milanovićev pajdo Siniša Petrović poveznica između Stipe Mesića, Kolinde i australsko-kanadske dijaspore*. Dohvaćeno iz 7Dnevno: <https://7dnevno.hr/nekategorizirano/milanovicev-pajdo-sinisa-petrovic-poveznica-između-stipe-mesica-kolinde-i-australsko-kanadske-dijaspore/>
- Babić, S. (2018). *Vrste revizorskih mišljenja*. Dohvaćeno iz Repozitorij završnih radova Veleučilišta RRiF: <https://repozitorij.rvs.hr/islandora/object/rvs%3A117/datastream/PDF/view>
- Beattie, A. (20. prosinca 2023). *Strategies of Legendary Value Investors*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/09/value-investing.asp>

- Beers, B. (10. rujna 2022). *How to Use Qualitative Factors in Fundamental Analysis*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/qualitative-factors-when-using-fundamental-analysis/>
- Beers, B. (30. kolovoza 2023). *Why Do Investors Use the S&P 500 as a Benchmark?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041315/what-are-pros-and-cons-using-sp-500-benchmark.asp>
- Bell, C. (26. rujna 2019). *What Does It Mean To Normalize Financial Statements?* Dohvaćeno iz Marcum LLP: <https://www.marcumllp.com/insights/what-does-it-mean-to-normalize-financial-statements>
- Bonini, S. (15. lipnja 2022). *Subjective Valuation and Target Price Accuracy*. Dohvaćeno iz World Scientific Publishing: <https://www.worldscientific.com/doi/pdf/10.1142/S2282717X22500050>
- Boyles, M. (21. lipnja 2022). *7 Financial Forecasting Methods to Predict Business Performance*. Dohvaćeno iz Harvard Business School Online: <https://online.hbs.edu/blog/post/financial-forecasting-methods>
- BSIC. (30. travnja 2023). *Equity Risk Premium, a predictor of future returns?* Dohvaćeno iz Bocconi Students Investment Club: <https://bsic.it/equity-risk-premium-a-predictor-of-future-returns/>
- Bulog, I., Pepur, S., & Rimac Smiljanić, A. (1. travnja 2022). *Women's Overload During Pandemic: Unpaid Care Work, Financial Well-Being, and Stress*. *Management*, 27 (1),123-150. <https://doi.org/10.30924/mjcmi.27.1.8>
- CFA Institute. (2024). *Equity Research Report Essentials*. Dohvaćeno iz CFA Institute: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/research-challenge/challenge/rc-equity-research-report-essentials.pdf>
- CFI Team. (2024). *H-Model*. Dohvaćeno iz Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/h-model/>
- Chan, R. W., & Lui, B. C. (siječnja 2011). *Chartwell Capital*. Dohvaćeno iz EV/EBIT Ratio: The Best of Both Worlds: <https://www.chartwell-capital.hk/wp-content/uploads/2011/08/EVEBITRatio.pdf>
- Chen, J. (21. lipnja 2021). *Deflationary Spiral: Overview and Examples in Government Spending*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/multistageddm.asp>

- Chen, J. (22. ožujka 2022). *Non-Operating Asset: Definition, Balance Sheet Place, and Example*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/n/nonoperatingasset.asp>
- Chen, J. (23. rujna 2023). *Dividend Discount Model (DDM) Formula, Variations, Examples, and Shortcomings*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/ddm.asp>
- Chen, J. (16. ožujka 2024a). *What Is Market Value, and Why Does It Matter to Investors?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/marketvalue.asp>
- Chen, J. (12. lipnja 2024b). *Revenue Per Available Room (RevPAR): Definition and Example*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/r/revpar.asp>
- Chen, P., & Zhang, K. (26. ožujka 2022). *Proceedings of the 2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2022)*. Dohvaćeno iz Atlantis Press: <https://www.atlantis-press.com/proceedings/icfied-22/125971561>
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (veljača 2008). *Liquidity and market efficiency*. Dohvaćeno iz ScienceDirect: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X07001833>
- Claywell, J. R. (4. siječnja 2023). *Is a Business Valuation an Art or Science?* Dohvaćeno iz J. Richard Claywell | Business Valuation | Forensic Accounting: <https://www.biz-valuation.com/is-a-business-valuation-an-art-or-science/>
- Cornell, B., & Damodaran, A. (19. ožujka 2020). *Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?* Dohvaćeno iz SSRN: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=302090085025002077076110000124026074002025091068053033075117069105123004122097029109058055107125012039009106026126110103109011055046044039085011127126118013104009089091102116022071023003117117083100090020105065>
- Cornell, B., & Damodaran, A. (12. veljače 2021). *Value Investing: Requiem, Rebirth or Reincarnation?* Dohvaćeno iz SSRN: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=693102115122095122015008125108009124025033010045057018088108120064104124106065117014024027057111007030003084069084014000121025011048088035048126121015024125097049061013017023064028083074071105122115004117005098>

