USPOREDNA ANALIZA ODABRANIH METODA PROCJENE PODUZEĆA NA PRIMJERU ATLANTIC GRUPE D.D.

Gardijan, Nikolina

Master's thesis / Diplomski rad

2016

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://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:543373

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

USPOREDNA ANALIZA ODABRANIH METODA PROCJENE PODUZEĆA NA PRIMJERU ATLANTIC GRUPE D.D.

Mentor:

Doc. dr. sc. Sandra Pepur

Student:

Nikolina Gardijan

Split, prosinac 2016.

SADRŽAJ:

1. UVOD 3

1.1. PROBLEM ISTRAŽIVANJA 3

1.2. PREDMET ISTRAŽIVANJA 5

1.3. ISTRAŽIVAČKE HIPOTEZE 5

1.4. CILJEVI ISTRAŽIVANJA 5

1.5. METODE ISTRAŽIVANJA 6

1.6. DOPRINOS ISTRAŽIVANJA 6

1.7. STRUKTURA DIPLOMSKOG RADA 7

2. VAŽNOST VREDNOVANJA PODUZEĆA 8

2.1. POJMOVNO ODREĐENJE VREDNOVANJA 8

2.2. ULOGA I ZNAČAJ PROCJENE VRIJEDNOSTI 9

2.3. RAZLOZI ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI PODUZEĆA 10

2.4. NAČELA U PROCJENI VRIJEDNOSTI PODUZEĆA 11

3. METODE VREDNOVANJA PODUZEĆA 13

3.1. STATIČKE METODE 14

3.1.1. KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST PODUZEĆA 14

3.1.2. ISPRAVLJENA KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST 15

3.1.3. ZAMJENSKA VRIJEDNOST 17

3.1.4. LIKVIDACIJSKA VRIJEDNOST 18

3.2. DINAMIČKE METODE 19

3.2.1. PROCJENA VRIJEDNOSTI METODOM MULTIPLIKATORA 20

3.2.1.1. MULTIPLIKATOR P/E 21

3.2.1.2. MULTIPLIKATOR P/B 23

3.2.1.3. MULTIPLIKATOR P/S 24

3.2.1.4. MULTIPLIKATOR P/EBITDA I P/EBIT 25

3.2.1.5. OSTALI MULTIPLIKATORI 26

3.2.2. PROCJENA VRIJEDNOSTI TEMELJENA NA DISKONTIRANOM NOVČANOM TOKU 27
3.2.2.1. METODA DISKONTIRANIH DIVIDENDI 28
3.2.2.2. METODA DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA 30

4. PRIMJENA ODABRANIH METODA VREDNOVANJA NA PRIMJERU DRUŠTVA ATLANTIC GRUPA D.D. 37

4.1. OSNOVNI PODACI O ATLANTIC GRUPI D.D 37

4.2. PRIMJENA METODA VREDNOVANJA NA DRUŠTVU ATLANTIC GRUPA D.D. 40

4.2.1. PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE KNJIGOVODSTVENOM METODOM 40
4.2.2. PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE ISPRAVLJENOM KNJIGOVODSTVENOM METODOM 42
4.2.3. PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE METODOM MULTIPLIKATORA 44
4.2.3.1. P/E MULTIPLIKATOR 44
4.2.3.2. P/B MULTIPLIKATOR 44
4.2.4 PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE METODOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA PODUZEĆU 45
4.2.5 USPOREDBA REZULTATA ISTRAŽIVANJA 50

5. ZAKLJUČAK 52

LITERATURA 54

POPIS SLIKA 57

POPIS TABLICA 57

SAŽETAK 57

SUMMARY 59

1. UVOD

1.1. PROBLEM ISTRAŽIVANJA

Procjena vrijednosti imovine poduzeća, kao i samog poduzeća je kompleksan i delikatan posao. Ima izražene ekonomske, političke, socijalne, pa i psihološke implikacije. Može utjecati na tijek i karakter transformacije vlasništva, kao i na sam proces demokratizacije društva.[1] Poduzeće je predmet trgovanja kao i svaka druga roba, te kada se želi obaviti kupoprodaja takve robe nužno je utvrditi njenu cijenu. Samu vrijednost poduzeća nije lako utvrditi te bi se mogla definirati kao vrijednost imovine poduzeća, međutim u suvremenom okruženju osim same vrijednosti imovine, u procjenu je potrebno uključiti i očekivane buduće koristi koje će poduzeću donijeti uloženi kapital.

Iako se procjena vrijednosti poduzeća uglavnom temelji na nizu konkretnih računa, ona je ipak više vještina nego egzaktna znanost.[2] Često se postavljaju pitanja: kolika je vrijednost nekog poduzeća i kako je na najkvalitetniji način procjeniti. Zato se izboru metoda procjene mora dati odgovarajući značaj. Metode procjene su raznovrsne, no klasificiraju se u dvije temeljne skupine. Prva je metoda temeljena na vrijednosti imovine kojom raspolaže poduzeće, dok se druga metoda temelji na zaradi odnosno ekonomskoj vrijednosti poduzeća kao cjeline. Prethodno navedenim metodama može se pridodati i treća u kojoj su metode procjene koje kombiniraju dva moguća pogleda na vrijednost poduzeća. Vrednovanje kao proces sastoji se od pet koraka[3]:

1. razumijevanje biznisa i trenutnog financijskog profita

2. predviđanje i planiranje poslovanja poduzeća

3. izbor odgovarajućeg modela vrednovanja

4. pretvorba varijabli plana u vrednovanje

5. donošenje investicijske odluke

[1] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 269.
[2] Kopun, V., Slade, J. (1991): Metode procjene vrijednosti i ocjene boniteta poduzeća, Kopun i Kopun, Zagreb, str.13.
[3] Serdarušić, H. (2011): Financijska analiza u svrhu vrednovanja poduzeća, RIF, br. 4/11, Zagreb, str. 104-108.

Razlog procjene ne mora biti isključivo kupoprodaja poduzeća već i potreba za utvrđivanjem realnog temelja za niz drugih poslovnih transakcija kao što su: spajanje poduzeća, podjela nasljedstva, ulaganje u poduzeća (bilo uplatom dionica ili na neki drugi način), odobravanje kredita uz hipoteku na imovinu, pretvaranje potraživanja vjerovnika u udio u kapitalu poduzeća, reprivatizacija odnosno nacionalizacija poduzeća, visina zakupa poduzeća, itd.[4]

Određivanje vrijednosti poduzeća predstavlja složen proces koji od procjenitelja zahtjeva praktično iskustvo i teorijsko znanje. Vrednovanjem poduzeća bavi se poseban krug financijskih, revizijskih i drugih nepristranih vještaka. Njihov zadatak je dati naručitelju objektivno i realno mišljenje o vrijednosti poduzeća, odnosno sastaviti ekspertizu (izvještaj koji se sastavlja nakon što se stručno i savjesno obave preuzeti zadaci). Svaka kvalitetna procjena poduzeća mora biti obavljena uvažavajući temeljna strukovna pravila, propise, načela i Međunarodne standarde procjene vrijednosti poduzeća. Cijena poduzeća najčešće nije objektivno odredljiva jer se oblikuje između različitih mogućnosti, zbog toga je nužno posjedovati sveobuhvatno znanje o funkcioniranju poduzeća kako bi se provela što kvalitetnija i objektivnija procjena vrijednosti poduzeća. Tek tada je procjenitelj u mogućnosti obuhvatiti sve sastavnice vrijednosti i rangirati ih na takav način da na temelju svih stečenih saznanja, zajedno s brojčanim podacima iz računovodstva i relevantnim podacima cjelokupnog gospodarskog okruženje u kojem se poduzeće nalazi, pristupi procjeni vrijednosti s visokim stupnjem točnosti, koliko to dopušta neizvjesnost budućih događaja u trenutku procjene vrijednosti.[5]

Danas u svijetu osim kodificiranih, moralnih i stručnih načela i standarda postoji još mnogo stručne literature s teorijskim i praktičnim upustvima koja dovode do kvalitetnih rješenja prvi utvrđivanju vrijednosti poduzeća ili njihovih dijelova kod pojedinih vrsta poslovnih potreba. Sva moguća pomoćna sredstva treba koristiti kao podlogu za detaljno proučavanje i određivanje vrijednosti (dijela) poduzeća koje je bilo kakav predmet poslovnih transakcija.

[4] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 269.
[5] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 269.

1.2. PREDMET ISTRAŽIVANJA

Predmet istraživanja u ovome radu su različite metode vrednovanja poduzeća i usporedba rezultata o vrijednosti promatranog poduzeća do kojih se došlo primjenom odabranih metoda. U teoriji i praksi u uporabi je veliki broj metoda procjene, a svaka od njih polazi od različitih pretpostavki što za posljedicu može imati i bitno različite rezultate. Ne postoji samo jedna formula kojom bi se mogla utvrditi vrijednost poduzeća, ali se mogu istražiti određene razlike u rezultatima između različitih metoda vrednovanja. U teorijskom smislu predmet istraživanja se odnosi na detaljnije pojašnjenje metoda vrednovanja poduzeća, dok u empirijskom smislu će se provoditi analiza i izračun različitih metoda vrednovanja Atlantic grupe d.d., odnosno cilj je istražiti da li korištenje različitih metoda vrednovanja rezultira značajnim razlikama izračunate vrijednosti poduzeća.

1.3. ISTRAŽIVAČKE HIPOTEZE

Nakon utvrđene problematike i predmeta istraživanja postavlja se slijedeća hipoteza koja će se u ovom radu istražiti:

H_1: Analizirane metode vrednovanja rezultiraju različitim vrijednostima promatranog poduzeća.

Razlog postavljanja ove hipoteze je utvrditi postoje li značajne razlike u rezultatima procjenjivanja vrijednosti poduzeća s obzirom na korištene metode. Rezultati empirijskog istraživanja će dovesti do zaključka treba li postavljenu hipotezu prihvatiti ili odbaciti.

1.4. CILJEVI ISTRAŽIVANJA

U teorijskom dijelu rada cilj je pružiti kvalitetan uvid u metode vrednovanja poduzeća, njihove prednosti i nedostatke, načine provedbe, te će se istražiti sama njihova primjenjivost kako bi se omogućilo lakše praćenje korištenja metoda na praktičnom primjeru.

U empirijskom dijelu rada osnovni ciljevi proizlaze iz postavljene hipoteze, a to su utvrditi postoji li razlika u vrijednosti poduzeća koristeći odabrane metode. Ciljevi se odnose

prvenstveno na detaljnu analizu financijskih izvještaja unatrag nekoliko godina kako bi se pomoću njih dobili potrebni rezultati.

1.5. METODE ISTRAŽIVANJA

Prilikom izrade rada provesti će se teorijsko i empirijsko istraživanje. Teorijski dio rada će se temeljiti na prikupljenoj stručnoj i znanstvenoj literaturi te će se u njegovoj izradi koristiti slijedeće metode:

- Metoda analize – proces raščlanjivanja složenih misaonih cjelina na jednostavnije dijelove
- Metoda sinteze – proces spajanja jednostavnih misaonih cjelina u složenije
- Metoda kompilacije – preuzimanje tuđih istraživanja, stavova i zaključaka
- Metoda deskripcije – jednostavno opisivanje činjenica i procesa, te potvrđivanje njihovih veza i odnosa
- Metoda klasifikacije – način raščlanjivanja općeg pojma na jednostavnije (posebne) pojmove
- Metoda komparacije – mogućnost uspoređivanja istih ili srodnih činjenica te utvrđivanja njihovih međusobnih sličnosti ili različitosti
- Metoda studije slučaja – metoda istraživanja definiranog problema na konkretnom poduzeću.

Empirijski dio rada će biti odrađen na temelju podataka iz financijskih izvještaja poduzeća. Podaci će se obraditi koristeći matematičke metode primjenom matematičke logike, formula, operacija i simbola. Koristiti će se i statističke metode pomoću organiziranog prikupljanja podataka i informacija, njihova analiza, tablični i grafički prikaz i donošenje zaključaka o prihvaćanju ili odbacivanju hipoteze uz interpretaciju rezultata.

1.6. DOPRINOS ISTRAŽIVANJA

Vrednovanje poduzeća je veoma značajan dio financijskih transakcija te je posebna vrsta mjerenja veličine i kvalitete onog poslovnog subjekta koji je postao predmetom trgovanja ili drugih vlasničkih promjena. Stoga je kvalitetna financijska podloga vrlo bitna kako bi se

mogle donositi značajne poslovne odluke i saznala vrijednost poduzeća kao poslovno organizacijske cjeline. Doprinos ovog istraživanja je pojmovno odrediti vrednovanje, njegovu ulogu i značaj te usporediti obilježja različitih metoda vrednovanja. Nadalje, konkretnom primjenom odabranih metoda vrednovanja u empirijskom dijelu rada procijenit će se poduzeće Atlantic grupa d.d. Na temelju rezultata istraživanja, utvrditi će se jesu li odabrane metode vrednovanja poduzeća jednako kvalitetne pri procjeni vrijednosti, odnosno postoji li razlika u procijenjenoj vrijednosti poduzeća temeljem odabranih metoda.

1.7. STRUKTURA DIPLOMSKOG RADA

Diplomski rad će se sastojati od pet cjelina, uključujući uvod i zaključak. U uvodnom dijelu definirati će se problem istraživanja, ciljevi istraživanja, postaviti će se istraživačke hipoteze i osnovni ciljevi istraživanja kao i metode koje će biti korištene u izradi rada. Drugi dio rada obuhvatiti će osnovne pojmove vezane uz vrednovanje poduzeća, nužne za razumijevanje metoda i procesa vrednovanja poduzeća. U trećem dijelu rada biti će detaljno obrađene metode vrednovanja poduzeća, te će biti podijeljene na tri glavne skupine koje će se dijeliti na nekoliko podskupina. Četvrti dio rada je empirijski dio koji predstavlja praktičnu primjenu odabranih metoda vrednovanja. U ovom dijelu biti će detaljno prikazan empirijski izračun vrijednosti poduzeća Atlantic grupe d.d. pomoću nekoliko odabranih metoda vrednovanja, te će se izvršiti njihova usporedba i analiza. Peti dio rada predstavlja zaključak koji će se donijeti na temelju teorijskog i empirijskog dijela, te će se iznijeti mišljenje o provedenom istraživanju.

2. VAŽNOST VREDNOVANJA PODUZEĆA

U današnje vrijeme temeljni cilj poslovanja koji se postavlja pred poduzeće je maksimalizacija njegove vrijednosti. Sami vlasnici (dioničari) i poslovodstvo tvrtke zainteresirani su za tekuću i očekivanu vrijednost poduzeća neovisno o prodaji ili spajanju, odnosno zainteresirani su za interno utvrđivanje vrijednosti poduzeća kao pretpostavke utvrđivanja ekonomskog položaja i financijske uspješnosti poslovanja poduzeća[6]. Uspostava sustava praćenja poslovnih rezultata omogućiti će razvoj svijesti o stvaranju vrijednosti unutar poduzeća i mogućnost upravljanja poduzećem kako bi ono maksimiziralo svoju vrijednost[7].

