PROCJENA VRIJEDNOSTI GRUPE PODRAVKA PRIMJENOM METODE DISKONTIRANIH NOVČANIH TIJEKOVA I METODE MULTIPLIKATORA USPOREDIVIH PODUZEĆA

Duvančić, Antonia

Master's thesis / Diplomski rad

2018

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:124:170156

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

PROCJENA VRIJEDNOSTI GRUPE PODRAVKA PRIMJENOM METODE DISKONTIRANIH NOVČANIH TIJEKOVA I METODE MULTIPLIKATORA USPOREDIVIH PODUZEĆA

Mentorica:

doc. dr. sc. Sandra Pepur

Studentica:

Antonia Duvančić

Split, siječanj 2018.

Sadržaj:

1. UVOD 1

1.1. Problem istraživanja 1

1.2. Predmet istraživanja 2

1.3. Istraživačka pitanja 3

1.4. Cilj istraživanja 3

1.5. Metode istraživanja 4

1.6. Doprinos istraživanja 4

1.7. Struktura diplomskog rada 5

2. VREDNOVANJE DISKONTIRANJEM NOVČANOG TIJEKA 6

2.1. Općenito o metodi diskontiranog novčanog tijeka 6

2.2. Vrste i izračuni slobodnih novčanih tijekova 8

2.3. Problematika troška kapitala 13

2.3.1. CAPM model 14

2.4. Trošak duga 20

2.5. Prosječni ponderirani trošak kapitala 21

2.6. Izračun rezidualne vrijednosti poduzeća 22

3. RELATIVNO VREDNOVANJE TVRTKE 24

3.1. Općenito o relativnom vrednovanju 24

3.2. Multiplikatori kapitala 25

3.3. Multiplikatori vrijednosti 26

4. PREGLED POSLOVNE OKOLINE GRUPE PODRAVKA 28

4.1. Poslovni profil društva 28

4.2. Analiza prehrambene industrije u Hrvatskoj i svijetu 29

4.3. Analiza farmaceutske industrije u Hrvatskoj i svijetu 32

4.4. Analiza financijskih izvještaja društva 35

4.4.1. Pregled strukture prihoda i rashoda 35
4.4.2. Pokazatelji likvidnosti i odabrani pokazatelji aktivnosti 38
4.4.3. Pokazatelji solventnosti 40
4.5. Analiza strateških prednosti društva 42
5. PROCJENA VRIJEDNOSTI GRUPE PODRAVKA ODABRANIM METODAMA 45
5.1. Primjena metode diskontiranog novčanog tijeka 45
5.1.1. Projekcija budućih slobodnih novčanih tijekova 45
5.1.2. Izračun troška glavnice i troška duga 49
5.1.3. Izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala 51
5.1.4. Prilagodba procijenjenih novčanih tijekova poduzeću (FCFF) na sadašnju vrijednost 51
5.1.5. Procjena terminalne vrijednosti društva 52
5.1.6. Konačna vrijednost poduzeća 53
5.1.7. Analiza osjetljivosti modela vrednovanja 54
5.2. Primjena metode multiplikatora usporedivih društava 55
5.2.1. P/B multiplikator 55
5.2.2 P/E multiplikator 56
5.2.3. P/S multiplikator 56
5.2.4. EV/EBITDA multiplikator 56
5.2.5. EV/ Prihodi od prodaje 57
5.2.7. Komparacija dobivenih vrijednosti multiplikatora s odabranim društvima 58
5.3. Analiza i usporedba vrijednosti dobivenih primjenom odabranih metoda 61
6. ZAKLJUČAK 63
LITERATURA 65
POPIS GRAFIKONA, SLIKA I TABLICA 69
SAŽETAK 71
SUMMARY 72

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

Kao samostalna gospodarska cjelina i potencijalni predmet ekonomske razmjene, tvrtke imaju svoju vrijednost. Izuzev motiva prodaje cijelog poduzeća, potreba za procjenom tvrtke javlja se i uslijed prodaje određene poslovne jedinice ili primjerice, ukoliko se menadžer odlučio za provedbu unutrašnjeg restrukturiranja poduzeća. Interesnim skupinama, odnosno korisnicima procjene poduzeća, rezultat procjene nosi korist u vidu boljeg shvaćanja ekonomskog položaja tvrtke i određivanja budućih poslovnih strategija. Također, informacija o vrijednosti tvrtke koristan je alat investitorima na tržištu kapitala, a kojima ona sugerira postojanje potencijalne potcijenjenosti ili precijenjenosti izlistane vrijednosnice poduzeća.