Cornell, B., & Damodaran, A. (4. travnja 2022). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2022 Edition*. Dohvaćeno iz SSRN: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=599110006119017025097103025100110117063092005021001065087074076018066028125126107005050023002057007036006016100031103087117071037018087036085027119085010092099004001013081112002086115021112000107118119005118087>

Crnjak, M. (24. studenog 2022). *Turizam bez granica! Ulazak u Schengen 'nabildat' će potražnju i konkurentnost*. Dohvaćeno iz Poslovni dnevnik: <https://www.poslovni.hr/hrvatska/ulazak-u-schengen-nabildat-ce-potraznju-i-konkurentnost-4364454>

Dahlén, A. (12. lipnja 2019). *Combine valuation methods to unlock true value of a company*. Dohvaćeno iz Apollonian: <https://apollonian.com/news/combine-valuation-methods-to-unlock-true-value-of-a-company/>

Damodaran, A. (25. siječnja 2002). *Estimating Risk Free Rates*. Dohvaćeno iz NYU Stern School of Business: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfree.pdf>

Damodaran, A. (2005). *An Introduction to Valuation*. Dohvaćeno iz NYU Stern School of Business: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/approach.pdf>

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Hoboken: Wiley.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining Value of Any Asset*. Hoboken: Wiley.

Damodaran, A. (travnja 2016b). *The Cost of Capital: Swiss Army Knife of Finance*. Dohvaćeno iz NYU Stern School of Business: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/costofcapital.pdf>

Damodaran, A. (5. siječnja 2024). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Dohvaćeno iz NYU Stern Business School: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Dayman, M. (20. ožujka 2023). *How can Business Valuations Diverge so Widely?* Dohvaćeno iz Brady Ware: <https://bradyware.com/business-valuations-diverge-widely/>

Devey, M., Hitzelberger-Kijima, Y., & Cornelius, S. (23. svibnja 2023). *How does DEI (Diversity, Equity, Inclusion) fit into ESG?* Dohvaćeno iz Linklater:

<https://www.linklaters.com/insights/blogs/the-diversity-faculty-blog/2023/may/how-does-dei-diversity-equity-inclusion-fit-into-esg>

Dong, Y. (2018). *Enterprise Value Evaluation Based on FCF Model - A Case Analysis of*. Dohvaćeno iz Atlantis Press: <https://www.atlantis-press.com/proceedings/emehss-18/25891891>

Donnelly, S. (17. kolovoza 2023). *Sensitivity analysis vs scenario analysis: What's the difference?* Dohvaćeno iz Finance Alliance: <https://www.financealliance.io/sensitivity-analysis-vs-scenario-analysis/>

Downey, L. (12. travnja 2024). *Efficient Market Hypothesis (EMH): Definition and Critique*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/e/efficientmarkethypothesis.asp>

DZS. (2024). *Dolasci i noćenja turista*. Dohvaćeno iz Državni zavod za statistiku: <https://podaci.dzs.hr/podaci/turizam/>

eZadar. (8. travnja 2024). *MICE turizam snažno potiče razvoj Hrvatske kao cjelogodišnje destinacije*. Dohvaćeno iz eZadar: <https://ezadar.net.hr/biznis/4440189/mice-turizam-snazno-potice-razvoj-hrvatske-kao-cjelogodisnje-destinacije/>

eZadar.hr. (5. listopada 2017). *Ilirija potpisala Povelju raznolikosti Hrvatske*. Dohvaćeno iz eZadar: <https://ezadar.net.hr/dogadaji/2730485/ilirija-potpisala-povelju-raznolikosti-hrvatske/>

Fernández, P. (prosinca 2006). *Equity Premium: Historical, Expected, Required and Implied*. Dohvaćeno iz IESE Business School: <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0661-E.pdf>

Fernando, J. (30. ožujka 2020). *Market Approach: Definition and How It Works to Value an Asset*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/market-approach.asp>

Fernando, J. (9. veljače 2024a). *P/E Ratio Definition: Price-to-Earnings Ratio Formula and Examples*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

Fernando, J. (12. ožujka 2024b). *Price/Earnings-to-Growth (PEG) Ratio: What It Is and the Formula*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/pegratio.asp>

Fernando, J. (27. veljače 2024c). *Price-to-Book (PB) Ratio: Meaning, Formula, and Example*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>