2.1. POJMOVNO ODREĐENJE VREDNOVANJA

Vrednovanje poduzeća je posebna vrsta mjerenja veličine i kvalitete onog poslovnog subjekta koji je postao predmetom trgovanja ili drugih vlasničkih promjena. Svaka imovina, bila ona financijska ili realna ima vrijednost. Vrijednost je definirajuća dimenzija mjerenja u tržišnoj ekonomiji. Ljudi investiraju u očekivanje da će, kad prodaju, vrijednost svakog ulaganja narasti za dostatan iznos iznad troška ulaganja kako bi ih se kompenziralo za preuzete rizike. Ovo se odnosi na sve vrste ulaganja, bilo da su to obveznice, derivati, bankovni računi ili dionice poduzeća. U tržišnoj ekonomiji, sposobnost poduzeća da stvara vrijednost za svoje dioničare i iznos vrijednosti koji stvara su glavne mjere po kojima se poduzeće ocjenjuje[8].

Za kvalitetno upravljanje i ulaganje bitno je razumijeti kolika je ta vrijednost i koji su izvori njezina financiranja. Procijenjena vrijednost temelj je pregovora o kupovnoj, odnosno prodajnoj cijeni. Samu vrijednost poduzeća nije lako utvrditi te bi se mogla definirati kao vrijednost imovine poduzeća, međutim u suvremenom okruženju osim same vrijednosti imovine, u procjenu je potrebno uključiti i očekivane buduće koristi koje će poduzeću donijeti uloženi kapital. Zbog toga se izboru metode procjene poduzeća mora dati veliko značenje. Metode procjene poduzeća su mnogobrojne, no svaka od njih polazi od dva temelja: imovine ili zarade. Koristeći jedan ili drugi temelj i kombinirajući ih dolazi se do niza različitih metoda procjene poduzeća.

[6] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 11.
[7] Cvjetković, N. (2010): Procjena vrijednosti poduzeća i poslovnih rezultata, RRIF, br. 5/10, Zagreb, str. 67-75.
[8] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 11.

2.2. ULOGA I ZNAČAJ PROCJENE VRIJEDNOSTI

Procjena vrijednosti upotrebljava se u različitim situacijama, a njezina uloga ovisi prije svega o području unutar kojeg se koristi[9] :

- Upravljanje portfeljem – U sklopu upravljanja portfeljem uloga procjene vrijednosti prije svega ovisi o filozofiji ulaganja koju je pojedini investitor preuzeo. Pasivni investitori malo važnosti pridaju procjeni, dok se aktivni na nju oslanjaju u većoj mjeri, posebno ako je u središtu njihova interesa ulaganje u pojedine dionice (pa dakle i procjena pojedinih poduzeća), a ne procjena tržišta u cjelini.

- Analiza preuzimanja – U svakoj transakciji preuzimanja i spajanja procjena vrijednosti trebala bi predstavljati središnji dio. Potencijalnom kupcu, bilo da je riječ o poduzeću ili fizičkoj osobi, potrebno je utvrditi realnu vrijednost mete preuzimanja prije podnošenja ponude, dok je meti preuzimanja u cilju odrediti svoju razumnu vrijednost prije donošenja odluke o prihvaćanju ili odbijanju dobivene ponude.

- Poslovne financije – Jedan od osnovnih ciljeva poslovnih financija je maksimiziranje vrijednosti poduzeća, a ta je vrijednost izravno povezana s odlukama koje to poduzeće donosi, poput odluke o projektima koje će poduzeti, na koji će ih način financirati, kakva je njegova politika dividendi i sl. Razumijevanje te povezanosti ključno je u donošenju poslovnih odluka koje će uvećati vrijednost, kao i u provođenju financijskog restrukturiranja.

Procjena vrijednosti poduzeća nužan je uvjet za kvalitetno donošenje odluke, bez obzira na koja se (od prethodna tri) područja odnosi. Cilj procjene vrijednosti je utvrđivanje vrijednosti imovine koja predstavlja onu cijenu po kojoj bi vlasništvo nad određenom imovinom razmijenili kupac i prodavatelj, pri čemu kupac imovinu nije prisiljen kupiti, a prodavatelj je nije prisiljen prodati i obojica su upoznati sa svim relevantnim činjenicama. Procjena se može provoditi na različitim organizacijskim oblicima - bilo da su to društva s ograničenom odgovornošću, dionička društva ili veliki i složeni konglomerati. Također može se vršiti procjena različitih vlasničkih udjela koji se nalaze unutar navednih organizacijskih oblika –

[9] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 20.

od 100% - tnog vlasništva, preko većinskog paketa s kontrolom ili bez nje, do dominantnog ili nedominantnog manjinskog udjela.

2.3. RAZLOZI ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

U poslovnom životu postoje brojni razlozi za vrednovanje poduzeća odnosno njihovih dijelova. Najčešće je procjena vrijednosti vezana uz kupnju ili prodaju poduzeća, međutim postoji i potreba za utvrđivanjem realnog temelja za niz drugih poslovnih transakcija. Mustermann je izradio posebnu tipologiju razloga za vrednovanje, koji će u nastavku biti ukratko opisani.

Razlozi za vrednovanje koji služe poduzetničkim odlukama[10]:

- kupovina, odnosno prodaja poduzeća, dioba ili organizacijsko osamostaljivanje pojedinih dijelova poduzeća (uključivši istupanje, ulazak ili promjenu partnera)
- udruživanje većeg broja pravno samostalnih poduzeća
- razdvajanje većeg poduzetničkog udruženja (asocijacije) s namjerom dosadašnjih vlasnika da osnuju novo udruženje,
- procjena poduzeća koje je u gospodarskim teškoćama pa će mu procjena vrijednosti pomoći da nađe rješenje koje mu najbolje odgovara (sanaciju, likvidaciju, stečaj).

Razlozi za vrednovanje, kad o uzrocima i posljedicama ne odlučuju vlasnici, nego je namjena vrednovanja samo izvještaj o odgovarajućoj cijeni[11]:

- razdvajanje, lišavanje vlasničkog prava (nacionalizacija) poduzeća, odnosno organizacijski samostalnih dijelova poduzeća ili vlasničkih udjela
- odluke kod obnova, demontaža i određivanja vojnih odšteta (reparacija)
- pravna ocjena kod pitanja koja se tiču poduzetničkog ugovora, prijenos ili udruživanje imovine, prijedlog za podmirenje izdvojenih partnera ili manjinskih dioničara
- pravna podjela baštine u kojoj je i poduzeće, ako ga želi preuzeti samo jedan baštinik.

[10] Mustermann, prikazano prema Koletnik, Franc. (1991): Koliko vrijedi poduzeće, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb, str. 20.
[11] Mustermann, prikazano prema Koletnik, Franc. (1991): Koliko vrijedi poduzeće, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb, str. 20.

Ostali razlozi za vrednovanje[12]:

- za porezne potrebe
- zakup, povećanje ili produživanje kredita; tako recimo treba kod lombardnih kredita založiti poduzeće ili dio za osiguranje naknade, a odnosnu vrijednost treba utvrditi prije odobravanja kredita
- unutarnja poduzetnička procjena imovinskog i financijskog položaja te poslovne uspješnosti.

Razloge za vrednovanje možemo razvrstati na one koji ne ovise i one koji ovise o potrebama i volji poslovnog subjekta. U prve ubrajamo stručne poslove vezane uz iskazivanje imovinskog i financijskog položaja poduzeća u bilancama stanja. Najčešće su to bilance sastavljene od dijelova godišnjh obračuna poduzeća na kraju svake poslovne godine. Kod ovog tipa razloga za vrednovanje bitno je napomenuti da u pravilu ne dolazi do promjene vlasništva jer se radi o razlozima na osnovi zakonskih propisa ili su razlozi vezani uz odredbe koje predviđaju razni poslovni ugovori i druge isprave u sličnim slučajevima. Razlozi koji ovise o volji subjekta koji se vrednuje najčešće dovode do promjene vlasništa i to zbog: kupnje ili prodaje poduzeća odnosno njegovog dijela, ulaska ili istupanja partnera iz poduzeća, otpremnina i poravnanja s vlasnicima kapitala[13].

2.4. NAČELA U PROCJENI VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

Procjena vrijednosti je posao primjereno osposobljenih stručnjaka odnosno vještaka. U slučaju procjene vrijednosti poduzeća vještak ima zadatak dati naručitelju realno i objektivno mišljenje o vrijednosti poduzeća ili njegovog dijela na osnovi dokazanog znanja i uz poštivanje brojnih pravila i propisa. Svaki procjenitelj poštuje temeljna načela: procjenjivanje poduzeća kao ekonomske cjeline te obvezatna procjena budućnosti i uzastopnosti novčanih i poslovnih tokova. Načelo cjelovite vrijednosti kaže da se poduzeće procjenjuje kao cjelina, a ne kao zbroj vrijednosti dijelova imovine i organizacijskih dijelova (vrijednost cjeline je u

[12] Mustermann, prikazano prema Koletnik, Franc. (1991): Koliko vrijedi poduzeće, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb, str. 20.
[13] Koletnik, Franc. (1991): Koliko vrijedi poduzeće, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb, str. 21.

pravilu veća od zbira vrijednosti dijelova). Načelo usmjerenosti u budućnosti zahtijeva da se poduzeće procjenjuje ne na osnovu postignutih nego na osnovu očekivanih rezultata[14].

Vrlo je bitno da procjenjivači vrše procjenjivanje u skladu s Međunarodnim standardima procjenjivanja odnosno uvažavajući njegova tri osnovna elementa (Standarde, Primjene/aplikacije i Smjernice za primjenu)[15]. Svaka od tri standarda napisan je tako da obuhvati široki segment prakse procjenjivanja. Standardi se sastoje od slijedećih odjeljaka:

1. Uvod – procjenjivači uvijek trebaju štititi i promovirati javni interes, pri tome trebaju imati pošten pristup, biti kompetentni, objektivni, s jasnim izvještajima koji će obuhvatiti sve segmente koji su od suštinske važnosti za klijenta.

2. Obuhvat – procjenjivanje za koje se tvrdi da je obavljeno u skladu s Međunarodnim standardima procjenjivanja obvezuje procjenitelja da slijedi Kodeks ponašanja. Kodeks nema formalno uporište u zakonu i njegova je svrha dopuna pravila, podzakonskih akta i propisa nacionalnih društava ili organizacija.

3. Definicije – sva procjenjivanja u određenoj mjeri zavise o prihvaćaju pretpostavki koje se podrazumijevaju kao istinite i razumne.

4. Etika – procjenjivači moraju stalno održavati visoke standarde integriteta, povjerljivosti i nepristranosti. Također procjenjivač se ne smije dovesti u sukob interesa, odnosno raditi istovremeno za dvije ili više strana bez određene pismene suglasnosti.

5. Kompetentnost – samo procjenjivači koji su stekli odgovarajući stupanj znanja i imaju odgovarajuće iskustvo, te su članovi nacionalne profesionalne organizacije procjenjivača mogu izvršavati poslove u svezi sa Standardima.

6. Objelodanjivanje – vrlo je bitno da procjenjivači izrade kvalitetne izvještaje o procjeni koji moraju pružiti dovoljno informacija i koji ne usmjeravaju u pogrešnom pravcu, objelodanjujući sve pretpostavke, hipotetičke scenarije ili limitirajuće uvjete koji neposredno utječu na procjenjivanje i kada je moguće, prikazujući njihov efekt na vrijednost[16].

[14] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 270.
[15] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 282.
[16] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 291.

7. Izvještaj o vrijednosti – ovaj odjeljak propisuje minimum sadržaja svakog izvještaja, a u tom okviru moraju biti uključene slijedeće stavke : identitet procjenjivača i datum izvješća, identitet klijenta, instrukcije, datum procjene vrijednosti, osnova procjenjivanja, datum i obuhvat pregleda, sve pretpostavke i ograničavajući uvjeti, obuhvat i stupanj posla korišten u izradi procjenjivanja, izvještaj o usklađenosti koji dokazuje da je vrednovanje izvršeno u skladu sa Standardima i profesionalna kvalifikacija i potpis procjenjivača[17].

Rezultati procjene vrijednosti su, kao i svake druge vrijednosti, zrcalne slike očekivanja neposredne i dalje budućnosti u trenutku procjene. Osnova svake uspješne procjene vrijednosti za svakog procjenjitelja je posjedovanje sveobuhvatnog znanja o funkcioniranju poduzeća te sposobnosti da iz tih saznanja izvede buduće projekcije[18].

3. METODE VREDNOVANJA PODUZEĆA

S obzirom da točnost procjene vrijednosti poduzeća ovisi o velikom broju čimbenika na koje treba obratiti pozornost prilikom izvođenja procjene (financijska situacija, vrsta poslovne aktivnosti, tržišni udio, perspektive razvoja itd.) to je razvijen veći broj metoda za procjenu vrijednosti poduzeća u svrhu određivanja njegove stvarne vrijednosti. Svaka metoda ima drugačije polazište i temelji se na nekom od relevantnih čimbenika koji su bitni za procjenu poduzeća[19]. Metode procjene su raznovrsne, no svaka od njih polazi od dva moguća temelja:

- vrijednost imovine koju posjeduje poduzeće
- prihoda, odnosno zarade poduzeća

Ako se poduzeće vrednuje kao skup imovinskih oblika riječ je o pristupu vrednovanja temeljenom na imovini (**statičke metode**). Nasuprot njima nalaze se procjene vrijednosti poduzeća (**dinamičke metode**) temeljene na očekivanim, budućim poslovnim rezultatima tvrtke odnosno temeljene na budućem novčanom tijeku. Ovim dvjema skupinama može se pridodati i treća (**kombinirane metode**) u kojoj su metode procjene koje povezuju dva

[17] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 293.
[18] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 279.
[19] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 11.

osnovna pristupa vrednovanja tvrtke : pristup temeljen na imovini, te pristup temeljen na ekonomskoj vrijednosti.

3.1. STATIČKE METODE

Statički pristup polazi od postojeće situacije tvrtke, njene financijske pozicije koje ne uvažavaju potencijal stvaranja novih proizvoda i buduće zarade[20].

Procjeni vrijednosti poduzeća, njegove imovine i instrumenata financiranja može se pristupiti na više načina ovisno o samim pobudama za vrednovanje kao i o konkretnoj situaciji u kojoj se nalazi procjenjivano poduzeće. Temeljne statičke metode su :

- knjigovodstvena vrijednost
- ispravljena knjigovodstvena vrijednost
- zamjenska vrijednost
- likvidacijska vrijednost

U glavne statičke metode spadaju ispravljena knjigovodstvena vrijednost i likvidacijska vrijednost, dok su pomoćne metode knjigovodstvena i zamjenska vrijednost.

3.1.1. KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST PODUZEĆA

Knjigovodstvena vrijednost imovine računovodstveni je pojam što znači da se u procjeni vrijednosti imovine i obveza polazi od informacija iz prošlosti, evidentiranih u računovodstvu[21]. Temelj njezine procjene je bilanca. Knjigovodstvena se vrijednost tvrtke praktički svodi na utvrđivanje čiste imovine poduzeća, koja predstavlja razliku između knjigovodstvene procijenjene vrijednosti imovine tvrtke (aktive) i knjigovodstveno procijenjenih svih obveza tvrtke (tekućih i dugoročnih)[22]. Iskazana formulom ova relacija glasi[23] :

$$V_k = I_k - O_k$$

[20] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 127.
[21] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 14.
[22] Cvjetković, N. (2010): Procjena vrijednosti poduzeća i poslovnih rezultata, RRIF, br. 5/10, Zagreb, str. 67-75.
[23] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 15.

pri čemu je:

V_k = knjigovodstvena vrijednost predmeta analize

I_k = knjigovodstvena vrijednost imovine u bilanci stanja poduzeća

O_k = knjigovodstvena vrijednost obveza u bilanci stanja poduzeća

Iako je najjednostavnija za primjenu ona je istovremeno i najmanje precizna metoda za određivanje vrijednosti poduzeća. Knjigovodstvena vrijednost je bliža stvarnoj tržišnoj što je manje vremena proteklo od nekog poslovnog događaja, dok u obrnutom slučaju ekonomska vrijednost svih imovinskih oblika više odstupa od knjigovodstvene vrijednosti. Stoga je knjigovodstvena vrijednost imovine opravdana samo kao polazna točka procjene za sve eventualne kasnije korekcije imovine i kao takva indikator onoga što poduzeće posjeduje, ali ona automatski ne odražava i samu vrijednost ili cijenu poduzeća. Osnovni nedostatak knjigovodstvene vrijednosti je taj što je bilanca (iako koristan indikator vrijednosti) iskazana po povijesnim vrijednostima koje mogu znatno odstupati od stvarnih, tj. tržišnih vrijednosti.