Zbog mnogobrojnih internih i eksternih karakteristika tvrtke koje je potrebno uzeti u razmatranje, procjena vrijednosti tvrtke nije jednostavan zadatak. Općenito, dva su temeljna pristupa vrednovanju tvrtke: statički i dinamički (Vidučić et al., 2015). Vidučić et al. (2015) navode kako statički pristup polazi od postojeće situacije tvrtke, njene trenutne financijske pozicije, no za razliku od dinamičkog pristupa, ne uvažava potencijal stvaranja novih proizvoda i buduće zarade. Prema Pinto et al. (2015), dinamičko vrednovanje uključuje razumijevanje okoline poduzeća (industrijska i analiza konkurentskih prednosti, analiza financijskih izvještaja), predviđanje budućih performansi poduzeća, odabir odgovarajuće evaluacijske metode, prilagodbu dobivenih vrijednosti te donošenje poslovne odluke temeljem rezultata evaluacije. Izbor dinamičke metode vrednovanja uvjetovan je karakteristikama poslovanja tvrtke čije se vrijednosnice procjenjuju te su za različita poslovanja primjerene različite metode. S obzirom na visok stupanj primjenjivosti i preciznosti, najkorištenija metoda evaluacije na razvijenim ekonomskim tržištima jest dinamička metoda diskontiranih novčanih tijekova (eng. Discounted Cash Flow Method, DCF metoda). DCF metoda polazi od koncepta ekonomske vrijednosti poduzeća, odnosno njegove mogućnosti da ostvaruje pozitivne novčane tijekove u budućnosti (Crnko, 2010), pritom uvažavajući rizike s kojim se poduzeće susreće u poslovanju. Dodatno, DCF metoda u obzir uzima načelo vremenske vrijednosti novca te omogućava vrednovanje pojedinih poslovnih odluka i njihovog utjecaja na vrijednost tvrtke (Crnko, 2010).

Iako je DCF metoda donekle sveobuhvatna kad je riječ o vrednovanju novčanih tijekova poduzeća, ona je podložna subjektivnosti analitičara koji ju provodi jer se procjene parametara ipak vrše za budućnost koja je u dugom roku često nepredvidljiva. Kako bi umanjio element subjektivnosti zbog primjene različitih mogućnosti u predviđanju budućnosti, analitičar se mora u potpunosti upoznati s poslovanjem poduzeća i njegovom okolinom te rezultate procjene dobivene analitičkim postupkom prilagoditi opaženim kvalitativnim čimbenicima tvrtke. S ciljem postizanja optimalnih rezultata procjene, DCF metoda se često koristi u kombinaciji s metodom multiplikatora usporedivih društava kako bi se uočila moguća značajna odstupanja nastala uslijed primjene jedne metode te korigirale vrijednosti. Zbog izuzetne kompleksnosti poslovanja tvrtki, vrijednost tvrtke nikad nije moguće u potpunosti točno odrediti, no uz pomoć dopunskih metoda, DCF metoda je možda korak bliže u odnosu na ostale metode.

1.2. Predmet istraživanja

Procjena vrijednosti poduzeća prikazat će se na primjeru društva Grupa Podravka. Predmet istraživanja u teorijskom dijelu rada predstavljaju različite teorijske postavke korištenih metoda vrednovanja u radu, dok će se u empirijskom dijelu izvršiti sama procjena vrijednosti društva. Razmatrajući sve interne i eksterne čimbenike koji determiniraju vrijednost grupacije, procjena će se izvršiti u nekoliko koraka. Prvi korak obuhvaća analizu tržišta poduzeća, zatim analizu financijskih izvještaja te naposljetku slijedi primjena odgovarajućeg evaluacijskog modela u prognoziranju budućih novčanih tijekova.

Pri formiranju evaluacijskog modela koristit će se DCF metoda vrednovanja i metoda multiplikatora usporedivih društava. Iako nijedna metoda ne može ostvariti u potpunosti točno predviđanje budućih poslovnih rezultata, uzevši u obzir zastupljenost prethodno navedenih metoda na razini priznatih financijskih analitičara, kombinacija DCF metode i metode multiplikatora trebala bi analitičarima pružiti primjerenu kvantitativnu podlogu za donošenje poslovnih odluka. Sukladno prethodno navedenom, predmet istraživanja predstavlja određivanje intrizične vrijednosti poduzeća primjenom DCF i metode multiplikatora usporedivih društava.