- Gaurav, S. (29. prosinca 2023). *Oil Ends 2023 Trading Down 11% And Lacking Very Many Upsides For 2024*. Dohvaćeno iz Forbes: <https://www.forbes.com/sites/gauravsharma/2023/12/29/oil-ends-2023-trading-down-11-and-lacking-very-many-upside-for-2024/>
- Goldman Sachs. (8. siječnja 2024). *Oil prices may be soft in 2024 amid surprisingly ample supply*. Dohvaćeno iz Goldman Sachs: <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/oil-prices-may-be-soft-in-2024-amid-surprisingly-ample-supply.html>
- Grzunov, A. (28. ožujka 2024). *ESG i obveze i prilike u izvještavanju o održivosti*. Dohvaćeno iz Ministarstvo turizma i sporta: https://mint.gov.hr/UserDocsImages/2022_odrzivi_web/3__240404_ESG.pdf
- Hargrave, M. (27. listopada 2020). *Average Daily Rate (ADR): Definition, Calculation, Examples*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/a/average-daily-rate.asp>
- Hargrave, M. (25. siječnja 2024a). *Weighted Average Cost of Capital (WACC): Definition and Formula*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>
- Hargrave, M. (31. svibnja 2024b). *Price-to-Sales (P/S) Ratio: What It Is, Formula To Calculate It*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-salesratio.asp>
- Harper, D. R. (20. svibnja 2024). *Forces That Move Stock Prices*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/basics/04/100804.asp>
- Harrington, J. P. (30. lipnja 2022). *Valuation Handbook — International Guide to Cost of Capital*. Dohvaćeno iz CFA Institute: <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/industry-research/igcc-summary-edition-2022.pdf>
- Hayes, A. (27. svibnja 2022). *What Is an Inefficient Market? Definition, Effects, and Example*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/inefficientmarket.asp>
- Hayes, A. (1. rujna 2023a). *Value Investing Definition, How It Works, Strategies, Risks*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/v/valueinvesting.asp>
- Hayes, A. (14. prosinca 2023b). *Scenario Analysis: How It Works and Examples*. Dohvaćeno iz Investopedia: https://www.investopedia.com/terms/s/scenario_analysis.asp
- Hayes, A. (31. svibnja 2024a). *Free Cash Flow to the Firm (FCFF): Examples and Formulas*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>

- Hayes, A. (30. svibnja 2024b). *Gordon Growth Model (GGM) Defined: Example and Formula*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/g/gordongrowthmodel.asp>
- Hayes, A. (30. svibnja 2024c). *Cost of Debt: What It Means and Formulas*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/costofdebt.asp>
- Hayes, A. (24. siječnja 2024d). *What Is the Risk-Free Rate of Return, and Does It Really Exist?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/r/risk-freerate.asp>
- HGK. (9. travnja 2024a). *Hrvatska gradi imidž premium destinacije*. Dohvaćeno iz HGK: <https://hgk.hr/hrvatska-gradi-imidz-premium-destinacije>
- HGK. (2024b). *Gospodarski profil Zadarske županije*. Dohvaćeno iz HGK: <https://www.hgk.hr/zupanijska-komora-zadar/gospodarski-profil-zadarske-zupanije>
- HINA. (28. svibnja 2024a). *Glavina: Hrvatski turizam ima impresivne rezultate; očekujemo uspješnu i 2024*. Dohvaćeno iz Vlada Republike Hrvatske: <https://vlada.gov.hr/vijesti/glavina-hrvatski-turizam-ima-impresivne-rezultate-ocekujemo-uspjesnu-i-2024/42488>
- HINA. (28. svibnja 2024b). *Putin prijeti eskalacijom u Europi: 'Male zemlje trebale biti svjesne onoga što rade...'*. Dohvaćeno iz Jutarnji List: <https://www.jutarnji.hr/vijesti/svijet/putin-prijeti-eskalacijom-u-europi-male-zemlje-trebale-bit-svjesne-onoga-sto-rade-15465720>
- HNB. (27. lipnja 2022a). *Utjecaj rata u Ukrajini na inflaciju potrošačkih cijena*. Dohvaćeno iz HNB: https://www.hnb.hr/javnost-rada/rat-u-ukrajini/html/-/asset_publisher/lwOTLx5fWZDC/content/utjecaj-rata-u-ukrajini-na-inflaciju-potrosackih-cijena
- HNB. (19. svibnja 2022b). *Koristi od uvođenja eura znatno veće od troškova*. Dohvaćeno iz HNB: <https://www.hnb.hr/-/koristi-od-uvodjenja-eura-znatno-vece-od-troskova>
- HNB. (prosina 2023). *Makroekonomska kretanja i prognoze br.15*. Dohvaćeno iz HNB: https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=430396a0-6e21-0217-1e91-041409d7d0be&groupId=20182&p_auth=cuBVHdAv
- HNB. (lipnja 2024a). *Makroekonomska kretanja i prognoze br.16*. Dohvaćeno iz HNB: https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=80c3fb52-fc71-61c0-8a46-951eabe7360b&groupId=20182&p_auth=cuBVHdAv