3.1.2. ISPRAVLJENA KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST

Knjigovodstvene stavke aktive i pasive poduzeća često ne odražavaju pravu vrijednost, pa ih je potrebno uskladiti s vrijednosti koja će biti što bliže tržišnoj vrijednosti. Ispravljena knjigovodstvena vrijednost polazi od knjigovodstvene kao bazne koja se prihvaća kao tržišna, te se ona onda korigira procjenom tržišne vrijednosti najznačajnijih sredstava (zemljišta, zgrada, opreme)[24]. Relacija za utvrđivanje ispravljene knjigovodstvene vrijednosti glasi[25]:

Ispravljena vrijednost = tržišna vrijednost imovine – obveze

Razlika koja se javlja između knjigovodstvene i ispravljene knjigovodstvene vrijednosti leži u latentnim rezervama (potcijenjena aktiva ili precijenjena pasiva) i u skrivenim gubicima (precijenjena aktiva ili potcijenjena pasiva). Vrši se korekcija samo onih bilančnih pozicija koja sadrže latentne rezerve iznad dozvoljenih ili pak skrivene gubitke.

[24] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 128.
[25] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 21.

Pored toga, treba razmotriti elemente koji nisu sastavni dio bilance, a mogu predstavljati bilo dodatnu vrijednost poduzeća ili smanjenje vrijednosti. Stavke koje nisu u bilanci i mogu smanjiti vrijednost poduzeća[26] :

- sudski sporovi koji su u tijeku
- obveze za date stipendije
- menadžment tvrtke
- obveze za rente radnicima ozlijeđenim na poslu i dr.

Stavke koje mogu povećati vrijednost[27]:

- vrijedna tehničko-tehnološka rješenja
- nezastićeni patenti
- zaključeni kupoprodajni ugovori
- očekivane investicije u infrastrukturu
- menadžment tvrtke
- dobar glas – goodwill
- nove investicijske prilike.

Kod procjene vrijednosti stavki aktive procjenitelj treba obratiti veliku pažnju na zemljišta i građevinske objekte koji su najčešće potcijenjeni (postoje primjeri gdje tvrtke u svojim knjigama nemaju upisana zemljišta), nematerijalna ulaganja su najčešće precijenjena, oprema osim precijenjenosti sa sobom nosi velik broj izazova kao što su unikatnost, moralna zastarjelost i prekid proizvodnje. Stavke pasive bilance poduzeća je mnogo jednostavnije procjenjivati, jer su obveze u pravilu precizno definirane. Kada je procjena vrijednosti poduzeća koristeći ovu metodu gotova, mora postojati ravnoteža između aktive i pasive, odnosno svota procijenjene aktive mora odgovarati svoti pasive.

[26] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 128.
[27] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 128

3.1.3. ZAMJENSKA VRIJEDNOST

Zamjenska je vrijednost poduzeća jednaka cijeni koja pokazuje trošak zamjene cjelokupne postojeće imovine novom imovinom. Tada se postavlja pitanje: koliko bi koštala imovina da se nabavlja u sadašnjosti ili koliko bi koštalo poduzeće da se izgradi u sadašnjosti[28]? Investitora zanima ta informacija zbog činjenice da neće platiti za neki objekt više nego što bi stajala njegova zamjena, tj. ponovna izgradnja. Ovom metodom se najčešće postiže najviša procjena vrijednosti. U procjeni zamjenske vrijednosti poduzeća polazi se od ovih pretpostavki[29] :

- poduzeće se nastoji prodati u normalnom roku, pa i za procjenu troška nabave nove imovine ima dovoljno vremena
- za vrednovanje imovine i obveza poduzeća koriste se tržišne cijene
- tržišne su cijene one cijene koje vrijede u vrijeme procjenjivanja vrijednosti poduzeća
- implicitno se u vrijednost poduzeća uključuje samo nova imovina, što znači da se u obzir ne uzima neotpisana, već samo nabavna vrijednost osnovnih sredstava.

Relacija za utvrđivanje zamjenske vrijednosti glasi[30]:

$$V_z = Z - O$$

gdje je:

V_z = zamjenska vrijednost poduzeća

Z = zamjenska vrijednost sredstava (imovine) poduzeća

O = tržišna vrijednost obveza (duga) poduzeća

Problem koji se može javiti pri utvrđivanju zamjenske vrijednosti leži u činjenici da je vrlo teško rekonstruirati postojeća postrojenja ili opremu prema istim konstrukcijskim rješenjima budući da najveći dio imovine podliježe zastarijevanju. Za procjenu vrijednosti izgradnje

[28] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 26.
[29] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 26.
[30] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 27.

novog postrojenja ili opreme može poslužiti investicijski program (nalazi se u arhivama poduzeća ili banaka) u kojima se mogu naći informacije o procijeni vrijednosti izgradnje istog takvog objekta. Međutim ti investicijski programi najčešće sadrže povijesne podatke, koji iako su precizni i analitički moraju biti usklađeni sa stanjem u trenutku procjene.

3.1.4. LIKVIDACIJSKA VRIJEDNOST

Likvidacijska vrijednost predstavlja vrijednost poduzeća u slučaju rasprodaje (likvidacije) njegove imovine i karakteristična je za poduzeće u krizi[31]. U procjeni njene vrijednosti polazi se od ovih pet pretpostavki[32]:

- poduzeće se nastoji prodati u što kraćem roku, pa ni za procjenu vrijednosti poduzeća nema mnogo vremena
- za vrednovanje imovine i obveza poduzeća koriste se tržišne cijene
- tržišne su cijene one cijene koje vrijede u vrijeme procjenjivanja vrijednosti poduzeća
- implicitno se u vrijednosti poduzeća uključuje samo neotpisana vrijednost osnovnih sredstava, jer tržišne cijene vode računa o funkcionalnoj sposobnosti i zastarjelosti tih sredstava.

Likvidacijska vrijednost pokazuje koja je minimalna vrijednost imovine koja se može ostvariti njezinom prisilnom prodajom, odnosno pokazuje minimalni donji prag ispod kojeg se pregovori ne mogu voditi. Cilj ove metode je simulirati stečaj i likvidaciju tvrtke. Skup stvari vezanih uz poduzeće nakon prodaje mogu, ali i ne moraju služiti istoj svrsi kao i u dosadašnjem poduzeću. Međutim likvidacijska vrijednost se ne može koristiti kao temeljni izraz vrijednosti poduzeća koje nastavlja s poslovanjem budući da će se ova vrijednost ostvariti rasprodajom imovine poduzeća. Ona može predstavljati samo procjenu stupnja sigurnosti, odnosno nesigurnosti pri ulaganju u instrumente financiranja poduzeća, ponajprije one dužničke.

[31] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 23.
[32] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 24.

Relacija za izračun likvidacijske vrijednosti glasi[33] :

$$V_l = L - O$$

gdje je:

V_l = likvidacijska vrijednost poduzeća

L = likvidacijska vrijednost sredstava (imovine) poduzeća

O = tržišna vrijednost obveza (duga) poduzeća

Cilj likvidacijske vrijednosti je utvrditi u kojoj mjeri bi se mogli vjerovnici namiriti iz prodaje imovine dužnika. Ako se prodajom poduzeća ostvare prihodi od prodaje poduzeća veći od postojećih obveza, tada se višak prihoda raspodjeljuje vlasnicima poduzeća. Kada su prihodi manji ili jednaki postojećim obvezama, likvidacijska vrijednost je nula ili negativna, te dioničari ne sudjeluju u raspodjeli vrijednosti. Likvidacijska vrijednost poduzeća je uvijek manja u odnosu na knjigovodstvenu i zamjensku, stoga poduzeće treba procjenjivati pomoću likvidacijske metode samo onda kad to nameću spomenute okolnosti.

3.2. DINAMIČKE METODE

Za razliku od statičkih metoda koje se prilikom procjene poduzeća temelje na stanju imovine u sadašnjosti, dinamičke metode procjenu vrše temeljem budućih prihoda poduzeća, pri tome uvažavajući rizik takve zarade. Temelj prihodnih metoda procjene je prognoza zarade iz budućih poslovnih rezultata poduzeća[34], odnosno temelj takvog procjenjivanja jesu ostvarene zarade i novčani tokovi, te moguća buduća ostvarivanja zarade i novčanih tokova. Kod procjene vrijednosti poduzeća dinamičkim metodama, potrebno je imati na umu slijedeće pretpostavke od kojih one polaze:

- poslovni subjekt nastavlja s poslovanjem u budućnosti
- na tržištu je prisutna dostatna konkurencija

[33] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 24.
[34] Kopun, V., Slade, J. (1991): Metode procjene vrijednosti i ocjene boniteta poduzeća, Kopun i Kopun, Zagreb, str. 60

- inputi i outputi se procjenjuju po tržišnim cijenama
- tržišne cijene su stalne (nema utjecaja inflacije)
- promjene relativnih cijena uzimaju se u obzir
- vodi se računa o vremenskim preferencijama vlasnika.

Temeljne dinamičke metode možemo podijeliti u dvije skupine:
1. Procjena vrijednosti metodom multiplikatora
2. Procjena vrijednosti temeljena na diskontiranom novčanom toku

3.2.1. PROCJENA VRIJEDNOSTI METODOM MULTIPLIKATORA

Cilj procjene vrijednosti metodom multiplikatora (relativno vrednovanje) je utvrditi vrijednost tvrtke na temelju slične imovine na tržištu. U suštini multiplikatori predstavljaju omjer cijene dionice (tržišne ili transakcijske) i određene kategorije po dionici (poput neto dobiti ili knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice)[35]. Multiplikatori usporedivih poduzeća i transakcija oslanjaju se i na tzv. zakon jedne cijene prema kojoj bi se dvjema istovrsnim jedinicama imovine (odnosno dionicama) trebalo trgovati po istim cijenama (odnosno multiplikatorima). Radi se o ocjeni vrijednosti pojedine dionice u usporedbi s prosječnim multiplikatorom po kojem se trguje njoj sličnim dionicama.

Ovaj pristup vrednovanju se bazira na definiraju uzorka poduzeća koji nalikuju poduzeću koje se vrednuje što često zna biti vrlo zahtjevno s obzirom na razlike među poduzećima (veličina, prespektiva budućeg rasta, poslovni rizik, tekući i budući profiti). Najčešće korištene mjere usporedbe uključuju :
1. kvalitativne parametre kao što su industrija kojoj poduzeće pripada, proizvodi ili usluge koje poduzeće nudi, zemljopisna lokacija, uprava poduzeća i slično.
2. financijske pokazatelje poput dobiti, prihoda od prodaje, strukture kapitala, zaduženosti i slično.

[35] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 155.

S obzirom na prethodno objašnjene mjere usporedbe razlikujemo dvije osnovne skupine multiplikatora prema načinu izračuna[36]:

- multiplikatore na vrijednost poduzeća - izražavaju vrijednost cijelog poduzeća u odnosu na veličinu koja je relevantna svim kreditorima i vlasnicima poduzeća i najčešće se računa prema prihodima od prodaje i operativnoj dobiti.
- multiplikatore na vrijednost obične glavnice - izražavaju vrijednost na koju polažu pravo dioničari poduzeća (tržišna kapitalizacija ili cijena) u odnosu na veličinu relevantnu isključivo dioničarima koja ostaje nakon što su svi polagatelji prava podmireni. Najčešće se računaju na neto dobit i knjigovodstvenu vrijednost obične glavnice (book value).

3.2.1.1. MULTIPLIKATOR P/E

U vrednovanju poduzeća najveći značaj imaju pokazatelji koji stavljaju u odnos cijenu i dobit (eng. price-to-earnings) poduzeća ili P/E multiplikatori. Osim što se koriste kao metoda za vrednovanje poduzeća, mogu se koristiti kao pokazatelji odluke o kupovini ili prodaji dionica na tržištu kapitala. Multiplikator P/E pokazuje koliko su ulagači spremni platiti za jednu novčanu jedinicu dobitka kompanije, a računa se prema formuli[37]:

$$P/E = \frac{Tržišna\ kapitalizacija}{Neto\ dobit} = \frac{Cijena\ dionice}{Neto\ dobit\ po\ dionici}$$

Kao alternativne kategorije dobiti ciljne kompanije u ovakvoj se analizi mogu koristiti: dobit nakon oporezivanja, dobit prije kamata i poreza – EBIT, dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije – EBITDA.
Multiplikator P/E može se računati na temelju posljednje tržišne cijene i posljednjeg objavljenog dobitka po dionici (EPS prikazan u zadnjim financijskim izvještajima). Također, može se koristiti i prognozirani multiplikator na temelju tekuće tržišne cijene i prognoziranog

[36] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 156.
[37] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 159.

EPS-a. Obično se uzimaju P/E prosjeci za određene industrije i na temelju njih se procjenjuje njegova vrijednost. Formula za izračun glasi[38]:

$$EPS = \frac{Neto\ dobit - Dividende\ na\ preferecijalne\ dionice}{Prosječni\ broj\ izdanih\ dionica}$$

Pristup P/E multiplikatora daje najbolje rezultate ako su dostupni podaci o visoko usporedivim poduzećima, ako stupanj usporedivosti opada to se negativno odražava na uspješnost vrednovanja poduzeća ovim pristupom. Obično se izračunava prosječni P/E industrije ili grupe poduzeća koje karakteriziraju slični proizvodi i rizici poslovanja. Glavni razlog korištenja ovog pristupa proizlazi iz izbjegavanja dugotrajnog procesa procjene i modeliranja performansi poduzeća koje je predmet vrednovanja. Svi potrebni podaci mogu se dobiti iz podataka sa tržišta kapitala i financijskih izvještaja poduzeća. Formula za vrednovanje poduzeća usporednim P/E multiplikatorom glasi[39]:

$$V_E = \frac{P}{E}_{usporedive\ tvrtke}\ x\ neto\ dobitak_{vrednovane\ tvrtke}$$

Prednosti korištenja P/E multiplikatora su[40]:

- dobit po dionici jedna je od osnovnih odrednica vrijednosti investicije
- empirijska su istraživanja dokazala da su razlike u multiplikatorima među usporedivim poduzećima vezane uz dugoročne prosječne prinose na dionice
- P/E multiplikator je popularan među sudionicima na tržištu kapitala.