1.3. Istraživačka pitanja

Zbog zahtjeva za individualiziranim pristupom pri procjeni svake tvrtke, procesi provedenih procjena vrijednosti tvrtki uvelike se razlikuju, a posljedično i zaključci o dobivenim rezultatima vrednovanja. Umjesto klasičnog postavljanja hipoteze, specifičnost postupka vrednovanja tvrtke kao teme diplomskog rada uvjetuje ponešto drukčiji pristup pisanju rada. Naime, diplomski rad će većim dijelom nastojati odgovoriti na sljedeća pitanja:

- Kako primijeniti DCF metodu vrednovanja na primjeru hrvatske tvrtke uzevši u obzir posebnosti promatrane tvrtke i industrije?
- Postoje li posebni čimbenici na koje je potrebno obratiti pažnju tijekom postupka vrednovanja, a koji bi mogli značajno utjecati na formiranje budućih novčanih tijekova?
- Na koji način odabrati tvrtke čije će vrijednosti multiplikatora biti iskorištene u primjeni metode multiplikatora usporedivih društava?
- Postoje li odstupanja vrijednosti dobivene primjenom DCF metode i metode multiplikatora usporedivih društava?
- Postoje li odstupanja vrijednosti dobivene primjenom DCF metode i tržišne vrijednosti poduzeća?

1.4. Cilj istraživanja

S obzirom na kompleksnost izračuna budućih parametara i velike količine podataka koje je potrebno uzeti u obzir, ali i izostanak potrebe za detaljnijom procjenom zbog nedovoljne razvijenosti hrvatskog gospodarstva, tvrtke u Hrvatskoj se pri procjeni vlastite vrijednosti uglavnom služe statičkim metodama procjene (knjigovodstvena, ispravljena knjigovodstvena, likvidacijska, tržišna vrijednost). Cilj ovog istraživanja, stoga, predstavlja prikaz evaluacije vrijednosti hrvatske tvrtke primjenom DCF i metode multiplikatora usporedivih društava na jasan i koncizan način. Sekundarni cilj istraživanja jest uočiti moguća odstupanja tržišne vrijednosti od stvarne vrijednosti dobivene procjenom te pronalazak odgovarajućeg objašnjenja ukoliko devijacije postoje.

1.5. Metode istraživanja

U teorijskom dijelu rada će se koristiti sljedeće metode (Zelenika, 2011):

- Metoda indukcije – postupak kojim se temeljem analize pojedinačnih činjenica dolazi do zaključka,
- Metoda dedukcije – postupak kojim se iz općih sudova izvode posebni i pojedinačni zaključci,
- Metoda deskripcije - postupak jednostavnog opisivanja činjenica, procesa i predmeta u prirodi i društvu te njihovih empirijskih potvrđivanja veza i odnosa, ali bez znanstvenog tumačenja i objašnjavanja,
- Metoda analize - postupak raščlanjivanja složenih pojmova, sudova i zaključaka na jednostavnije sastavne dijelove i elemente,
- Komparativna metoda - postupak uspoređivanja istih ili sličnih činjenica, uočavanje njihovih sličnosti ili različitosti,
- Metoda kompilacije - preuzimanje tuđih opažanja, zaključaka, spoznaja i stavova zabilježenih u znanstveno- istraživačkim radovima,
- Metoda studije slučaja - proces istraživanja iznesenih pretpostavki na primjeru konkretnog poduzeća.

U empirijskom dijelu rada, izuzev metode studije slučaja, primjenit će se matematičke i statističke metode pri obradi podataka dobivenih iz financijskih izvještaja tvrtke i nadležnih financijskih institucija, kao i odgovarajućih izvora podataka potrebnih za analizu eksterne okoline poduzeća.

1.6. Doprinos istraživanja

Doprinos istraživanja ogleda se u detaljno objašnjenom prikazu procjene vrijednosti poduzeća koji uvelike olakšava shvaćanje koncepta samog vrednovanja. Naposljetku, ispravna spoznaja o vrijednosti poduzeća koristan je alat menadžerima pri donošenju poslovnih odluka. Korištenjem dviju odabranih metoda, u radu će se dati pregled njihovih značajki i mogućih ograničenja na koja je potrebno pripaziti tijekom postupka vrednovanja različitih profila tvrtki.

1.7. Struktura diplomskog rada

S namjerom kratkog upoznavanja s temom rada i njegovim potencijalnim sastavnicama, u uvodnom dijelu se iznosi problem rada, definiraju se predmet i cilj istraživanja te navode planirane metode istraživanja.

Drugo i treće poglavlje predstavljaju teorijski dio rada. U poglavljima će se iznijeti teorijske postavke DCF metode i metode multiplikatora usporedivih društava, njihove prednosti i nedostaci te će se posebna pažnja posvetiti detaljnijem definiranju njihovih elemenata u potpoglavljima.

Opisivanjem i analizom poslovne okoline poduzeća, četvrto poglavlje predstavlja uvod u empirijski dio rada. Peto poglavlje stoga je glavni empirijski dio rada gdje se prethodno definirane metode vrednovanja primjenjuju na primjeru Grupe Podravka, a zatim se njihovi rezultati uspoređuju omogućavajući tako u posljednjem, šestom, poglavlju donošenje zaključka o vrijednosti tvrtke, ali i primjenjivosti odabranih metoda. Naposljetku, čitav diplomski rad zaokružuje se popisom literature i kratkim sadržajem na hrvatskom i engleskom jeziku.