- HNB. (10. svibnja 2024b). *Nedostatak radne snage i dalje je hrvatski i europski problem*. Dohvaćeno iz HNB: <https://www.hnb.hr/-/nedostatak-radne-snage-i-dalje-je-hrvatski-i-europski-problem>
- HTZ. (prosinca 2023). *Godišnji program rada za 2024. godinu*. Dohvaćeno iz HTZ: <https://www.htz.hr/sites/default/files/2023-12/Godi%C5%A1nji%20program%20rada%20za%202024.%20godinu.pdf>
- HTZ. (28. svibnja 2024). *Glavina: Hrvatski turizam ima impresivne rezultate; očekujemo uspješnu i 2024.* Dohvaćeno iz HTZ: <https://vlada.gov.hr/vijesti/glavina-hrvatski-turizam-ima-impresivne-rezultate-ocekujemo-uspjesnu-i-2024/42488>
- Ilirija d.d. (30. lipnja 2023). *Izveštaj o održivosti za 2023. godinu*. Dohvaćeno iz Ilirija Biograd: <https://storage.googleapis.com/bidstorage/ilirija/ilirija-d-d--Izvjestaj-o-odrzivosti-2022-649e95bfb8638.pdf>
- Ilirija d.d. (26. veljače 2024). *Godišnje izvješće za 2023. godinu*. Dohvaćeno iz Ilirija Biograd: <https://storage.googleapis.com/bidstorage/ilirija/ilirija-dd-godisnje-izvjesce-za-2023-godinu-final-65dc8e621bc01.pdf>
- International Energy Agency. (lipnja 2024). *Oil 2024*. Dohvaćeno iz IEA: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/493a4f1b-c0a8-4bfc-be7b-b9c0761a3e5e/Oil2024.pdf>
- International Valuation Standards Council. (7. travnja 2016). Dohvaćeno iz IVSC: <https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2021/10/IVS105ValuationApproaches.pdf>
- Kagan, J. (25. ožujka 2022). *Net Operating Profit After Tax (NOPAT) Definition and Formula*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/n/nopat.asp>
- Kenton, W. (24. siječnja 2023a). *Unconsolidated Subsidiary: Meaning and Examples*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/u/unconsolidated-subsiidiary.asp>
- Kenton, W. (22. prosinca 2023b). *Capital Asset Pricing Model (CAPM): Definition, Formula, and Assumptions*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
- Kenton, W. (28. siječnja 2024a). *Consolidated Financial Statements: Requirements and Examples*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/consolidatedfinancialstatement.asp>

- Kenton, W. (29. svibnja 2024b). *Sensitivity Analysis Definition*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/s/sensitivityanalysis.asp>
- Kenton, W. (30. svibnja 2024c). *What Does Going Concern Mean?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/g/goingconcern.asp>
- Kenton, W. (31. svibnja 2024d). *What Beta Means for Investors*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
- Kenton, W. (12. ožujka 2024e). *Price/Earnings-to-Growth (PEG) Ratio: What It Is and the Formula*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/pegratio.asp>
- Koller, T. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley.
- Koljđeraj, L. (rujna 2022). *Sadržaj i obuhvat financijskih izvještaja*. Dohvaćeno iz Repozitorij radova Ekonomskog fakulteta Zagreb: <https://repozitorij.efzg.unizg.hr/islandora/object/efzg%3A10938/datastream/PDF/view>
- Kryvovyazyuk, I., Smerichevskiy, S., Myshko, O., Oleksandrenko, I., Dorosh, V., & Visyna, T. (7. srpnja 2020). *Application of combined modeling methods for estimating and forecasting the business value of international corporations*. Dohvaćeno iz PhilArchive: <https://philarchive.org/archive/KRYAOC>
- Lider. (4. srpnja 2023). *Hrvatski kamping sektor ostvario rast od 7 posto u odnosu na lani, broj noćenja 22 posto veći nego u 2019*. Dohvaćeno iz Lider Media: <https://lidermedia.hr/zivot/hrvatski-kamping-sektor-ostvario-rast-od-7-posto-u-odnosu-na-lani-broj-nocenja-22-posto-veci-nego-u-2019-151783>
- Lider. (23. ožujka 2024). *Bruto plaće za siječanj skočile 13 posto u godinu dana, inflacija ih tjera u viši porezni razred*. Dohvaćeno iz Lider Media: <https://lidermedia.hr/financije/bruto-place-za-sijecanj-skocile-13-posto-u-godinu-dana-inflacija-ih-tjera-u-visi-porezni-razred-156230>
- Lider Media. (17. svibnja 2022). *Lider Media*. Dohvaćeno iz Udio prihoda od turizma u BDP-u u Hrvatskoj uvjerljivo najveći u Europskoj uniji: <https://lidermedia.hr/biznis-i-politika/udio-prihoda-od-turizma-u-bdp-u-u-hrvatskoj-uvjerljivo-najveci-u-europskoj-uniji-142865>
- Martin, V. (6. ožujka 2024). *What Is The Intrinsic Value Of A Stock?* Dohvaćeno iz Investing.com: <https://www.investing.com/academy/stocks/intrinsic-value-of-a-stock/>