Nedostaci korištenja P/E multiplikatora su[41]:

- poduzeće može poslovati s gubitkom, odnosno negativnom dobiti, što sam P/E multiplikator čini besmislenim i neupotrebljivim (nitko ne može sa sigurnošću

[38] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 173.
[39] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 170.
[40] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 160.
[41] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 160.

procijeniti rizik budućih događaja, niti procijeniti dobit koja će se konstantno odražavati u budućnosti)

- dio ostvarene dobiti koji je posljedica volatilnosti i nestalnosti poslovanja može otežati interpretaciju i dosljednost multiplikatora
- usporedivost P/E multiplikatora među poduzećima može biti narušena upotrebom različitih računovodstvenih standarda koji mogu iskriviti sliku o objavljenoj dobiti.

3.2.1.2. MULTIPLIKATOR P/B

P/B multiplikator (eng. Price to book ratio) pokazuje odnos cijene dionice u odnosu na knjigovodstvenu vrijednost obične glavnice poduzeća. Relacija za izračun glasi[42]:

$$P/B = \frac{Tržišna\ kapitalizacija}{Knjig.vrij.ob.glavnice} = \frac{Cijena\ dionice}{Knjig.vrij.ob.glavnice\ po\ dionici}$$

Knjigovodstvena vrijednost glavnice po dionici izračunava se na način da se od ukupne imovine oduzmu ukupne obveze, te se dobivena vrijednost podijeli s brojem izdanih dionica.

Kao i kod prethodno opisanog multiplikatora obično se izračunava prosječni P/B industrije ili grupe poduzeća koje karakteriziraju slični proizvodi i rizici poslovanja. Izračun vrijednosti poduzeća pomoću multiplikatora P/B izražava se relacijom[43]:

$$V_E = \frac{P}{B}_{usporedive\ tvrtke}\ x\ knjigovodstvena\ vrijednost\ dioničke\ glavnice\ _{vrednovane\ tvrtke}$$

Prednosti korištenja P/B multiplikatora su:

- multiplikator je moguće koristiti i kada poduzeće posluje s gubitkom jer je knjigovodstvena vrijednost glavnice obično pozitivna

[42] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 161.
[43] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 171.

- knjigovodstvena vrijednost glavnice je stabilnija od dobiti te se ovaj multiplikator može koristiti i kada je dobit poduzeća niska, visoka ili volatilna
- multiplikator se može upotrijebiti i pri procjeni vrijednosti poduzeća koja prestaju s poslovanjem.

Nedostaci korištenja P/B multiplikatora su slijedeći:

- multiplikator ne odražava vrijednost nematerijalne imovine
- može dovesti do pogrešnih zaključaka ako se uspoređuju poduzeća s velikim razlikama u veličini imovine
- usporedivost multiplikatora među različitim poduzećima može biti umanjena zbog korištenja različitih računovodstvenih konvencija
- inlacija i tehnološki napredak mogu utjecati na knjigovodstvenu vrijednost glavnice poduzeća što dovodi do otežane usporedbe multiplikatora među poduzećima.

3.2.1.3. MULTIPLIKATOR P/S

Multiplikator P/S (Price-sales ratio) predstavlja omjer između cijene dionice i prihoda prodaje po dionici i najčešće se koristi kod poduzeća koja posluju u izrazito nestabilnim industrijama. Formula za izračun glasi[44] :

$$P/S = \frac{Cijena\ dionice}{Prihod\ po\ dionici}$$

ili

$$P/S = \frac{P}{E} x \frac{E}{S}$$

gdje je :

P/E – omjer između cijene i dobiti po dionici

E/S – omjer između dobiti i prihoda prodaje po dionici (profitna marža)

[44] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 173.

Tako dobivena vrijednost množi se s ukupnim brojem običnih dionica poduzeća.

3.2.1.4. MULTIPLIKATOR P/EBITDA I P/EBIT

Multiplikator P/EBITDA izračunava se stavljanjem u omjer tržišne vrijednosti poduzeća (tržišne kapitalizacije dioničke glavnice i tržišne kapitalizacije duga) i dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije - EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) i može se izraziti formulom[45]:

$$V_F = \frac{Vrijednost\ poduzeća}{EBITDA}_{usporedive\ tvrtke}\ x\ EBITDA_{vrednovane\ tvrtke}$$

Dobivenim multiplikatorom množi se EBITDA vrednovanog poduzeća.

Multiplikator P/EBIT je često korišten u industrijama koje kapitalne investicije koriste radi održavanja postojeće imovine te kod kojih su one približno jednake amortizaciji. Formula za vrednovanje je jednaka kao i prethodna samo se umjesto EBITDA uvrštava EBIT – dobit prije kamata i poreza[46]:

$$V_F = \frac{Vrijednost\ poduzeća}{EBIT}_{usporedive\ tvrtke}\ x\ EBIT_{vrednovane\ tvrtke}$$

Kada se želi procijeniti vrijednost poslovnih operacija poduzeća odnosno njegovu snagu da generira novčani tok bez obzira na način financiranja, koriste se prethodno navedni multiplikatori. Međutim, kada se želi procijeniti vrijednost kapitala poduzeća uspoređujući slična poduzeća u istoj industriji, koristi se P/E multiplikator koji uzima u obzir cijenu dionica na tržištu kapitala i neto dobit, očekujući da slična poduzeća u industriji imaju više manje isti P/E multiplikator.

[45] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 171.
[46] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 172.

Neke od prednosti korištenja navedenih multiplikatora:

- uglavnom su korisniji od P/E multiplikatora uspoređuju li se poduzeća s različitom razinom financijske poluge (duga)
- EBITDA i EBIT znaju biti pozitivni i u situacijama kad poduzeće posluje s gubitkom
- EBITDA nije narušen razinom amortizacije te je dobra mjera za procjenu kapitalno intezivnih poduzeća koja ostvaruju visoke razine amortizacije.

S druge strane, nedostaci korištenja multiplikatora su slijedeći:

- EBIT je narušen razinom amortizacije
- EBITDA zanemaruje utjecaj različitih politika priznavanja prihoda na operativni novčani tok.

3.2.1.5. OSTALI MULTIPLIKATORI

U multiplikatore usporedivih poduzeća[47] (uz prethodno pojašnjene) spadaju još:

- multiplikator prinosa dividende (dividend yield) – pokazuje odnos dividende i cijene po dionici
- Tobin's Q multiplikator – pokazuje odnos između tržišne vrijednosti tvrtkinog dioničkog kapitala i troška zamjene njezine imovine po tekućoj vrijednosti
- multiplikator V/P – pokazuje odnos vrijednosti poduzeća i prihoda od prodaje

Metoda usporedivih poduzeća koristi tržišne podatke o sličnim poduzećima te ih uvećava za premiju za preuzimanje ili kontrolnu premiju s ciljem procjene vrijednosti[48]. Ova metoda se najčešće koristi u procjeni manjinskih vlasničkih udjela u poduzeću. Glavne prednosti ove metode je što su podaci o usporedivim poduzećima lako dostupni te se dolazi do prihvatljive

[47] uz prethodno pojašnjene, postoji drugačija metoda izračuna vrijednosti poduzeća pomoću multiplikatora prikazana u knjizi: Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 169-179.

[48] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 158.

aproksimacije vrijednosti promatranog poduzeća u odnosu na slična poduzeća na tržištu. Nedostatak leži u činjenici da je metoda osjetljiva na pogrešno određene tržišne cijene.

U multiplikatore usporedivih transakcija spadaju:

- vrijednost preuzimanja / neto dobit
- vrijednost preuzimanja / prihod od prodaje
- vrijednost preuzimanja / knjigovodstvena vrijednost obične glavnice
- vrijednost transakcije /EBIT
- vrijednost transakcije / EBITDA

Pri procjeni vrijednosti putem metode multiplikatora usporedivih transakcija ili metode transakcijskih multiplikatora, koriste se informacije vezane uz nedavno zaključene transakcije preuzimanja sličnih poduzeća kako bi se utvrdila vrijednost mete prilikom preuzimanja. Metoda multiplikatora usporedivih transakcija pretpostavlja da bi se poduzeća unutar iste industrije u transakcijama s promjenom kontrole, (ali ne i likvidacijom) trebala prodavati po istim relativnim vrijednostima, mjerenim multiplikatorima na njihove financijske pokazatelje.

Ova metoda se provodi na isti način kao i prethodno objašnjena metoda, no postoje dvije bitne razlike. U ovom slučaju sva su usporediva poduzeća nedavno preuzeta od strane investitora i izračun multiplikatora se temelji na cijenama plaćenim za preuzimanje usporedivih poduzeća u već realiziranim transakcijama preuzimanja i spajanja.

3.2.2. PROCJENA VRIJEDNOSTI TEMELJENA NA DISKONTIRANOM NOVČANOM TOKU

Navedena metoda procjene vrijednosti poduzeća polazi od diskontiranja očekivanih gotovinskih tijekova, bilo od dividendi (pristup diskontiranih dividendi – DDM model), bilo slobodnog gotovinskog tijeka (pristup diskontiranih slobodnih gotovinskih tijekova)[49]. Procjena vrijednosti temeljena na diskontiranom novčanom toku vrednuje buduću profitnu snagu poduzeća. Bitna karakteristika ove metode je da se ona temelji na procjeni diskontne stope koja odražava rizičnost poslovnih operacija analiziranog poduzeća, odnosno odražava

[49] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 130.

percepciju rizičnosti poduzeća od strane investitora koji ulažu svoja sredstva, te trošak financiranja za poduzeće koje pribavlja financijska sredstva za svoje poslovanje. Izabrana diskontna stopa uvelike određuje vrijednost poduzeća. Viša stopa se uzima za manje i nove tvrtke, tvrtke koje posluju na nestabilnim tržištima i u neizvjesnom makroekonomskom okruženju jer investitori tada traže veću stopu povrata na trajni kapital, što znači da će biti spremni platiti nižu kupovnu cijenu.
Postoji nekoliko metoda vrednovanja poduzeća koje su temeljene na slobodnom novčanom toku:

1. Metoda diskontiranih dividendi (DDM model)
2. Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF model)

3.2.2.1. METODA DISKONTIRANIH DIVIDENDI

Svrha ova metode je definirati vrijednost poduzeća sa stajališta maksimalne korisnosti koju ona ima za dioničare, odnosno utvrditi vrijednost tvrtke na temelju procjena iznosa, dinamike i rizičnosti dividendi. Ova metoda izjednačava vrijednost poduzeća s diskontiranom vrijednošću budućih dividendi koje poduzeće očekuje. Neke od varijanti ove metode procjene definirane su prema karakteru očekivanog gotovinskog tijeka od dividendi:

1. Model konstantnih dividendi – primjenjuje se kada tvrtka isplaćuje cjelokupan profit u vidu dividendi, odnosno kada nema zadržani profit koji bi mogla reinvestirati. Dioničari tada dobivaju maksimalno moguću dividendu (imajući u vidu visinu ostvarenog profita), ali ne mogu računati na porast dividendi u narednim godinama pod pretpostavkom da tvrtka ne emitira nove dionice. Ako se pretpostavi da vlasnike dionica očekuje uvijek isti iznosi dividendi u svakoj budućoj godini, vrijednost promatranog poduzeća se računa po formuli[50]:

$$P_0 = \frac{D}{k_s}$$

gdje je :

[50] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 137.

P_0 – sadašnja vrijednost dioničke glavnice

D – iznos dividende po dionici

k_s – zahtijevana stopa povrata na uloženi kapital

$D_1=D_2=D_3=....=D_t$

Ovako postavljena relacija predstavlja vječnu rentu dioničara koji ulažući svoj kapital u poduzeće očekuju jednolike novčane tijekove bez vremenskog ograničenja u budućnosti.

2. Model konstantnog rasta dividendi (Gordonov model) – određuje sadašnju vrijednost dionice temeljem vrijednosti od nje očekivanih dividendi, dakle omjerom očekivanih budućih dividendi i razlike između očekivanog prinosa na dionicu i stope rasta dividendi[51]. Model je primjenjiv za vrednovanje dionica poduzeća koja redovito isplaćuju dividende čije dividende rastu prema nekoj godišnjoj stopi rasta g. Formula za izračun glasi[52]:

$$\mathrm{P_0} = \frac{\mathrm{D_0}(1+\mathrm{g})}{\mathrm{k_s}-\mathrm{g}} = \frac{D_1}{k_s - g}$$

gdje je:

P_0 – sadašnja vrijednost dioničke glavnice

D_0 – dividenda na kraju prethodne godine

D_1 – dividenda koja se očekuje za jedno razdoblje unaprijed

k_s – zahtijevana stopa povrata na dioničku glavnicu

g – stopa rasta dividendi u budućnosti

Gordonov model se zasniva na 3 pretpostavke: 1) tok dividende je trajan ($n \rightarrow \infty$) 2) dividende stalno rastu po konstantnoj stopi g 3) očekivani prinos na dionice veći je od stope rasta dividendi ($k_s>g$). Problem vezan uz ovaj model se javlja pri pretpostavci da dividende rastu po konstantnoj stopi, što u praksi često nije slučaj. Također ovaj model je vrlo osjetljiv na procijenjenu stopu rasta dividendi, stoga se krivo procijenjena stopa rasta dividendi odražava dvostruko na procjenu dionice. Zato je on prikladan za procjenu troška glavnice poduzeća koja su već dosegla razdoblje stabilnog rasta, te onih poduzeća koja redovito isplaćuju dividende.

[51] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 85.

[52] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 137.

3. Model nekonstantnog rasta dividendi - se koristi kada tvrtka predviđa vrlo promjenjivo kretanje dividendi. Tada se pretpostavlja da će dividende umjesto po konstantnoj stopi, rasti po različitim stopama prvih nekoliko godina. Najčešće susretane varijante su dvoperiodni i troperiodni model. Dvoperiodni model se primjenjuje kada se očekuju dva prepoznatljiva razdoblja rasta procjenjivanog poduzeća, i to kratkoročno razdoblje supernormalnog rasta i dugoročno razdoblje kontinuiranog rasta. Troperiodni model je s druge strane najprikladniji kad se susrećemo s tri jasna razdoblja rasta – razdoblje rasta, prijelazno razdoblje i razdoblje zrelosti. Izračuna cijene dionice modelom višestrukog rasta je veoma složen postupak, a njegova složenost je određena brojem stopa rasta koje uzimamo u model. Vrijednost dionice računa se kao zbroj sadašnje vrijednosti dividendi u razdoblju njihova predviđanja i sadašnje vrijednosti predviđene cijene dionice na kraju tog razdoblja.