2. VREDNOVANJE DISKONTIRANJEM NOVČANOG TIJEKA

2.1. Općenito o metodi diskontiranog novčanog tijeka

Pristup metode diskontiranih novčanih tijekova zahtijeva da je vrijednost imovine određena očekivanim novčanim tijekovima od te imovine diskontiranih po stopi koja odražava rizičnost tih novčanih tijekova (Damodaran, 2006). Damodaran (2006) dalje navodi kako se razlikuju tri načina prema kojima možemo kategorizirati DCF modele:

- Vrednovanje poslovanja nasuprot vrednovanju imovine - Vrijednost poslovanja jednaka je vrijednosti zbroja pojedine imovine koju to poslovanje posjeduje, no s jednom bitnom razlikom. Poslovanje ili tvrtka predstavlja kontinuirani subjekt koji se, uz već postojeću imovinu, sastoji i od imovine za koju se očekuje kako će u nju uložiti u budućnosti. Uzevši u obzir rastuću imovinu, odnosno buduća ulaganja tvrtke kao njenu sastavnicu, jasno je kako će vrednovanje poslovanja rezultirati većom vrijednošću u odnosu na vrednovanje samo postojeće imovine.
- Vrednovanje kapitala nasuprot vrednovanju tvrtke - Uz prethodno navedeno vrednovanje tvrtke, moguće je vrednovati samo vlasnički udio u poslovanju.
- Varijacije modela diskontiranih novčanih tijekova – Prva varijanta razdvaja novčane tijekove na one s izvanrednim povratom i na one s redovnim povratom. Ostvarenje zahtijevanog povrata prilagođenog riziku ubraja se u redovni povrat, dok svi iznosi iznad ili ispod toga ulaze u kategoriju izvanrednog povrata, bilo pozitivni ili negativni. Vrijednost poslovanja tada je jednaka danas uloženom kapitalu u tvrtku i sadašnjoj vrijednosti novčanih tijekova s izvanrednim povratom iz postojećih i budućih projekata. Druga varijanta predstavljena je kao usklađena sadašnja vrijednost (eng. Adjusted Present Value - APV) te razlikuje efekte koje na vrijednost ima dugovno financiranje i efekte imovine u poslovanju. Naime, upotreba duga u financiranju tvrtke sa sobom nosi brojne porezne prednosti, no i potencijalni trošak rizika bankrota, stoga se vrijednost poslovanja u ovoj varijanti dobiva na sljedeći način: vrijednost poslovanja sa 100 % vlasničkim financiranjem uvećana za sadašnju vrijednost očekivanih poreznih prednosti od duga i umanjena za očekivane troškove bankrota. Ukratko rečeno, druga varijanta procjenjuje očekivanu vrijednost koristi i troškova duga odvojeno od vrijednosti operativne imovine.

Uzevši u obzir navedene načine pristupa DCF modelima, potrebno je naglasiti kako će se u ovom radu koristiti uobičajeni DCF pristup u kojem su očekivani novčani tijekovi diskontirani po riziku prilagođenoj diskontnoj stopi bez prethodnih specifičnih podjela novčanih tijekova.

Dodatno, Damodaran (2006) spominje tri osnovna inputa DCF metode za vrednovanje imovine: očekivani novčani tijek, vrijeme novčanog tijeka i diskontna stopa. Očekivani novčani tijekovi rezultat su očekivanog budućeg poslovanja tvrtke te se procjenjuju za nekoliko godina unaprijed jer se polazi od pretpostavke neograničenog vremenskog poslovanja poduzeća, s tim da se za zadnju godinu uzima terminalna vrijednost tj. granična vrijednost koja odražava sav budući slobodni novčani tijek nakon tog razdoblja (Kolačević i Hreljac, 2009). Kako bi se tijek očekivanih ekonomskih vrijednosti mogao svesti na sadašnju vrijednost, Kolačević i Hreljac (2009) navode kako ga je potrebno diskontirati diskontnom stopom, a diskontna stopa mora odražavati rizičnost novčanog tijeka na način da rizičniji novčani tijekovi imaju više diskontne stope (Damodaran, 2006). Prema Damodaranu (2006), diskontna stopa sastoji se od troška duga i troška kapitala. Trošak duga predstavlja rizik neizvršenja obveza, odnosno vjerojatnost da tvrtka neće ispuniti obvezu plaćanja dospjele kamate ili glavnice, dok je trošak kapitala odraz rizika razlike stvarnih povrata od očekivanih povrata od ulaganja. Naime, prilikom određivanja troška kapitala polazi se od toga kako je marginalni investitor (najvjerojatniji ulagač) dobro diverzificiran kroz višestruka ulaganja te za njega ovaj rizik ulaganja predstavlja nediverzificirajući ili tržišni rizik. Detaljnije, izračun troška kapitala započinje izračunom očekivanog povrata na nerizično ulaganje na koje se potom nadograđuje premija za tržišni rizik, ali više riječi o inputima DCF modela bit će posebno posvećeno u narednim poglavljima.