- Matthews, G. E., & Rosenbloom, A. H. (15. svibnja 2018). *Delaware's Unwarranted Assumption that Capex Should Equal Depreciation in a DCF Model*. Dohvaćeno iz Harvard Law School Forum on Corporate Governance: <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2018/05/Matthews-Rosenbloom-Delawares-Unwarranted-Assumption.pdf>
- Maverick, J. B. (25. kolovoza 2022). *Intrinsic Value vs. Current Market Value: What's the Difference?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/011215/what-difference-between-intrinsic-value-and-current-market-value.asp>
- Maverick, J. B. (17. rujna 2023). *Which Industries Have the Largest Capital Expenditures?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/020915/which-types-industries-have-largest-capital-expenditures.asp>
- McClure, B. (19. svibnja 2022). *How to Use Price-To-Sales Ratios to Value Stocks*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/032603.asp>
- Ministarstvo financija. (24. lipnja 2024). *Pravilnik o amortizaciji*. Dohvaćeno iz Narodne novine: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2001_06_54_872.html
- Ministarstvo financija RH. (lipnja 2010). *Analiza financijskih izvještaja pomoću pojedinačnih pokazatelja*. Dohvaćeno iz Financijski klub: <https://finance.hr/wp-content/uploads/2009/11/ja14112010.pdf>
- Morski.HR. (19. ožujka 2024). *Rezultati istraživanja pokazali dobra očekivanja za ovu turističku sezonu*. Dohvaćeno iz Morski.HR: <https://www.morski.hr/rezultati-istrazivanja-pokazali-dobra-ocekivanja-za-ovu-turisticku-sezonu/>
- MSCI. (2024). *ESG Industry Materiality Map*. Dohvaćeno iz MSCI: <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-industry-materiality-map#>
- Murphy, C. B. (30. studenog 2021). *How to Value Private Companies*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/valuing-private-companies.asp>
- Murphy, C. B. (25. travnja 2022). *How Does Top-Down and Bottom-Up Investing Differ?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/193.asp>
- Murphy, C. B. (23. svibnja 2024a). *How Do Cash Flow and Free Cash Flow Differ?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/111714/what-difference-between-cash-flow-and-free-cash-flow.asp>

- Murphy, C. B. (30. svibnja 2024b). *Book Value vs. Market Value: What's the Difference?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/how-are-book-value-and-market-value-different/>
- Neveščanin, I. (22. svibnja 2017). *Mještani: Ilirija nas tjera s naših vezova! Ilirija: Ti su vezovi unutar naše marine!* Dohvaćeno iz Zadarski.hr: <https://zadarski.slobodnadalmacija.hr/zadar/4-kantuna/mjestani-ilirija-nas-tjera-s-nasih-vezova-ilirija-ti-su-vezovi-unutar-nase-marine-487452>
- Nguyen, J. (19. veljače 2022). *How to Choose the Best Stock Valuation Method.* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/11/choosing-valuation-methods.asp>
- Paz, C. (4. ožujka 2024). *Goldman Sachs' 2024 Outlook for Brent Crude.* Dohvaćeno iz Mansfield Energy: <https://mansfield.energy/2024/03/04/goldman-sachs-2024-outlook-for-brent-crude/>
- Perić, Š.B., Smiljanić, R.A. Kežić, I. (2022). Role of tourism and hotel accommodation in house prices, *Annals of Tourism Research Empirical Insights*, 3 (1), 100036, <https://doi.org/10.1016/j.annale.2022.100036>.
- Pervan, I. (2012). *Računovodstvo poslovnih spajanja*. Zagreb: RRiF.
- Pinto, J. E. (2020). *Equity Asset Valuation*. Hoboken: Wiley.
- Plava Laguna d.d. (travnja 2024). *Godišnji izvještaj 2023. godina.* Dohvaćeno iz Plava Laguna: <https://biz.plavalaguna.hr/hr/korporativne-informacije/plava-laguna/financijska-izvjesca>
- Poslovni dnevnik. (4. srpnja 2023). *Kamping sektor nadmašio 2022. za 7%, ponuda sve bogatija.* Dohvaćeno iz Poslovni dnevnik: <https://www.poslovni.hr/hrvatska/kamping-sektor-nadmasio-2022-za-7-ponuda-sve-bogatija-4397120>
- Poslovni.hr. (1. prosinca 2023). *Strani radnik je 20 posto skuplji od domaćeg.* Dohvaćeno iz Poslovni dnevnik: <https://www.poslovni.hr/hrvatska/strani-radnik-je-20-posto-skuplji-od-domaceg-4419995>
- Prodan, E. (6. travnja 2024). *Nikolina Brnjac: 'Hrvatska već drugu godinu zaredom bilježi rekordnu predsezonu. Među najpoželjnijim smo destinacijama svijeta'.* Dohvaćeno iz Novi list: <https://www.novilist.hr/novosti/hrvatska/nikolina-brnjac-hrvatska-vec-drugu-godinu-zaredom-biljezi-rekordnu-predsezonu-medu-najpozelnijim-smo-destinacijama-svijeta/>