3.2.2.2. METODA DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA

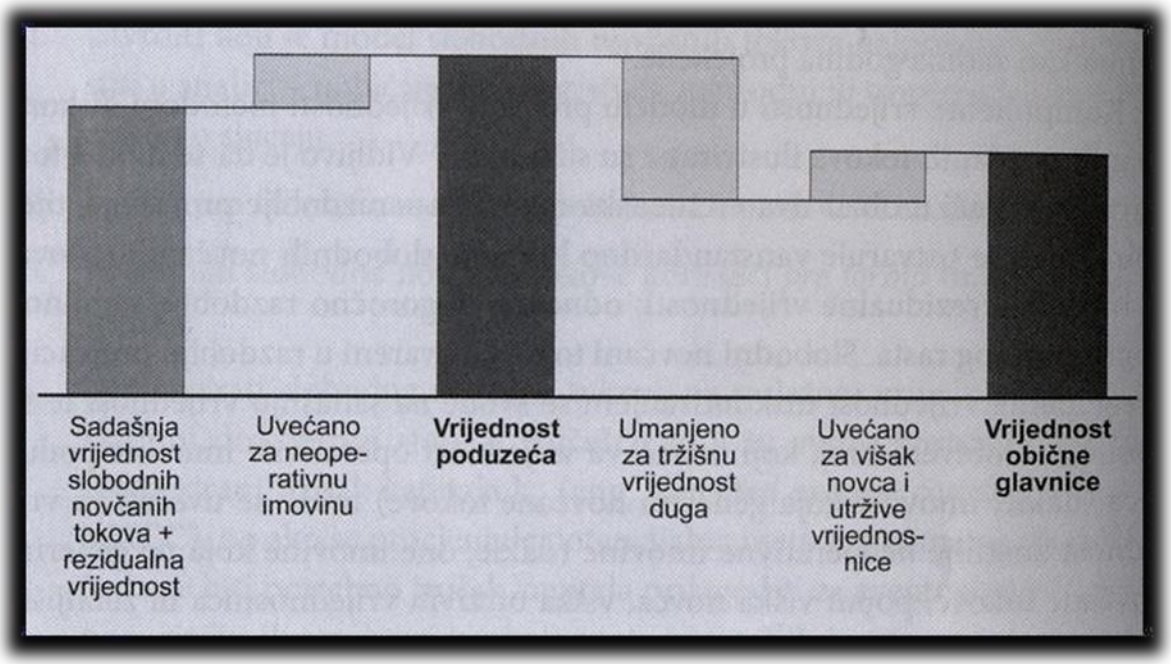
Procjena vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda, eng. discounted cash flow method) temelji se na pro forma prognozi očekivanih budućih novčanih tokova procjenjivanog poduzeća koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost[53]. Ova metoda je najprikladnija za procjenu strateškog, kontrolnog paketa dionica u poduzeću koje je stabilno i namjera nastaviti poslovati i dalje (engl. going concern). Temelj ove metode leži u vjerovanju da profitabilna imovina (bilo koja) vrijedi onoliko koliko vrijede budući novčani tokovi koje će ta imovina generirati, odnosno da svaka imovina ima svoju intrinzičnu vrijednost koja se može procijeniti na temelju novčanog rasta, toka i rizika poduzeća.

Osnovni koraci pri procjeni vrijednosti DCF metodom su[54]:

1. Utvrditi koji je model slobodnih novčanih tokova najprikladnije koristiti u analizi.
2. Razviti pro forma financijske izvještaje koji će biti temelj analize.
3. Izračunati slobodne novčane tokove koristeći pro forma financijske izvještaje.

[53] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 105.
[54] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 106.

4. Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po prikladnoj diskontnoj stopi
5. Odrediti rezidualnu vrijednost Rv i diskontirati je na sadašnju vrijednost.
6. Zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove za prvo razdoblje i diskontiranu rezidualnu vrijednost da bi se utvrdila vrijednost procjenjivanog poduzeća.



Slika 1: Suma djelova vrijednosti u DCF modelu

Izvor: Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 108.

Prethodna slika objašnjava sumu djelova vrijednosti u DCF modelu. Slobodni novčani tokovi ostvareni u razdoblju projekcije i rezidualna vrijednost diskontiranjem se svode na sadašnju vrijednost te se zbrajaju. Dobiven broj, koji označava vrijednost operativne imovine poduzeća može se uvećati za vrijednost znatnije neoperativne imovine kako bi se došlo do ukupne vrijednosti poduzeća koji se potom umanjuje za neto dug kako bi se odredila vrijednost vlastitog kapitala poduzeća. Model se formira uzimajući u obzir dva vremenska razdoblja, razdoblje projekcije i razdoblje rezidualne vrijednosti.

Dva su tipa slobodnog novčanog toka[55]:

1. FCFF – (free cash flow to firm) je slobodni novčani tijek poduzeća koji se još naziva i poslovni tijek novca. To je koncept novčanog tijeka prije duga.
2. FCFE – (free cash to equity) je slobodni novčani tijek dioničke glavnice ili neto tijek novca koji je dostupan dioničarima. To je koncept novčanog tijeka poslije duga.

Tablice 1. i 2. prikazuju izračun slobodnog novčanog tijeka poduzeća i slobodnog novčanog tijeka dioničke glavnice.

Tablica 1: Izračun slobodnog novčanog tijeka poduzeća (FCFF)

Prihodi - Novčani operativni rashodi
Operativni dobitak prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA) - Deprecijacija i amortizacija
Operativni dobitak prije kamata i poreza (EBIT) X (1- tvrtkina prosječna porezna stopa)
Neto operativni profit poslije poreza (NOPAT) + Deprecijacija i amortizacija
Novčani tijek iz operacija - Kapitalni izdaci - Povećanje u radnom kapitalu
Slobodni novčani tijek poduzeća (FCFF)

Izvor: Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 124.

Tablica 2: Izračun slobodnog novčanog tijeka dioničke glavnice (FCFE)

Prihodi - Novčani operativni rashodi
Operativni dobitak prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA) - Deprecijacija i amortizacija

[55] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 123.

Operativni dobitak prije kamata i poreza (EBIT) X (1- tvrtkina prosječna porezna stopa)

Neto dobitak + Deprecijacija i amortizacija

Novčani tijek iz operacija - Kapitalni izdaci - Povećanje u radnom kapitalu - Otplata glavnice duga + Primici od izdavanja novog duga
Slobodni novčani tijek dioničke glavnice (FCFE)

Izvor: Izvor: Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 125.

Kada tvrtka ne koristi polugu FCFE je jednak FCFF. Razlika između FCFF i FCFF leži u činjenici da se po FCFE pristupu vrednuje samo onaj dio novčanog tijeka koji ostaje raspoloživ za distrubuciju dioničarima, dok FCFF pristup vrednuje ukupni novčani tijek kojeg tvrtka očekuje ostvariti u budućnosti.

Neto primici u budućim godinama nemaju istu vrijednost kao primici u godini u kojoj se procjenjuje vrijednost poduzeća. Zbog toga je potrebno sve primitke iz budućnosti diskontirati na sadašnju vrijednost. Kao diskontna stopa najčešće se koristi prosječni ponderirani trošak kapitala ili WACC. Prema WACC konceptu, suma očekivanih gotovinskih tijekova diskontira se troškom kapitala, koji se utvrđuje kao ponderirani prosjek kombinacije izvora iz kojih se tvrtka financira odnosno[56] :

$$WACC = \mathrm{w_d k_d}\,(1 - \mathrm{t}) + \mathrm{w_p k_p} + \mathrm{w_s k_s}$$

gdje je:

w_i – ponder i-te komponente kapitala

w_d – ponder duga

w_p- ponder prioritetnih dionica

w_s – ponder dioničke glavnice

[56] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 285.

k_d – trošak duga

k_d (1-t) – trošak duga nakon oporezivanja, stvarni trošak duga

t – porezna stopa

$\sum w_i = 1$

Pri izračunu WACC-a posebna pozornost se mora posvetiti izračunu troška trajnog kapitala. Najčešće korišten model za izračun troška trajnog kapitala je CAPM, model vrednovanja kapitalne imovine. Formula za izračun glasi[57]:

$$ks = R_f + (R_m - R_f)B_j$$

gdje je:

R_f - stopa povrata bez rizika

R_m – stopa povrata na tržišni portfolio

B_j – mjera sustavnog rizika za dano poduzeće

Dva su osnovna modela slobodnih novčanih tokova – jednoperiodni i višeperiodni. Oba modela se mogu temeljiti na izračunu slobodnih novčanih tokova poduzeća (FCFF) ili slobodnih novčanih tokova običnoj glavnici (FCFE)[58]. Koristeći jednoperiodni model, vrijednost poduzeća određuje se na slijedeći način[59]:

$$VP = \frac{FCFF\ x\ (1+g)}{WACC - g}$$

Ako se u jednoperiodnom modelu koristi slobodni novčani tok običnoj glavnici formula glasi[60]:

$$VP = \frac{FCFE\ x\ (1+g)}{r - g}$$

[57] Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str. 286.
[58] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 110.
[59] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 112.
[60] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 113.

gdje je:

VP – vrijednost poduzeća

FCFF – zadnji ostvareni slobodni novčani tok poduzeću

g – očekivana stopa rasta slobodnih novčanih tokova poduzeću

WACC – ponderirani prosječni trošak kapitala

FCFE – zadnji ostvareni slobodni novčani tok običnoj glavnici

r – zahtijevani prinos na običnu glavnicu (trošak obične glavnice)

Osim jednoperiodnog modela postoji i višeperiodni model slobodnih novčanih tokova. Najčešće varijante višeperiodnog modela su dvoperiodni i troperiodni model. Dvoperiodni model se koristi ako se očekuju dva razdoblja rasta, i to kratkoročno razdoblje supernormalnog rasta i dugoročno razdoblje kontinuiranog rasta, dok se troperiodni model koristi kod tri razdoblja rasta. Formula za izračun dvoperiodnog modela slobodnog novčanog toka poduzeća glasi[61]:

$$VP = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)^t} x \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Ako se u dvoperiodnom modelu koristi slobodni novčani tok dioničkoj glavnici formula glasi[62]:

$$VP = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g_n} x \frac{1}{(1+k_e)^t}$$

U prvoj fazi dvoperiodnog modela izračunava se operativna vrijednost poduzeća. Druga faza u modelu se odnosi na slobodni novčani tok nakon planskog razdoblja i ta vrijednost je preostala, odnosno rezidualna vrijednost poduzeća. Izračun rezidualne vrijednosti vezan je uz

[61] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 131.
[62] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 128.

definiranje godine od koje se smatra da je poduzeće sposobno održavati svoje novčane tokove na stabilnoj razini. Po dostizanju tog razdoblja poduzeće počinje rasti po konstantnoj stopi.

U ovom radu biti će analizirana samo rezidualna vrijednost izračunata putem diskontiranih novčanih tokova i njihovog rasta u vječnost, jer je taj pristup najbliži DCF metodi. Formula za izračun rezidualne vrijednosti je slijedeća[63]:

$$RV = \frac{FCFF_t \ x \ (1+g)}{WACC - g}$$

3.3. KOMBINIRANE METODE

Kombiniranim metodama povezuju se dvije osnovne metode vrednovanja poduzeća: statičke i dinamičke metode. U prethodnom tekstu razrađene su statičke i dinamičke metode, te postupak provođenja svakog metode zasebno. One se prvenstveno razlikuju zbog baze podataka koja se koristi i metoda koje se primjenjuju. Međutim, međusobna povezanost statičkih i dinamičkih metoda vrednovanja poduzeća tijekom postupka procjene proizlazi iz činjenice da u pravilu dinamičke metode zahtijevaju podatke iz baze podataka, koja inače služi za statičke metode ili proizlazi iz statičkih metoda[64]. Kombinirane metode mogu se podijeliti u tri osnovne skupine:

1. Metode srednje vrijednosti – svoju procjenu temelje na srednjoj vrijednosti između vrijednosti imovine i vrijednosti profitne snage[65]. Pri tome se mogu koristiti metode jednostavne i vagane sredine.

2. Integrativne metode – karakteristika integrativnih metoda je pokuaj pronalaženja logičke veze između vrijednosti imovine i vrijednosti profitne snage. U integrativne metode spadaju[66]:

[63] Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb, str. 121.
[64] Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut Zagreb, str. 61.
[65] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 393.

metoda kapitalizacije ekstra zarada, metoda procjene goodwilla, metoda neposrednog otpisa vrijednosti imovine i stuttgartska metoda.

3. Metode indirektnog kombiniranja – kod ove metode profitna snaga poduzeća se ne vrednuje određenom stopom kapitalizacije već kroz troškove dosezanja zarada poduzeća koje se vrednuje, tj. njegova profitna snaga se procjenjuje neizravno[67]. Odnosno procjenjuju se troškovi koji su potrebni da se dosegne sadašnji nivo zarade tvrtke koja se vrednuje.

4. PRIMJENA ODABRANIH METODA VREDNOVANJA NA PRIMJERU DRUŠTVA ATLANTIC GRUPA D.D.

U ovom poglavlju vršiti će se procjena vrijednosti Atlantic grupe na temelju dostupnih financijskih podataka i sukladno trenutnom financijskom stanju poduzeća. Odabrane metode vrednovanja koje će se koristiti su slijedeće: knjigovodstvena metoda, ispravljena knjigovodstvena metoda, metoda P/E multiplikatora, metoda P/B multiplikatora, metoda diskontiranih novčanih tokova poduzeća. Prije nego što se započne s prikazom različitih metoda vrednovanja potrebno je navesti neke osnovne podatke o Atlantic grupi.

4.1. OSNOVNI PODACI O ATLANTIC GRUPI D.D.

Atlantic Grupa je jedna od vodećih prehrambenih kompanija u regiji, koja u svojem poslovanju objedinjuje proizvodnju, razvoj, prodaju i distribuciju robe široke potrošnje Društvo Atlantic Trade osnovano je 1991. godine u Zagrebu, a 2002. postaje sastavni dio Atlantic grupe d.d. koja je jedna je od vodećih prehrambenih kompanija u regiji s poznatim regionalnim robnim markama čiji proizvodni portfelj uključuje kavu, prehranu za sportaše, bezalkoholna pića, slatki i slani asortiman, delikatesne namaze i gourmet proizvode te dječju

[66] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 393
[67] Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća-novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 169.

hranu. Dodatno, Atlantic Grupa ima široki portfelj proizvoda za osobnu njegu, vlasnik je poznatog hrvatskog proizvođača vitamina, minerala, suplemenata i OTC lijekova te je vlasnik ljekarničkog lanaca u Hrvatskoj pod nazivom Farmacia. Atlantic Grupa ima razvijenu distribucijsku mrežu na regionalnim i internacionalnim tržištima kroz koju, osim vlastitog proizvodnog asortimana distribuira i asortiman proizvoda vanjskih partnera.

Proizvodi Atlantic grupe imaju značajnu prisutnost u Rusiji, zemljama ZND-a, i zapadne Europe, a s asortimanom sportske prehrane Atlantic je vodeća europska kompanija u ovom segmentu. Danas je Atlantic Grupa kompanija s prihodima od 5,4 milijardu kuna, preko 5300 zaposlenih, razvijenom distribucijom, dvanaest robnih marki s prodajom iznad 120 milijuna kuna te 19 proizvodnih pogona. Sjedište kompanije je u Zagrebu, proizvodni pogoni se nalaze u Hrvatskoj, Njemačkoj, Sloveniji, BiH, Srbiji i Makedoniji, a tvrtke i predstavništva u 12 zemalja. Na tržištima gdje nije prisutna s vlastitim operativnim kompanijama, Atlantic grupa je razvila partnerske odnose s regionalnim i nacionalnim distributerima[68]. U okviru Atlantic grupe posluju operativna poduzeća: Droga Kolinska, Soko Štark, Grand Prom, Foodland, Multivita, Argeta, Multipower, Cedevita, Neva, Interchem, Dietpharm, Farmacia, Bio Natura i Prodis.
U nastavku su prikazani ključni financijski podaci iz 2015. godine uspoređeni s podacima iz prethodne godine.

Tablica 3 : Ključni pokazatelji Atlantic grupe

(u milijunima kn)	2015.	2014.	% promjena
Ukupni prihod od prodaje	5.405,3	5.118,4	5,6%
EBITDA	567,3	597,0	(5,0%)
EBIT	404,0	440,7	(8,3%)
Neto dobit nakon manjinskih interesa	242,3	200,0	21,2%

Izvor: Prikaz autora prema: Konsolidirani revidirani financijski rezultat Atlantic grupe u 2015. godini, str.1

Ukupni prihod od prodaje se 2015. godine u odnosu na 2014. godinu povećao za 5,6%. Na slijedećoj slici prikazana je dinamika prihoda od prodaje po Strateškim poslovnim područjima te Strateškim distribucijskim područjima.