Zaključno, DCF vrednovanje od analitičara zahtijeva suštinsko razumijevanje kompleksnosti poslovanja koje vrednuje i neprestano preispitvanje održivosti novčanih tijekova i rizika, ali i visok stupanj opreznosti kako bi se spriječile eventualne manipulacije postupkom vrednovanja i tako proizvele vrijednosti koje nemaju veze s temeljenom vrijednošću poslovanja. U tom pogledu, DCF metoda često je dvosjekli mač za analitičare koji ju koriste jer je potrebno uistinu pažljivo protumačiti dobivene vrijednosti uzevši u obzir i utjecaj tržišnih očekivanja na kretanje cijena vrijednosnica tvrtke.

2.2. Vrste i izračuni slobodnih novčanih tijekova

Tvrtka u svom poslovanju može ostvariti pozitivne ili negativne novčane tijekove u ovisnosti o različitim internim ili eksternim faktorima u okolini tvrtke. Dok pozitivni novčani tijekovi uvećavaju vrijednost tvrtke, negativni ju, naravno, umanjuju. Prema Dvorski et al. (2007), čimbenici koji utječu na visinu novčanih tijekova su primjerice, operativna uspješnost poslovanja (povoljan odnos prihoda i rashoda, veći koeficijent obrtaja imovine), racionalnije korištenje zaliha, pravovremena naplata potraživanja te povoljnija struktura izvora financiranja u smislu reduciranja oportunitetnih troškova angažiranog kapitala.

Prvotna podjela novčanih tijekova razlikuje novčane tijekove koji se odnose na vremensko razdoblje obuhvaćeno prognozom, a koje odgovara tvrtkinom strateškom planskom razdoblju (obično 5 godina) i na novčane tijekove nakon strateškog planskog razdoblja, odnosno rezidualne novčane tijekove (Kolačević i Hreljac, 2009). Za početak, u ovom poglavlju naglasak je stavljen na novčane tijekove u planskom razdoblju. Dakle, kad je riječ o vrednovanju poduzeća upotrebom slobodnih novčanih tijekova, tada se razlikuju tri pristupa izračunu slobodnih novčanih tijekova (Kolačević i Hreljac, 2009):

- Metoda diskontirane dividende (eng. Dividend Discount Model – DDM)
- Metoda slobodnog novčanog tijeka poduzeća po pristupu na temelju troška kapitala ili po pristupu na temelju prilagođene sadašnje vrijednosti[1] (eng. Free Cash Flow to the Firm – FCFF)
- Metoda slobodnog novčanog tijeka dioničke glavnice (eng. Free Cash Flow to Equity)

S obzirom da su dividende jedini gotovinski tijekovi koje dioničari mogu očekivati od dionica (izuzev kapitalne dobiti koju ostvaruju na tržištu), vrijednost dionica se računa kao sadašnja vrijednost očekivanog tijeka dividendi primjenom metode diskontirane dividende (Kolačević i Hreljac, 2009). Pri tom se razmatra hoće li predviđene dividende rasti po stalnoj stopi ili će taj rast prolaziti kroz više faza (najčešće dvije). Prema istim autorima, u slučaju rasta po stalnoj stopi (Gordonov model), jednadžba za izračun vrijednosti dionice iznosi:

[1] Kako isti neće biti korišten u empirijskom dijelu rada, FCFF model po pristupu prilagođene sadašnje vrijednosti neće biti detaljnije objašnjen zbog ograničenog opsega rada.

$$P_0 = \frac{DPS_0(1+g)}{k_e - g} = \frac{DPS_1}{k_e - g} \quad (1)$$

gdje je:

P_0= sadašnja vrijednost dioničke glavnice

DPS_0= dividenda na kraju prethodne godine

DPS_1= dividenda koja se očekuje za još jedno razdoblje unaprijed

k_e= zahtijevana stopa povrata na dioničku glavnicu

g= stopa rasta dividendi u budućnosti

S druge strane, često korišteni model dvofaznog rasta polazi od pretpostavke da će stopa rasta s vremenom pasti tako da će u rezidualnoj ili postplanskoj fazi (za godine n+1 do beskonačnosti) rasti po konstantnoj stopi (Kolačević i Hreljac, 2009):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \quad (2)$$

pri čemu vrijedi:

$$P_n = \sum_{t=1}^{n} \frac{DPS_{n+1}}{k_e - g_n} \quad (3)$$

gdje je:

DPS_t= dividenda po dionici kroz razdoblje t

DPS_{n+1}= dividenda po dionici za rezidualno razdoblje (godine n+1 do beskonačnosti)

k_e= zahtijevana stopa povrata na dioničku glavnicu

P_n= sadašnja vrijednost dioničke glavnice na kraju n-te godine

P_0= sadašnja vrijednost dioničke glavnice

g_n= stopa rasta nakon godine n+1 do beskonačnosti.