- Puškarčić, K. (20. travnja 2024). *Cijene u turizmu ove će godine rasti pet do deset posto*. Dohvaćeno iz Lider Media: <https://lidermedia.hr/biznis-i-politika/cijene-u-turizmu-ove-ce-godine-rasti-pet-do-deset-posto-156664>
- Riley, C. (23. srpnja 2023). *Enterprise Value (EV)*. Dohvaćeno iz FinancialEdge: <https://www.fe.training/free-resources/valuation/enterprise-value/>
- Rimac Smiljanić, A., Pepur, S., Bulog, I. (2022). Women's decision-making on additional unpaid work during the COVID-19 pandemic: assessing the role of finance. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36(2). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2131590>
- Schmidt, J. (2024). *Valuation Overview*. Dohvaćeno iz Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/valuation/>
- Segal, T. (19. prosinca 2023). *Fundamental Analysis: Principles, Types, and How to Use It*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/fundamentalanalysis.asp>
- Sinac, G. (6. veljače 2017). *Tko je Siniša Petrović, koji se spominje u slučaju nezakonite isplate dnevnicu u vrijeme Milanovićeve Vlade?* Dohvaćeno iz Narod.hr: <https://narod.hr/hrvatska/tko-sinisa-petrovic-bliski-milanovicev-prijatelj-kojeg-linic-optuzio-da-djeluje-korist-mol-a-a-se-spominje-slucaju-nezakonite-isplate-dnevnica>
- Smith, T. (17. svibnja 2024). *Multiple Approach: Definition and Example*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/multipleapproach.asp>
- Šarić, F. (5. lipnja 2024). *Hrvatski turizam ispraznio bazen sezonske radne snage i u susjedstvu!* Dohvaćeno iz Večernji List: <https://www.vecernji.hr/vijesti/hrvatski-turizam-ispraznio-bazen-sezonske-radne-snage-i-u-susjedstvu-1774737>
- ten Beitel, T. (lipnja 2016). *Terminal Value Calculations with the Discounted Cash Flow Model*. Dohvaćeno iz University of Twente: https://essay.utwente.nl/70011/1/ten%20Beitel_MA_Faculty%20of%20Behavioural%2C%20Management%20and%20Social%20Sciences.pdf
- The Investopedia Team. (1. siječnja 2021). *Using Beta to Understand a Stock's Risk*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/investing/beta-gauging-price-fluctuations/>
- The Investopedia Team. (29. kolovoza 2023). *Modern Portfolio Theory: What MPT Is and How Investors Use It*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/m/modernportfoliotheory.asp>

Thielen, O. (4. travnja 2013). *BUSINESS VALUATION USES*. Dohvaćeno iz OlsenThielen: <https://www.otcpas.com/business-valuation-uses/>

Tuovila, A. (28. ožujka 2021). *Quality of Earnings: Definition, Analysis, and Why It's Important*. Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/q/qualityofearnings.asp>

UNWTO. (24. studeni 2023). *145 key tourism statistics*. Dohvaćeno iz UN Tourism: <https://www.unwto.org/tourism-statistics/key-tourism-statistics>

Vajdić, K. (7. svibnja 2024). *Hrvati najzaslužniji za odličnu predsezonu, Nijemaca i Slovenaca manje*. Dohvaćeno iz Bloomberg Adria: <https://hr.bloombergadria.com/ekonomija/hrvatska/58034/hrvati-najzasluzniji-za-odlicnu-predsezonu-nijemaca-i-slovenaca-manje/news/>

Valamar Riviera d.d. (28. veljače 2024). *Godišnje izvješće 2023*. Dohvaćeno iz Valamar Riviera: <https://valamar-riviera.com/media/482245/godis-nji-izvjes-taj-za-2023-konsolidirani-pdf.pdf>

Vidučić, L. (2015). *Financijski menadžment*. Zagreb: RRiF Plus d.o.o.