[68] Atlantic Grupa d.d. (2013): O nama [Internet], raspoloživo na: http://www.atlantic.hr/hr/o-nama/, [26.10.2016].

(u tisućama kuna)	2015	2014	2015/2014
SPP Pića	666.075	638.817	4,3%
SPP Kava	1.084.926	1.026.680	5,7%
SPP Slatko i slano	631.553	614.426	2,8%
SPP Delikatesni namazi	538.231	471.385	14,2%
SPP Sportska i aktivna prehrana	768.428	779.075	(1,4%)
SPP Zdravlje i njega	509.615	493.345	3,3%
SDP Hrvatska	938.311	844.252	11,1%
SDP Srbija	1.175.100	1.083.149	8,5%
SDP Međunarodna tržišta	589.913	582.426	1,3%
DP Slovenija	761.868	725.487	5,0%
Ostali segmenti*	780.058	820.504	(4,9%)
Usklada**	(3.038.766)	(2.961.173)	n/p
Prihod od prodaje	5.405.312	5.118.373	5,6%

Slika 2: Profil prihoda od prodaje po Strateškim poslovnim područjima te Strateškim distribucijskim područjima

Izvor: Atlantic Grupa d.d. (2015): Investitori-financijski izvještaji [Internet], raspoloživo na: http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Konsolidirani-revidirani-financijski-rezultati-u-2015/Konsolidirani%20revidirani%20financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202015.%20godini_1.pdf [23.11.2016].

U 2015. ostvarena je 5,0% niža EBITDA. Pozitivan utjecaj na EBITDU imao je rast prihoda ostvaren u većini poslovnih segmenata i prodaja poslovanja čajeva u iznosu od 23,8 milijuna kn, međutim rast je potpuno anuliran utjecajem: troškova restrukturiranja u području sportske i aktivne prehrane, konsolidacije akvirirane tvrtke Foodland, pada prodaje u ZND, ulaganja u pokretanje distribucijskih kompanija u Njemačkoj i Austriji.

Atlantic grupa je 2015. u odnosu na 2014. godinu ostvarila 8,3% niži EBIT, prvenstveno zbog pada EBITDA i rasta amortizacije. Neto dobit nakon manjinskih interesa povećala se za 21,2% prvenstveno zbog otkupa manjinskog udjela u Cedeviti, čime je značajno smanjena dobit imateljima manjinskih interesa.

Sve navedeno dovodi do zaključka da je poslovni model Atlantic grupe stabilan i u teškom gospodarskom okruženju (visoka nezaposlenost, niska osobna potrošnja, niska razina investicija) što pokazuju ostvareni rezultati i pokretanje novih investicija. U okruženju općeg pada ili stagnacije Atlantic grupa je uspjela ostvariti rast, dok je internacionalizacija

poslovanja postala jedna od glavnih strateških ciljeva. Makroekonomsko okruženje, dinamika kretanja BDP-a i to osobne potrošnje kao komponente BDP-a, kretanje raspoloživog osobnog dohotka te općenito razvoj životnog standarda potrošača uvelike diktiraju trendove u industriji robe široke potrošnje. Uz navedeno, razvoj industrije robe široke potrošnje uvelike karakterizira i sposobnost kompanija na prilagođavanje potrebama potrošača te trendovima tržišta, što pak uvjetuje ulaganja u istraživanje i razvoj, marketing te tehnologiju. Iako po ustroju poslovanja nisu identični, neki od većih konkurenata Atlantic grupe prikazani su u slijedećoj tablici prema ključnim pokazateljima za 2015. godinu:

Tablica 4: Ključni pokazatelji konkurentskih poduzeća

(u milijunima kn - 2015.)	Konzum	Podravka	Zvijezda	Jamnica	Ledo	Dukat
Ukupni ph od prodaje	*	3.777,22	903,86	2.764.,91	2.277,31	3.392.04
EBIT	*	397,3	33,54	278,52	285,06	128,85
Neto dobit	*	285,2	24,51	266,08	266,84	78,89

Izvor: Izračun autora

* nisu javno dostupni podaci za 2015. godinu

Prethodni podaci pokazuju da je Podravka poduzeće koje ima financijske pokazatelje najbliže pokazateljima Atlantic grupi. Podravka je prehrambeno - farmaceutsko poduzeće, a Atlantic grupa osim što je primarno prehrambeno poduzeće, u svom vlasništvu ima Farmaciu – privatan lanac ljekarni. Također ustroj poslovanja i želja za povećanom internacionalizacijom ih čini vrlo sličnim, te se može zaključiti da je Podravka najveći konkurent Atlantic grupe.

4.2. PRIMJENA METODA VREDNOVANJA NA DRUŠTVU ATLANTIC GRUPA D.D.

4.2.1. PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE KNJIGOVODSTVENOM METODOM

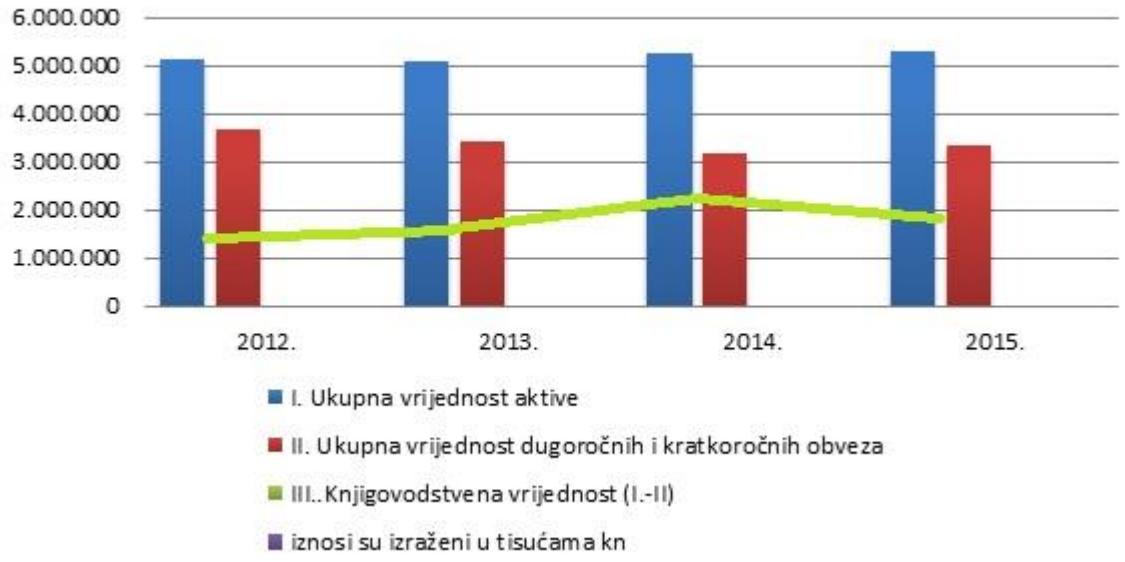
Knjigovodstvena metoda procjene vrijednosti predstavlja vrlo lako primjenjivu metodu procjene na bazi imovine poduzeća. Izračunava se na način da se od vrijednosti aktive poduzeća oduzme vrijednost obveza (dugoročnih i kratkoročnih). Podaci nužni za izračun

nalaze se u bilanci poduzeća. Slijedeća tablica pokazuje izračun knjigovodstvene vrijednosti poduzeća za razdoblje 2012.-2015. godine.

Tablica 5 : Izračun vrijednosti Atlantic grupe pomoću knjigovodstvene metode

Pozicija (iznosi izraženi u tisućama kn)	2012.	2013.	2014.	2015.
I. UKUPNA AKTIVA	**5.149.511**	**5.082.760**	**5.274.256**	**5.294.569**
Dugotrajna imovina	3.048.846	2.971.580	2.969.993	3.004.825
Kratkotrajna imovina	2.100.665	2.111.180	2.304.263	2.289.744
II. UKUPNE OBVEZE	**3.688.145**	**3.408.265**	**3.159.192**	**3.349.261**
Dugoročne obveze	2.492.748	2.219.927	2.018.220	1.544.264
Kratkoročne obveze	1.195.397	1.188.338	1.500.972	1.804.997
III. KNJIG.VRIJ. (I.-II.)	**1.461.366**	**1.674.495**	**2.115.064**	**1.945.308**

Izvor: Izračun autora



Slika 3: Prikaz kretanja knjigovodstvene vrijednosti (2012.-2015.)

Izvor: Prikaz autora prema tablici 5: Izračun vrijednosti Atlantic grupe pomoću knjigovodstvene metode

Pomoću prethodnog izračuna dolazi se do zaključka kako je knjigovodstvena vrijednost promatranog poduzeća bila najmanja 2012. godine kada je iznosila 1.461.366.000 kn. U slijedeće dvije godine dolazi do konstantog rasta knjigovodstvene vrijednosti, a razlog tome leži u kontinuiranom smanjenju obveza. U zadnjoj godini izračuna knjigovodstvena vrijednost je niža od prethodne godine za oko 8,02%. Najveći razlog tog smanjenja leži u činjenici da je 2015. dovršen najveći investicijski ciklus u povijesti Atlantic grupe - proizvodni pogon u Novoj Gradišci, uložena su znatna sredstva u IT, također došlo je do rasta cijena sirovina i do negativnih kretanja stranih valuta što je rezultiralo većim ukupnim obvezama u odnosu na prethodne dvije godine.

4.2.2. PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE ISPRAVLJENOM KNJIGOVODSTVENOM METODOM

Ispravljena knjigovodstvena vrijednost se može definirati kao bilančna vrijednost uz obaveznu procjenu najznačajniji stavki kao što su: zemljišta, zgrada i opreme. Često se obavlja procjena i drugih stavki bilance poduzeća kao što su zalihe i potraživanja, a posebnu pozornost treba obratiti na precijenjenju ili podcijenjenu aktivu/pasivu.

Tablica 6: Izračun vrijednosti Atlantic grupe pomoću ispravljene knjigovodstvene metode

Pozicija (iznosi izraženi u tisućama kn) -2015.god.	Knjigovodstvena vrijednost	Isp.knjig.vrij
I. UKUPNA AKTIVA	**5.294.569**	**5.309.111**
DUGOTRAJNA IMOVINA	3.004.825	3.031.984
Nekretnine,postrojenja I oprema	1.083.566	1.110.725
Ulaganja u nekretnine	1.748	1.748
Nematerijalna imovina	1.797.791	1.797.791
Odgođena porezna imovina	37.066	37.066
Fin. imovina raspoloživa za prodaju	959	959
Potraživanja od kupaca i ostala pot.	83.695	83.695
KRATKOTRAJNA IMOVINA	2.289.744	2.277.127
Zalihe	603.491	592.134
Potraživanja od kupaca i ostala pot.	1.192.314	1.191.054
Potraživanja za porez na dobit	16.018	16.018
Derivativni financijski instrumenti	12.728	12.728
Depoziti	305	305
Novac i novčani ekvivalenti	365.692	365.692
Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	99.196	99.196
II. UKUPNA PASIVA	**5.294.569**	**5.309.111**
KAPITAL	1.945.308	1.946.263

DUGOROČNE OBVEZE	1.544.264	1.550.657
Obveze po primljenim kreditima	1.309.180	1.315.573.
Odgođena porezna obveza	176.677	176.677
Derivativni financijski instrumenti	472	472
Ostale dugoročne obveze	3.460	3.460
Rezerviranja	54.475	54.475
KRATKOROČNE OBVEZE	1.804.997	1.812.191
Obveze prema dobavljačima i ostale obv.	988.554	995.748
Obveze po primljenim kreditima	742.032	742.032
Derivativni financijski instrumenti	5.091	5.091
Tekuća obveza poreza na dobit	17.034	17.034
Rezerviranja	52.286	52.286

Izvor: Izračun autora

Prilagodba vrijednosti vezana uz nekretnine, postrojenja i opremu odnosi se na ispravljanje vrijednosti pomoću amortizacije (nabavna vrijednost se umanjuje s obzirom na starost određene imovine i pripadnost određenoj skupini). Ispravak je vezan i uz tržišnu procjenu zemljišta koje poduzeće posjeduje, a zalihe su ispravljene jer je došlo do promjene u njihovoj vrijednosti. Male su promjene izvršene vezane uz potraživanja od kupaca i ostala potraživanja. Pozicija pasive je ispravljena preko kapitala (procijeni li se imovina iznad knjigovodstvene, vrijednost kapitala će rasti, dok će u obrnutom slučaju padati). Također je došlo do korekcije dugoročnih i kratkoročnih obveza, najviše vezano uz dugoročne kredite, dok su obveze prema dobavljačima narasle ponajviše zbog korekcija cijena sirovina.

Pomoću prethodno izračunate tablice dolazi se do izračuna ispravljene knjigovodstvene vrijednosti:

Tablica 7: Izračun ispravljene knjigovodstvene vrijednosti Atlantic grupe

Pozicija (iznosi izraženi u tisućama kn)	2015.
I. UKUPNA AKTIVA	**5.309.111**
Dugotrajna imovina	3.031.984
Kratkotrajna imovina	2.277.127
II. UKUPNA PASIVA	**3.362.848**
Dugoročne obveze	1.550.657
Kratkoročne obveze	1.812.191
III. ISP.KNJIG.VRIJ. (I.-II.)	**1.946.263**

Izvor: Izračun autora

Nakon prilagodbe vrijednosti, razlika između knjigovodstvene vrijednosti koja iznosi 1.945.308.000 kn i ispravljene knjigovodstvene vrijednosti koja iznosi 1.946.263.000 kn je 955.000 kn. Kod konačnog izračuna cijene dionice pomoću knjigovodstvene vrijednosti (583,42 kn) i ispravljene knjigovodstvene vrijednosti (583,70 kn) ne uočava se preveliko odstupanje od knjigovodstvene vrijednosti. Razlog tomu leži u ograničenosti podataka vezanih uz promjene aktive i pasive, te nepostojanju javnih informacija o elementima koji nisu sastavni dio bilance, a mogu predstavljati bilo dodatnu vrijednost poduzeća ili smanjenje vrijednosti.

4.2.3. PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE METODOM MULTIPLIKATORA

4.2.3.1. P/E MULTIPLIKATOR

Neto dobit Atlantic grupe 2015. godine iznosila je 242,3 milijuna kuna, a prosječni broj dionica je 3.334.300. Pomoću prethodnih podataka, izračunava se EPS – neto dobit po dionici.

$$EPS = \frac{Neto\ dobit - Dividende\ na\ preferecijalne\ dionice}{Prosječni\ broj\ izdanih\ dionica} = \frac{242.300.000}{3.334.300} = 72{,}7 \text{ kn}$$

Zaključna cijena dionice u 2015. godini iznosila je 832,9 kn.

$$P/E = \frac{Cijena\ dionice}{Neto\ dobit\ po\ dionici} = \frac{832{,}9}{72{,}7} = 11{,}45$$

Uspoređujući dobivenu vrijednost multiplikatora P/E s industrijskim prosjecima P/E multiplikatora koji iznosi 12,40[69], dolazi se do zaključka da je za jednu novčanu jedinicu dobiti Atlantic grupe tržište spremno platiti 11.45 novčanih jedinica što je za 0.95 novčanih jedinica manje od prosjeka. Vrijednost poduzeća se izračunava na slijedeći način:

$$V_E = \frac{P}{E_{usporedive\ tvrtke}}\ x\ neto\ dobitak_{vrednovane\ tvrtke} = 12{,}40\ x\ 242.300.000 = 3.004.520.000.$$

[69] Industrijski prosjeci multiplikatora su izračunati pomoću prosjeka P/E multiplikatora slijedećih poduzeća: Konzuma, Podravke, Zvijezde, Jamnice, Leda i Dukata.