Nadalje, metoda slobodnog novčanog tijeka poduzeća ili poslovni tijek novca predstavlja novčani tijek raspoloživ za podjelu svim ulagateljima kapitala što uključuje vlasnike obveznice, druge kreditore, dioničare i prioritetne dioničare. Procjena novčanog tijeka se vrši nakon oporezivanja i potrebnog reinvestiranja, a prije kamata i dividendi. Procijenjeni novčani tijek se zatim svodi na sadašnju vrijednost upotrebom diskontne stope, to jest, ponderiranog prosječnog troška kapitala (eng. Weighted Average Cost of Capital - WACC). Kao u prethodnom slučaju DDM metode, ovisno o pretpostavkama stopa rasta, postoji više oblika FCFF metode. Primjerice, kada očekivani novčani tijek tvrtke raste po stalnoj stopi, sadašnja vrijednost novčanog tijeka se može prikazati na sljedeći način (Kolačević i Hreljac, 2009):

$$P_{0=}\frac{FCFF_1}{WACC-g_n} \quad (4)$$

gdje je:

P_0= sadašnja vrijednost tvrtke

$FCFF_1$= očekivani novčani tijek za iduće razdoblje

WACC = ponderirani prosječni trošak kapitala

g_n= stopa rasta

Dok je za slučaj često primjenjivanog dvofaznog modela slobodnog novčanog tijeka poduzeća, izraz kako slijedi (Kolačević i Hreljac, 2009):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFF_t}{(1+k_{wacc})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{wacc})^n} \quad (5)$$

pri čemu vrijedi:

$$P_n = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFF_{n+1}}{k_{wacc} - g_n} \quad (6)$$

gdje je:

P_n= sadašnja vrijednost tvrtke na kraju n-te godine

P_0= sadašnja vrijednost tvrtke

$FCFF_t$= slobodni novčani tijek za tvrtku kroz razdoblje t

$FCFF_{n+1}$= slobodni novčani tijek za tvrtku kroz rezidualno razdoblje (godine n+1 do beskonačnosti)

Nakon što se podmire operativni troškovi (uključujući i poreze), ulaganja u radni i fiksni kapital, troškovi kamata, izdaci vezani za prioritetne dionice i otplate duga uz povećanje za primitke s osnove novoemitiranog duga i novoemitiranih prioritetnih dionica, preostali novčani tijek se naziva slobodnim novčanim tijekom dioničke glavnice (eng. FCFE) (Kolačević i Hreljac, 2009). Ukratko, razlika između FCFF i FCFE očituje se u korištenju financijske poluge te se zbog toga FCFE pristup naziva konceptom novčanog tijeka poslije duga, a FCFF konceptom prije duga. Dakle, novčani tijek dioničke glavnice temelji se na neto dobitku ili zaradi po dionici, a novčani tijek tvrtke na operativnom dobitku. Sukladno prethodnim pristupima, potrebno je voditi računa o očekivanim novčanim tijekovima, stopama rasta i zahtijevanim stopama povrata pa je shematski prikaz izračuna FCFE za slučaj modela stalnog rasta sljedeći (Kolačević i Hreljac, 2009):

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n} \quad (7)$$

gdje je:

P_0= sadašnja vrijednost dioničke glavnice

$FCFE_1$= očekivani FCFE sljedeće godine

k_e= zahtijevana stopa povrata na dioničku glavnicu

g_n= stalna stopa rasta FCFE

U slučaju dvofaznog FCFE modela, sadašnja vrijednost dioničke glavnice jednaka je zbroju sadašnje vrijednosti FCFE za plansko razdoblje (faza visokog rasta) i sadašnje vrijednosti FCFE za rezidualno razdoblje (faza stalnog rasta):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^t} \quad (8)$$

pri čemu vrijedi:

$$P_n = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g_n} \quad (9)$$

gdje je:

P_n= sadašnja vrijednost dioničke glavnice na kraju n-te godine

P_0= sadašnja vrijednost dioničke glavnice

$FCFE_t$= slobodni novčani tijek dioničke glavnice kroz razdoblje t

$FCFE_{n+t}$= slobodni novčani tijek spram dioničke glavnice za rezidualno razdoblje

k_e= zahtijevana stopa povrata na dioničku glavnicu

Naposljetku, svaka tvrtka tijekom izrade financijskih izvještaja treba poštovati računovodstvene propise i standarde, stoga ni procjena novčanih tijekova i poslovanja poduzeća nije iznimka. Između ostalih, Buble et al (2010) posebno ističe sljedeća pravila Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja kojih se potrebno pridržavati tijekom vrednovanja novčanih tijekova:

- Za procjenu budućih novčanih tijekova koriste se procjene menadžmenta o ekonomskim uvjetima za vrijeme preostalog vijeka upotrebe imovine s prednošću eksternim izvorima podataka i procjena,
- Procjene se trebaju temeljiti na najnovijim planovima i procjenama menadžementa u razdoblju ne dužem od 5 godina te na priljevu novca od neprekinute upotrebe imovine,
- Korištene stope rasta ne bi smjele biti veće od prosječnih dugoročnih stopa rasta proizvoda ili djelatnosti na tržištima s kojih se procjenjuje priljev,
- U procjenu se uključuje izdatak novca koji je nužan radi ostvarivanja priljeva od kontinuirane upotrebe imovine,

- U procjenu se uključuje neto primitak ili izdatak nastao otuđenjem imovine na kraju vijeka upotrebe,
- U procjenu se ne uključuju novčani primici i izdaci od financijskih aktivnosti i poreza na dobit.

Neovisno je li riječ o konceptu prije duga ili konceptu poslije duga, procjena novčanih tijekova poduzeća kompleksan je proces i zahtijeva poštivanje mnogobrojnih pravila. Posebnu pozornost je stoga potrebno pridodati pravilnoj procjeni rizičnosti novčanih tijekova koja se odražava kroz diskontnu stopu kojom ih svodimo na sadašnju vrijednost, a o čijim sastavnicama će biti više rečeno u narednim poglavljima.

2.3. Problematika troška kapitala

Prema Damodaranu (2006), trošak kapitala je ono što ulagači u kapital tvrtke očekuju ostvariti na svom ulaganju. Problem u izravnoj procjeni predstavlja implicitan karakter ovog troška, kao i činjenica da očekivana stopa povrata ne mora biti ista za sve ulagače u kapital tvrtke jer ulagači vide različite stupnjeve rizika u svom ulaganju te sukladno tome očekuju različite stope povrata. U ovom radu izračun troška kapitala bit će objašnjen kroz pristup modela rizika i povrata, no prije objašnjenja samog modela, slijedi nekoliko uvodnih riječi o riziku i mjerenju istog.

Rizik se definira kao odstupanje stvarnih povrata od očekivanih te se mjeri varijancom ili standardnom devijacijom distribucije, to jest, što je veće odstupanje stvarnih od očekivanih povrata, veća je varijanca (Vidučić et al., 2015). Nadalje, rizici se dijele na one koje je moguće diverzificirati, odnosno nesustavne rizike, i rizike koje nije moguće diverzificirati, sustavni ili tržišni rizik (Indian Institute of Planning and Management, 2009). Nesustavni rizik je rizik svojstven samo tvrtki, industriji ili investiciji za koju su vezani vrijednosni papiri u koje se ulaže, dok tržišni rizik obuhvaća mogućnost urušavanja sustava u kojem se nalazi financijsko tržište, odnosno sve vanjske događaje koji mogu dovesti do pada vrijednosti financijskih instrumenata i utječu na cjelokupno tržište kapitala, ali na koje pojedinci nemaju utjecaja (Indian Institute of Planning and Management, 2009). Krajnja je pretpostavka, prema Damodaranu (2006), kako bi se rizik trebao mjeriti iz perspektive marginalnog investitora koji je dobro diverzificiran, odnosno izložen samo tržišnom riziku te se u ovom radu pristupa

upotrebi modela procjene vrijednosti kapitalne imovine (eng. Capital asset pricing model - CAPM) koji se još uvijek smatra osnovnim modelom za mjerenje tržišnog rizika.

CAPM model izgrađen je na pretpostavkama kako nema transakcijskih troškova i ulagači nemaju pristup povjerljivim informacijama, to jest, pretpostavlja kako će ulagači nastaviti diverzificirati sve dok ne budu držali imovinu kojom se trguje, tržišni portfelj (Orsag, 2015). Sukladno tome, ulagači će se razlikovati u ovisnosti koliko svog bogatstva su uložili u tržišni portfelj, a koliko u nerizičnu imovinu. Dakle, rizik svake imovine je onaj rizik koji ona pridodaje tržišnom portfelju te se taj rizik može mjeriti beta koeficijentom (Damodaran, 2006). Točnije, beta koeficijent je mjera sustavnog rizika koja pokazuje osjetljivost promjena povrata na vrijednosnicu na promjene povrata na tržišni portfelj (Aljinović et al., 2011). Damodaran (2006) naposljetku navodi kako se očekivani povrat na bilo koju imovinu prema CAPM modelu može opisati kao funkcija nerizične stope, bete te imovine i premije na ulaganje u imovinu prosječnog rizika (premija na rizik).