Vipond, T. (2024a). *Discounted Cash Flow DCF Formula*. Dohvaćeno iz Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/dcf-formula-guide/>

Vipond, T. (2024b). *Terminal Growth Rate*. Dohvaćeno iz Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-terminal-growth-rate/>

Vipond, T. (2024c). *Precedent Transaction Analysis*. Dohvaćeno iz Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/precedent-transaction-analysis/>

Vugrinčić, K. (6. rujna 2018). *Loša turistička sezona: Mit ili realnost?* Dohvaćeno iz InterCapital Asset Management: <https://icam.hr/blog/losa-turisticka-sezona-mit-ili-realnost/>

Wayman, R. (30. lipnja 2021). *Operating Cash Flow: Better Than Net Income?* Dohvaćeno iz Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/analyst/03/122203.asp>

World Government Bonds. (28. lipnja 2024). *Croatia Government Bonds - Yields Curve*. Dohvaćeno iz World Government Bonds: <https://www.worldgovernmentbonds.com/country/croatia/>

Worldfavor. (srpnja 2023). *CSRD: what is the double materiality assessment?* Dohvaćeno iz Worldfavor: The ESG platform: <https://blog.worldfavor.com/csrd-what-is-the-double-materiality-assessment>

Zagrebačka burza. (13. srpnja 2024). *Ilirija d.d.* Dohvaćeno iz ZSE:
<https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRILRARA0009>

Zadarska županija. (29. ožujka 2024). *Izvešće o tržištu nekretnina za 2023. godinu za područje Zadarske županije.* Dohvaćeno iz Zadarska županija: https://www.zadarska-zupanija.hr/images/dokumenti/Godi%C5%A1nje%20izvje%C5%A1%C4%87e%202023_.pdf

Zelenika, R. (2000). *Metodologija znanstvenog istraživanja.* Rijeka: Sveučilište u Rijeci.

PRILOZI

POPIS TABLICA

Tablica 1. <i>Izračun slobodnog novčanog tijeka poduzeću – FCFF</i>	16
Tablica 2. <i>Izračun slobodnog novčanog tijeka glavnici - FCFE</i>	21
Tablica 3. <i>Pokazatelji uspješnosti poslovanja za Iliriju d.d. (2022. i 2023.)</i>	42
Tablica 4. <i>Pokazatelji zaduženosti i financijske stabilnosti Ilirije d.d. (2022. i 2023.)</i>	43
Tablica 5. <i>Pokazatelji likvidnosti za Iliriju d.d. (2022. i 2023.)</i>	43
Tablica 6. <i>Pokazatelji aktivnosti za Iliriju d.d. (2022. i 2023.)</i>	44
Tablica 7. <i>Okolišni pokazatelji Ilirije d.d.</i>	47
Tablica 8. <i>Upravni dio kompanije</i>	49
Tablica 9. <i>Projekcija ključnih pokazatelja za hotelijerstvo i kamping Ilirije d.d. (2024.-2028.)</i>	52
Tablica 10. <i>Projekcija poslovnih prihoda Ilirije d.d. (2024.-2028.)</i>	53
Tablica 11. <i>Projekcija operativnih troškova Ilirije d.d. (2024.-2028.)</i>	55
Tablica 12. <i>Projekcija kapitalnih ulaganja i promjene radnog kapitala (2024.-2028.)</i>	56
Tablica 13. <i>„Pro forma“ bilanca</i>	57
Tablica 14. <i>Izračun slobodnih novčanih tijekova poduzeću (FCFF)</i>	57
Tablica 15. <i>Beta glavnice i imovine ponderirani za udio u poslovnim prihodima segmenata</i>	58
Tablica 16. <i>Izračun WACC-a</i>	59
Tablica 17. <i>Vrijednost slobodnih novčanih tijekova svedenih na sadašnju vrijednost</i>	60
Tablica 18. <i>Vrijednost neoperativne imovine (NOI) Ilirije d.d.</i>	60
Tablica 19. <i>Vrijednost poduzeća, vlasničkog kapitala i dionice Ilirije d.d.</i>	61
Tablica 20. <i>Analiza osjetljivosti cijene dionice pomoću TV WACC i stabilne stope rasta</i>	62
Tablica 21. <i>Input varijable Monte Carlo simulacije</i>	63
Tablica 22. <i>Statistički rezultati Monte Carlo simulacije</i>	64
Tablica 23. <i>Tržišni podaci za odabrane usporedne kompanije i Iliriju d.d.</i>	65
Tablica 24. <i>Financijski podaci za odabrane usporedne kompanije i Iliriju d.d.</i>	66
Tablica 25. <i>Usporedna poduzeća Ilirije d.d.</i>	66
Tablica 26. <i>Dobivene vrijednosti poduzeća i glavnice prema multiplikatorima</i>	67
Tablica 27. <i>Izračun intrinzične cijene Ilirije d.d.</i>	69