4.2.3.2. P/B MULTIPLIKATOR

Zaključna cijena dionice Atlantic grupe u 2015. godini iznosila je 832,9 kn, dok je knjigovodstvena cijena po dionici iznosila 583,4 kn. Knjigovodstvenu cijenu dobijemo na način da podijelimo knjigovodstvenu vrijednost poduzeća izračunatu u tablici broj jedan s ukupnim brojem dionica.

$$P/B = \frac{Cijena\ dionice}{Knjig.vrij.ob.glavnice\ po\ dionici} = \frac{832{,}9}{583{,}4} = 1{,}42$$

Ako je vrijednost P/B multiplikatora manja od jedan, za investitora to može značiti da poduzeće ostvaruje jako male povrate na svoju imovinu ili da tržište ocjenjuje knjigovodstvenu vrijednost poduzeća kao precijenjenu. Vrijednost poduzeća pomoću P/B multiplikatora računa se pomoću industrijskog prosjeka P/B multiplikatora koji iznosi 1,16[70]:

$$V_E = \frac{P}{B}_{usporedive\ tvrtke}\ x\ knjigovodstvena\ vrijednost\ dioničke\ glavnice\ _{vrednovane\ tvrtke}$$

$$= 1{,}16\ x\ 1.945.308.000 = 2.256.557.280$$

4.2.4 PROCJENA VRIJEDNOSTI ATLANTIC GRUPE METODOM DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA PODUZEĆU

Osnovni cilj DCF metode je utvrđivanje vrijednosti poduzeća na osnovu procijenjenog slobodnog novčanog toka poduzeću. DCF metoda se sastoji od nekolikog koraka. Prvo je izračunata diskontna stopa pomoću koje će se diskontirati slobodni novčani tokovi, nakon toga slijedi izračun slobodnih novčanih tokova u povijesnim godinama. Oni predstavljaju temelj za procjenu budućih novčanih tokova koji će se diskontirati na sadašnju vrijednost pomoću diskontne stope. Slijedi izračun rezidualne vrijednosti poduzeća koja se diskontira, te se zbraja sa sadašnjom vrijednosti budućih novčanih tokova i daje ukupnu vrijednost poduzeća.

[70] Industrijski prosjeci multiplikatora su izračunati pomoću prosjeka P/B multiplikatora slijedećih poduzeća: Konzuma, Podravke, Zvijezde, Jamnice, Leda i Dukata.

a) Diskontna stopa

Diskontna stopa je stopa pomoću koje se diskontiraju slobodni novčani tokovi poduzeća i rezidualna vrijednost. U ovom slučaju kao diskontna stopa odabran je ponderirani trošak kapitala tj. WACC. Prilikom izračuna WACC-a vrlo je bitno posebnu pozornost posvetiti izračunu troška trajnog kapitala koji se računa pomoću CAMP modela. Za izračun troška trajnog kapitala i WACC-a koristiti će se podaci preuzeti iz financijskog izvještaja poduzeća[71] i izvještaja Hypo banke[72] za 2015. godinu. Premija tržišnog rizika (R_m- R_f) iznosi 9,5, nerizična stopa povrata na tržišni portfolio (R_f) iznosi 3,3, dok beta iznosi 1. Pomoću slijedećih podataka dobivamo trošak trajnog kapitala,odnosno:

$$k_s = 0{,}033 + (0{,}095)x1 = 0{,}128 = 12{,}8\%$$

Nakon izračuna troška trajnog kapitala izračunava se WACC pomoću slijedećih podataka:

w_s= 61, w_d = 39, k_d= 5,5*, k_s=12,8.

*iznos kd preuzet iz izvještaja Hypo banke.

$$WACC\ [73] = 39x0{,}055(1 - 0{,}20) + 61x0{,}128 = 9{,}5\%$$

b) Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeću

Prilikom vrednovanja poduzeća Atlantic grupa metodom diskontiranih novčanih tokova, vrijednost će biti procijenjena na temelju slobodnih novčanih tokova poduzeću koji su izračunati na temelju povijesnih podataka iz financijskih izvještaja.

Tablica 8: Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeću

FCFF (iznosi izraženi u milijunima kn)	2013.	2014.	2015.
Prihodi	5.051	5.118	5.405
Novčani operativni rashodi	4.460	4.521	4.838
EBITDA	591	597	567

[71] Atlantic Grupa d.d. (2015): Investitori-financijski izvještaji [Internet], raspoloživo na: http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Konsolidirani-revidirani-financijski-rezultati-u-2015/Konsolidirani%20revidirani%20financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202015.%20godini_1.pdf [23.11.2016].

[72] Hypo Alpe Adria. (2015): Sales as expected, EBITDA below expectations [Internet], raspoloživo na: http://web.hypo-alpe-adria.hr/mrd/Send.aspx?doc=89366401-7bc6-4a35-b813-38c5ac2b2a24 [23.11.2016].

[73] izračunat je WACC za 2015. godinu jer se nije mogao izračunati prosjek WACC-a za prethodne 4 godine, zbog nedostatka određenih podataka potrebnih za izračun.

Deprecijacija i amortizacija	166	156	163
EBIT	425	441	404
X (1- prosječna tvrtkina porezna stopa)*	85	88	81
NOPAT	340	353	323
Deprecijacija i amortizacija	166	156	167
Novčani tijek iz operacija	506	509	490
Kapitalni izdaci	79	184	102
Promjena u radnom kapitalu	13	24	(132)
Slobodni novčani tok poduzeću (FCFF)	440	349	256

Izvor: Izračun autora

*prosječna tvrtkina porezna stopa iznosi 20%, podatak dostupan u financijskom izvještaju Atlantic grupe iz 2015. godine[74].

Tablica 8 pokazuje izračun slobodnog novčanog toka poduzeća pomoću određenih podataka. Jedan od tih podataka je i promjena u neto radnom kapitalu te je u tablici 9 prikazana promjena neto radnog kapitala kroz povijesne godine. Neto radni kapital se računa kao razlika između kratkoročnih aktivnih stavki radnog kapitala (npr. kratkoročna potraživanja, zalihe) i kratkoročnih pasivnih stavki (npr. obveze prema dobavljačima). Promjena u radnom kapitalu računa se kao razlika između operativnog radnog kapitala u promatranoj godini i operativnog radnog kapitala u prethodnoj godini.

Tablica 9: Promjena neto radnog kapitala kroz povijesne godine

(u tisućama kn)	2012.	2013.	2014.	2015.
Zalihe	543.317	537.232	582.247	610.491
Kupci	1.148.770	1.126.410	1.169.343	1.197.423
Dobavljači	556.885	492.660	538.738	724.773
Plaće	220.582	243.512	261.245	263.781
Radni kapital	914.620	927.470	951.607	819.360
Promjena radnog kapitala	/	12.850	24.137	(132.247)

Izvor: Izračun autora

Slijedeća tablica prikazuje projekciju kretanja neto radnog kapitala kroz buduće godine.

[74] Atlantic Grupa d.d. (2015): Investitori-financijski izvještaji [Internet], raspoloživo na: http://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Konsolidirani-revidirani-financijski-rezultati-u-2015/Konsolidirani%20revidirani%20financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202015.%20godini_1.pdf [23.11.2016].

Tablica 10: Projekcija kretanja neto radnog kapitala kroz buduće godine

(u tisućama kn)	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Zalihe	620.837	624.443	636.932	633.278	634.321
Kupci	1.223.354	1.224.564	1.249.052	1251.212	1246.342
Dobavljači	760.618	778.543	819.685	825.233	827.321
Plaće	298.231	310.235	319.542	347.133	348.213
Radni kapital	785.342	760.229	746.757	712.214	705.129
Promjena radnog kapitala	(34.018)	(25.113)	(13.472)	(34.543)	(7.085)

Izvor: Izračun autora

U tablici broj 10 prikazana je projekcija kretanja neto radnog kapitala kroz buduće godine. On daje odgovor na pitanje koliko je likvidne imovine poduzeću na raspolaganju i uvjet je likvidnosti i financijske stabilnosti poduzeća. Što je viša razina neto radnog kapitala poduzeće je pod manjim pritiskom i sposobnije je samostalno financirati rast poslovanja. Analizirajući prethodne dvije tablice dolazi se do zaključka da razina neto radnog kapitala i promjena neto radnog kapitala variraju iz godine u godinu ovisno o promjenama kratkoročnih aktivnih i pasivnih stavki radnog kapitala. Kroz promatrane godine obveze prema dobavljačima rasle su po stopama od 0,68% – 5,04% zbog predviđanja rasta cijene sirovina u budućnosti. Također konstantan rast je prisutan vezano uz plaće koje rastu kroz promatrane godine od 2,92% - 7,54%, ponajviše zbog širenja na nova tržišta i zapošljavanja dodatne radne snage u proizvodnim pogonima. Zalihe i kupci imaju varirajuće iznose kroz godine (u 2019. dolazi do pada zaliha za 0,58% u odnosu na prethodnu godinu, dok potraživanja od kupaca padaju 2020. za 0,39% u odnosu na prethodnu godinu) ponajviše zbog širenja na nova tržišta i predviđanja porasta konkurencije na domaćem, ali i inozemnom tržištu.

c) Projekcija kretanja slobodnih novčanih tokova poduzeću za petogodišnje razdoblje

U slijedećoj tablici prikazana je projekcija kretanja slobodnog novčanog toka poduzeća.

Tablica 11: Projekcija kretanja FCF

(iznosi izraženi u milijunima kn)	2016. (8%)	2017. (8%)	2018. (8%)	2019. (5%)	2020.(5%)
FCFF	276,48	298,59	322,48	338,61	355,54
WACC	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Diskontni faktor	0,9132	0,8340	0,7616	0,6955	0,6352
Sadašnja vrijednost FCFF	252,48	249,02	245,60	235,50	225,83
Suma sadašnje vrijednosti FCFF	1208,43				

Izvor: Izračun autora

Na temelju slobodnog novčanog toka poduzeća za 2015. godinu izračunatog u tablici broj 8, koji iznosi 256 milijuna kn vrši se projekcija slobodnog novčanog toka za buduća razdoblja. Na temelju pokazatelja, predviđanja i financijskih izvještaja smatra se da će se budući novčani tokovi povećavati u prve tri godine po stopi od 8%, dok u preostale dvije godine projekcije budući novčani tokovi povećavati će se po stopi od 5%. Razlozi za takvu prognozu kretanja budućih novčanih tokova leže ponajprije u činjenici da se dva osnovna pokazatelja koji utječu na slobodni novčani tok kontinuirano povećavaju: prihodi od prodaje povećavaju u toku zadnje tri godine po stopi od 1,4 - 6%. Neto dobit se povećala u odnosu na 2014. godinu za čak 13,1%. Također Atlantic grupa vrši internacionalizaciju distribucijskog poslovanja uz osnivanje distribucijskih tržišta na području Njemačke i Austrije, nastavlja se širiti distribucijski portfelj i ulagati u nove proizvode, te se dovršava postupak integracije akvizirane kompanije Foodland. Svi prethodno navedeni razlozi dovode do toga da je realno smatrati da će doći do povećanja slobodnih novčanih tokova u budućim razdobljima. U prethodnoj tablici svi iznosi slobodnih novčanih tokova diskontirani su po stopi od 9,5%. Nakon diskontiranja suma sadašnje vrijednosti FCFF iznosi 1.208.430.000 kn i predstavlja temelj za procjenu ukupne vrijednosti poduzeća. Posljednja godina projekcije je 2020. i nakon nje slijedi razdoblje kontinuiranog rasta od 3%.

d) Procjena vrijednosti Atlantic grupe primjenom DCF metode

U zadnjem koraku procijene vrijednost Atlantic grupe izračunava se rezidualna vrijednost koja se pomoću diskontnog faktora diskontira na sadašnju vrijednost. Procijenjena vrijednost poduzeća dobije se na način da se zbroje suma sadašnje vrijednosti FCFF i sadašnja vrijednost rezidualne vrijednost. Procijenjenu vrijednost je potrebno umanjiti za neto dug poduzeća kako bi se dobila procijenjena vrijednost neto glavnice.

Tablica 12: Procjena vrijednosti Atlantic grupe na temelju DCF metode

(iznosi izraženi u milijunima kn)

Suma sadašnje vrijednosti FCFF	1208,43
Konstantna stopa rasta	3%
Rezidualna vrijednost (RV)	5633,94
Diskontni faktor RV	0,6352
Sadašnja vrijednost RV	3578,67
Procijenjena vrijednost poduzeća (FV)	4787,10

Neto dug	1678,1
Procijenjena vrijednost neto glavnice (EV)	3109,09

Izvor: Izračun autora

Izračun rezidualne vrijednost:

$$RV = \frac{355540000x(1+0{,}03)}{(0{,}095-0{,}03)} = 5.633.941.538$$

Prilikom izračuna rezidualne vrijednosti korišten je FCF u zadnjoj godini projekcije iz tablice broj 11. Konstanta stopa rasta od 3% se dobila na temelju makroekonomskih pokazatelja, te proučavanjem Atlanticovih financijskih izvještaja u protekle dvije godine, te izvještaja Hypo banke[75] iz 2015.godine u kojem je stopa rasta iznosila 2%, no s postojanjem novih financijskih podataka i promjenom makroekonomskih pokazatelja može se zaključiti da će konstanta stopa rasta biti barem za 1 postotni poen veća od stope izračunate u izvještaju Hypo banke.

4.2.5 USPOREDBA REZULTATA ISTRAŽIVANJA

Primjenom različitih metoda vrednovanja poduzeća došlo se do slijedećih procjena vrijednosti:

- Primjenom knjigovodstvene metode procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 1.945.308.000 kn, odnosno procijenjena vrijednost dionice iznosi 583,42 kn.
- Primjenom ispravljene knjigovodstvene metode procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 1.946.263.000 kn, odnosno procijenjena vrijednost dionice iznosi 583,70 kn.
- Primjenom P/E multiplikatora procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 3.004.520.000 kn, odnosno procijenjena vrijednost dionice iznosi 901,09 kn.
- Primjenom P/B multiplikatora procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 2.256.557.280 kn, odnosno procijenjena vrijednost dionice iznosi 676,77 kn.
- Primjenom DCF metode procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 3.109.090.000, odnosno procijenjena vrijednost dionice iznosi 932,43 kn

[75] Hypo Alpe Adria. (2015): Sales as expected, EBITDA below expectations [Internet], raspoloživo na: http://web.hypo-alpe-adria.hr/mrd/Send.aspx?doc=89366401-7bc6-4a35-b813-38c5ac2b2a24 [23.11.2016].

Tablica 13: Usporedba procijenjene cijene dionice s tržišnim cijenama.