POPIS GRAFIČKIH PRIKAZA

Grafički prikaz 1. <i>Modeli rasta slobodnih novčanih tijekova</i>	15
Grafički prikaz 2. <i>CAPM i efikasna granica</i>	18
Grafički prikaz 3. <i>Bilanca tržišnih vrijednosti</i>	23
Grafički prikaz 4. <i>Kvartalni broj dolazaka turista, u tisućama</i>	29
Grafički prikaz 5. <i>Udio stranih i domaćih turista u ukupnom broju dolazaka (2019.-2023.)</i>	30
Grafički prikaz 6. <i>Udio stranih turista prema zemljama</i>	31
Grafički prikaz 7. <i>Udio prema vrsti smještaja</i>	31
Grafički prikaz 8. <i>Ukupni broj dolazaka i noćenja turista po godinama</i>	33
Grafički prikaz 9. <i>Udio noćenja i dolazaka prema primorskim županijama</i>	34
Grafički prikaz 10. <i>Promjena postotka rasta dolazaka i noćenja u Zadarskoj županiji od 2017. do 2023.</i>	35
Grafički prikaz 11. <i>Cijene električne energije i prirodnog plina</i>	36
Grafički prikaz 12. <i>Udio segmenata u ukupnim poslovnim prihodima</i>	38
Grafički prikaz 13. <i>Ukupni poslovni prihodi i njihova postotna promjena 2019.-2023.</i>	39
Grafički prikaz 14. <i>Ključni pokazatelji za hotelski i kamping segment Ilirije d.d.</i>	40
Grafički prikaz 15. <i>Struktura troškova poslovanja za izvještajne godine 2019.-2023.</i>	41
Grafički prikaz 16. <i>Prilagođena EBITDA marža 2019.-2023.</i>	42
Grafički prikaz 17. <i>Koeficijent obrtaja potraživanja od kupaca i dani naplate potraživanja</i>	45
Grafički prikaz 18. <i>Histogram najčešće dobivenih ciljanih cijena dionice</i>	64
Grafički prikaz 19. <i>Neto dobit Ilirije d.d. (2019A-2023A)</i>	68
Grafički prikaz 20. <i>Ostvarene cijene i ciljana cijena dionice Ilirije d.d.</i>	70

SAŽETAK

Vrednovanjem se određuje ciljana vrijednost kompanije kada su u obzir uzmu svi faktori koji utječu na kompaniju i njeno okruženje tijekom njihove analize. Koristeći metodu diskontiranih novčanih tijekova (DCF) određuje se intrinzična vrijednost, tj. ona svojstvena procjenitelju, pri čemu se operativna vrijednost poduzeća (EV) dobiva koristeći slobodne novčane tokove poduzeću (FCFF), a ako se želi odrediti intrinzična vrijednost glavnice, onda se koriste slobodni novčani tokovi glavnici (FCFE). Nadalje, metoda usporedivih poduzeća koristi multiplikatore imovina i glavnice kojima se također određuje vrijednost kompanije, ali na osnovu očekivanja tržišta. U radu se pokušala dati ciljana vrijednost kompanije Ilirija d.d. pri čemu su se koristili upravo DCF metoda i metoda usporednih poduzeća. Nakon određenja ciljane cijene dionice, preporuka koju je autor dao je da se dionice ne kupuju ako ih se već ne posjeduje, a za slučaj da ih se posjeduje, one ipak zadrže do sljedećih rezultata turističke sezone.

Ključne riječi: vrednovanje kompanije, DCF metoda, metoda usporedivih poduzeća, ESG

SUMMARY

The company valuation determines the target value of the company by considering all factors that affect the company and its environment during the analysis. Using the Discounted Cash Flow (DCF) method, the intrinsic value, i.e., the value perceived by the investor, is determined, where the operational value of the company (EV) is obtained by using the free cash flow to firm (FCFF), and if one wants to determine the intrinsic value of equity, then the free cash flow to equity (FCFE) is used. Additionally, the method of comparable companies uses enterprise and equity multiples to determine the value of the company based on market expectations of the stock. In this work, an attempt was made to determine the target value of Ilirija JSCo, using both DCF and comparables method. After determining the target price of shares, the author's recommendation was that shares should not be bought if one does not already own them, and if one does own them, they should be held until the next tourist season results.

Key words: company valuation, DCF method, comparable companies method, ESG