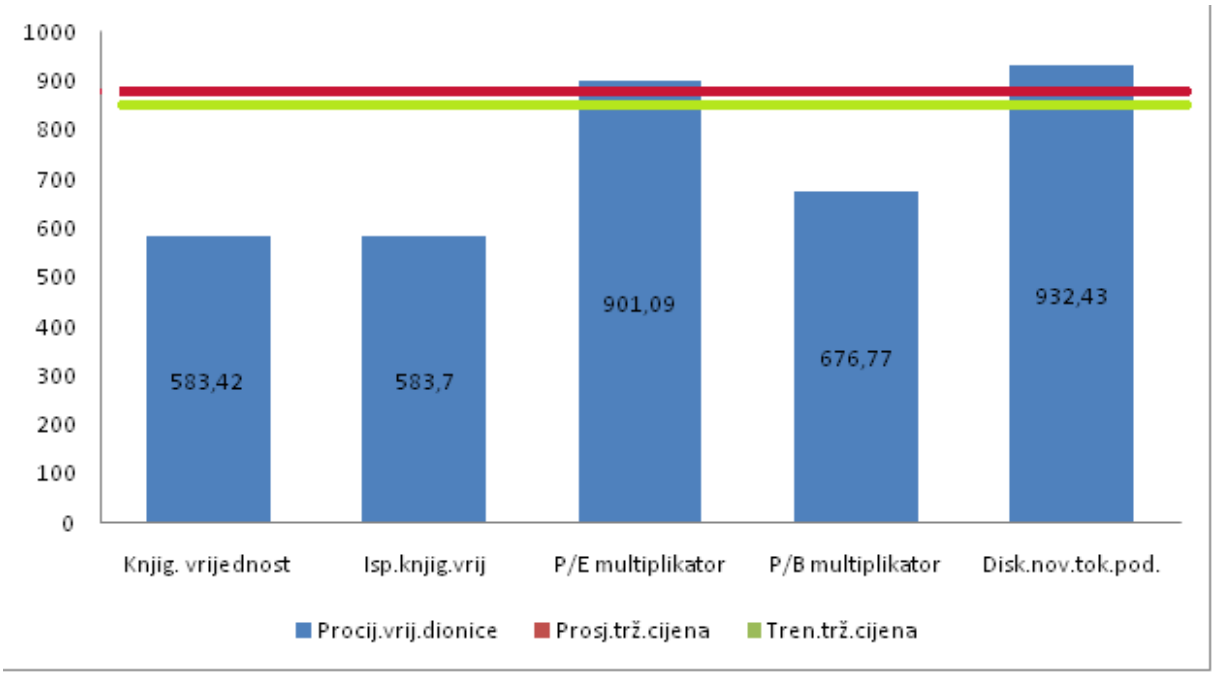
Primjenjene metode	Procijenjena cijena dionice	Odstupanje u odnosu na tržišnu cijenu* (860,02 kn)	Odstupanje u odnosu na prosječnu trž. cijenu** (880,1 kn)
Knjigovodstvena	583,42	-32,16%	-33,70%
Ispravljena knjigovodstvena	583,70	-32,13%	-33,67%
P/E	901,09	4,55%	2,41%
P/B	676,77	-21,03%	-23,10%
Diskontirani nov.tok.poduzeću	932,43	7,77%	5,61%

Izvor: Izračun autora

* tržišna cijena na dan 28.10.2016.

** prosječna tržišna cijena za razdoblje 1.1.2016 - 28.10.2016.

Na temelju prethodne tablice može se zaključiti da najmanje odstupanje u odnosu na tržišnu cijenu ima procijenjena cijena dionice izračunata pomoću P/E multiplikatora (4,55%), također najmanje odstupanje imala je i u odnosu na prosječnu tržišnu cijenu (2,41%). Najveće odstupanje u odnosu na tržišnu (32,16%) i prosječnu tržišnu cijenu (33,70%) imala je cijena dionice izračunata pomoću knjigovodstvene metode.



Slika 4 : Usporedba procijenjenih vrijednosti dionice Atlantic grupe

Izvor: Izračun autora prema tablici 13: Usporedba procijenjene cijene dionice s tržišnim cijenama

5. ZAKLJUČAK

Nakon provedene teorijske i empirijske analize odabranih metoda dolazi se do zaključka kako metoda diskontiranih novčanih tokova zahtijeva puno više pripremnih radnji i ostavlja više mjesta za subjektivne procjene analitičara za razliku od procjene vrijednosti multiplikatorima. Razlog tome leži u činjenici da metoda diskontiranih novčanih tokova zahtijeva izračun troška kapitala, procjenu budućih performansi i rezidualne stope rasta koje su izračunate pomoću određenih pretpostavki analitičara.

Pri procjeni metodom diskontiranih novčanih tokova potrebno je proučiti poslovanje poduzeća kroz godine, prikupiti sve financijske podatke promatranog poduzeća i sagledati industriju u koju promatrano poduzeće pripada kako bi se mogla izvesti što kvalitetnija procjena poduzeća. Bitno je napomenuti da je stručnost analitičara koji vrši procjenu poduzeća vrlo bitna u procjenjivanju poduzeća navedenom metodom, jer čak i mala količina subjektivnosti pri procjeni određenih stavki bitnih za procjenu veoma može utjecati na rezultate procjenjivanja i rezultirati pogrešnim rezultatima.

Za razliku od metode diskontiranih novčanih tokova, metoda multiplikatora je mnogo jednostavnija za izračun. Potreban je samo pristup financijskim podacima usporedive tvrtke i tvrtke koja se vrednuje. Iako je vrlo popularna metoda procjenjivanja poduzeća ima par nedostataka: predstavlja kratkoročnu prognozu vrijednosti poduzeća, također mora postojati visoka razina opreznosti pri odabiru usporedivih poduzeća zbog njihovih razlika u veličini, poslovnom riziku, tekućim i budućim profitima.

Odabrane metode temeljene na imovini, odnosno metoda knjigovodstve i ispravljene knjigovodstvene vrijednosti rezultiraju većim odstupanjima u odnosu na tržišnu i prosječnu tržišnu cijenu dionice od prethodno navedenih metoda. Knjigovodstvena metoda procjene temelji se na povijesnim podacima, koji nisu u skladu s trenutnim tržišnim podacima te ona najčešće samo predstavlja temelj za daljnje procjenjivanje vrijednosti, dok ispravljena knjigovodstvena mora biti provedena od strane stručnjaka koji je sposoban otkriti procijenjenu ili podcijenjenu aktivu/pasivu, te stavke koje nisu u bilanci, ali utječu na rezultat aktive i pasive te izvršiti korekcije. Ispravljena vrijednost također ovisi o dodatnim podacima koje će pružiti menadžment poduzeća, kako bi procjena bila što točnija.

Na temelju provedene empirijske analize odabranih metoda procjene vrijednosti poduzeća može se donijeti odluka o prihvaćanju ili odbacivanju hipoteze: Analizirane metode

vrednovanja rezultiraju različitim vrijednostima promatranog poduzeća. Provedeno empirijsko istraživanje dovodi do zaključka da se hipoteza može prihvatiti, odnosno da analizirane metode rezultiraju različitim vrijednostima promatranog poduzeća.

Dolazi se do zaključka da je potrebno sagledati poduzeće kroz njegovo cjelokupno okruženje, a ne samo kroz financijske podatke i izvještaje, jer su metode procjenjivanja većinom usmjerene na kvantitativne pokazatelje, dok kvalitativne pokazatelje ostavljaju po strani. Upravo ti kvalitativni pokazatelji mogu utjecati na promjenu vrijednosti poduzeća, odnosno metode provedene samo kvantitativnom analizom mogu dati nepotpunu sliku vrijednosti poduzeća. Također, vrlo je bitno da proces vrednovanja poduzeća vodi kvalitetan analitičar, koji osim teorijskog znanja posjeduje i praktično iskustvo, te je sposoban subjektivni utjecaj pri procjenjivanju svesti na najmanje razine i odabrati metodu procjenjivanja koja je najprimjerenija određenom poduzeću, jer ne postoji jedinstvena metoda koja bi precizno procijenila vrijednost poduzeća. Samo u tom slučaju moguće je provesti procjenjivanje vrijednosti s najmanjim odstupanjima procijenjene od stvarne vrijednosti poduzeća.

LITERATURA

Knjige:

1. Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut, Zagreb.

2. Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo.

3. Damodaran, A. (2010): Damodaran o valuaciji: analiza vrijednosnica za investicijske i korporativne financije, Mate, Zagreb.

4. Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća - novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb.

5. Koletnik, F. (1991): Koliko vrijedi poduzeće, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb.

6. Koller, T., Goehart M., Wessels D. (2005): Valuation: measuring and managing the value of companies, McKinsey & Company, New Jersey.

7. Kopun, V., Slade, J. (1991): Metode procjene vrijednosti i ocjene boniteta poduzeća, Kopun i Kopun, Zagreb.

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

9. Orsag, S., Dedi, L. (2011): Budžetiranje kapitala, Masmedia, Zagreb.

10. Thompson, A., Strickland, A.J. (2008): Strateški menadžment, Mate, Zagreb

11. Tichy Geiserlich, E. (2002): Procjena vrijednosti poduzeća: osnova, metode, praksa, Faber & Zgombić plus, Zagreb.

12. Tracy, J.A. (1994): Kako čitati i razumjeti financijski izvještaj, Teb Zagreb, Zagreb.

13. Van Horne, J.C., Wachowicz Jr, J.M. (2002): Osnove financijskog menadžmenta, Mate, Zagreb.

14. Vidučić, Lj., Pepur, S., Šarić Šimić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb.

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

Časopisi/članci:

1. Aralica, Z. (2005): Povezanost vrijednosti kapitala i odabranih pokazatelja u proizvodnim društvima, Ekonomski pregled br. 56/12, Zagreb, str. 1190-1216.

2. Cvjetković, N. (2010): Procjena vrijednosti poduzeća i poslovnih rezultata, RRIF, br. 5/10, Zagreb, str. 67-75.

3. Koletnik, F. (2006): Kontroling vrijednosti poduzeća, RRIF, br. 9/06, Zagreb, str. 42-51.

4. Martinović, J. (2007): Procjena vrijednosti poduzeća, RRIF, br. 6/07, Zagreb, str. 73-78.

5. Orsag, S., Mihalina, E. (2014): Međuovisnost vrednovanja investicijskih instrumenata i investicijske aktivnosti osiguratelja u poziciji institucionalnih investitora, Zbornik radova: Dani hrvatskog osiguranja, Zagreb, str. 163-173.

6. Serdarušić, H. (2011): Financijska analiza u svrhu vrednovanja poduzeća, RIF, br. 4/11, Zagreb, str. 104-108.

7. Valčić Brlečić, S., Stumpf Crnković, B. (2013): Potreba za približavanjem uporabne i fer tržišne vrijednosti poduzeća u suvremenom pristupu vrednovanju poduzeća, Ekonomska misao i praksa, br. 2/13, Rijeka, str. 379-396.

Materijali s predavanja:

1. Pivac, S. (2014): Statističke metode, integrirana predavanja, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet, Split.

Izvori s interneta:

www.atlantic.hr

www.zse.hr

www.mojedionice.com

rgfi.fina.hr

www.hanfa.hr

www.limun.hr

POPIS SLIKA

Slika 1. Suma djelova vrijednosti u DCF modelu.....31

Slika 2. Profil prihoda od prodaje po Strateškim poslovnim područjima te Strateškim distribucijskim područjima.....39

Slika 3. Prikaz kretanja knjigovodstvene vrijednosti (2012.-2015.).....41

Slika 4. Usporedba procijenjene vrijednosti dionice Atlantic grupe.....51

POPIS TABLICA

Tablica 1. Izračun slobodnog novčanog tijeka poduzeća.....32

Tablica 2. Izračun slobodnog novčanog tijeka dioničke glavnice.....32

Tablica 3. Ključni pokazatelji Atlantic grupe..... 38

Tablica 4. Ključni pokazatelji konkurentskih poduzeća.....,....40

Tablica 5. Izračun vrijednosti Atlantic grupe pomoću knjigovodstvene metode.....41

Tablica 6. Izračun vrijednosti Atlantic grupe pomoću ispravljenje knjigovodstvene metode.42

Tablica 7. Izračun ispravljene knjigovodstvene vrijednosti Atlantic grupe.....43

Tablica 8. Izračun slobodnog novčanog toka poduzeću.....46

Tablica 9. Promjena neto radnog kapitala kroz povijesne godine.....47

Tablica 10. Projekcija kretanja neto radnog kapitala kroz buduće godine.....48

Tablica 11. Projekcija kretanja FCF.....48

Tablica 12. Procjena vrijednosti Atlantic grupe na temelju DCF metode.....49

Tablica 13. Usporedba procijenjene cijene dionice s tržišnim cijenama.....52

SAŽETAK

Procjena vrijednosti poduzeća je složen i delikatan posao koji zahtijeva od procjenitelja praktično iskustvo i teorijsko znanje. Predmet istraživanja u ovome radu su različite metode vrednovanja poduzeća i usporedba njihovih rezultata do kojih se došlo primjenom odabranih metoda.

U ovom radu vrednovanje Atlantic grupe izvršeno je pomoću slijedećih metoda: metode knjigovodstvene i ispravljene knjigovodstvene vrijednosti, metode P/B multiplikatora, metode P/E multiplikatora te metode diskontiranih novčanih tokova poduzeću (DCF). Navedene metode su odabrane na temelju dostupnih financijskih podataka i trenutačnog stanja poduzeća. Dodatni razlog za odabir DCF metode leži u činjenici da ona implementira očekivano buduće poslovanje poduzeća, odnosno prikazuje budući poslovni rezultat poduzeća.

Empirijsko istraživanje provedeno pomoću prethodnih metoda potvrđuje da analizirane metode vrednovanja rezultiraju različitim vrijednostima promatranog poduzeća. Sve navedeno dovodi do zaključka da ne postoji jedinstvena metoda za izračunavanje vrijednosti poduzeća i da je potrebno poduzeće dobro sagledati ovisno o situaciji u kojoj se nalazi i tipu njegovog pravnog oblika kako bi se izabrala metoda koja će dovesti do najpouzdanijih i najkvalitetnijih rezultata.

Statičke i dinamičke metoda vrednovanja poduzeća polaze od različitih pretpostavki, što za posljedicu ima različite rezultate vrednovanja poduzeća. Zbog toga je vrlo bitno odabrati eksperta koji će koristiti najprikladniju metodu za procjenu vrijednosti poduzeća i koji će subjektivan utjecaj svesti na minimum.

KLJUČNE RIJEČI: procjena vrijednosti, statičke i dinamičke metode, ekspert.

SUMMARY

Business evaluation is a complex delicate job that requires appraisers practical experience and theoretical knowledge. Subject of research in this study are different methods of business evaluation and comparison of their results that were obtained using the selected method.

In this study evaluation of Atlantic Group was carried out using the following methods: methods of accounting and corrected book value, the method P/B multiples, the method P/E multiples and discounted cash flow of the company (DCF). These methods are chosen based on available financial data and the current state of the company. Another reason for choosing the DCF method lies in the fact that it implements the expected future performance of the company and showing a company's future success.

Empirical research conducted by previous methods confirms that analyzed methods of evaluation result in different values of the observed company. All this leads to the conclusion that there is no unique method for calculating value of the company and that there is a need to go good consideration of the company depending on the a situation in which there is a type of its legal form in order to choose a method that will lead to the most reliable and highest quality results.

Static and dynamic methods of business evaluation are based on the different assumptions, which results in a different results. Therefore it is very important to choose an expert who will use the most appropriate method for assessing the value of the company and who will minimize subjective impact.

KEY WORDS: valuation, static and dynamic methods, expert.