2.3.1. CAPM model

2.3.1.1. Nerizična stopa povrata

Nerizična imovina predstavlja imovinu za koju ulagač zna koliki točno povrat može očekivati, a kako bi ulaganje bilo nerizično, dva su uvjeta koja moraju biti zadovoljena (Damodaran, 2006):

- Ne smije postojati rizik neispunjenja ugovornih obveza (eng. default risk) što podrazumijeva vrijednosnicu izdanu od strane države (npr. trezorski zapisi). Naravno, postoje države koje ne izvršavaju plaćanja svojih obveza na vrijeme, a u slučaju kojih se mogu koristiti stope koje plaćaju na dugoročno zaduživanje u domaćoj valuti najveće i najsigurnije tvrtke na promatranom tržištu ili se mogu iskoristiti postojeći dugoročni forward ugovori na tu valutu denomirani u sigurnijoj valuti (npr. dolar ili euro) za dobivanje domaće stope zaduživanja pomoću pariteta kamatnih stopa i stopa na državne obveznice.
- Ne smije biti nesigurnosti oko stopa reinvestiranja što znači da nema posrednih novčanih tijekova. Primjerice, ako se pokušava procijeniti povrat za petogodišnje razdoblje tada se ne uzimaju u obzir šestomjesečni trezorski zapisi jer postoji

mogućnost promjene stope povrata nakon šest mjeseci. Dakle, nerizična stopa za petogodišnje razdoblje treba biti jednaka očekivanom povratu za petogodišnju državnu diskontnu obveznicu bez rizika defaulta odnosno trajanje vrijednosnice bez rizika defaulta treba biti usklađeno s trajanjem novčanih tijekova u procjeni.

Nadalje, potrebno je poštovati načelo konzistentnosti, to jest, ako su novčani tijekovi izraženi u nominalnim iznosima tada i nerizična stopa treba biti nominalna i u istoj valuti kao procijenjeni novčani tijekovi (Pinto et al., 2015). Valuta ne mora nužno biti iz zemlje za čiju tvrtku se vrši procjena, već je bitno da jednom izabrana valuta vrijedi za sve novčane tijekove, a promatrajući rizičnost pojedinih zemalja, analitičari često ne vrše procjene u valutama tih zemalja, već u sigurnijim svjetskim valutama poput dolara ili eura. Dodatno, u uvjetima visoke i nestabilne inflacije, spominje Damodaran (2006), potrebno je provoditi valuaciju u realnim veličinama, odnosno koristiti stvarne stope rasta prethodno eliminirajući utjecaj rasta koji proizlazi iz inflacije cijena. Prethodno navedeno je moguće ostvariti uvođenjem državnih obveznica indeksiranih inflacijom u procjenu.

2.3.1.2. Premija na rizik

Kako je uvriježeno mišljenje da je svako ulaganje rizično izuzev državnih vrijednosnica (iako ovo ne vrijedi u potpunosti za sve države), investitoru je potrebna određena naknada koja bi ga motivirala za ulaganje u vrijednosnice pojedine tvrtke. Ova naknada se naziva premijom na rizik i prema definiciji ona predstavlja mjeru dodatnog povrata koji investitori zahtijevaju za premještanje svog novca iz nerizičnog ulaganja u ulaganje prosječnog rizika (Orsag, 2015).

Premija na rizik funkcija je averzije na rizik ulagača i rizičnosti ulaganja prosječnog rizika (Damodaran, 2006). Averzija prema riziku ulagača posljedica je njegovog invidividualnog karaktera, ali i nedavnih iskustava na tržištu i ekonomskog prosperiteta (kada gospodarstvo bilježi rast, ulagači su skloniji investiranju i preuzimanju većeg rizika). Također, s povećanjem rizičnosti ulaganja prosječnog rizika, doći će do porasta premije jer se mijenja percepcija investitora o ulaganju prosječnog rizika. Premija na rizik za pojedino tržište, stoga, predstavlja ponderirani prosjek individualnih premija.

Kad je riječ o mjerenju premije na rizik, Damodaran (2006) navodi tri metode:

- Premije iz anketa - ispituju se očekivanja individualnih investitora i menadžera portfelja o budućim kretanjima tržišta, ali pri upotrebi ove metode potrebno je pripaziti na činjenicu kako očekivanja mogu biti neracionalna, premije izrazito volatilne (pod utjecajem prošlih iskustava) te su ovakve premije kratkoročnog karaktera.
- Povijesne premije - upotrebom povijesnih podataka, CAPM model premiju izračunava kao razliku prosječnih povrata na dionice i prosječnih povrata na nerizične vrijednosnice. No, i primjenom ove metode nailazi se na probleme u procjeni. Naime, prva dvojba javlja se kod izbora vremenskog razdoblja. Ako se izabere manje vremensko razdoblje, dobit će se ažurnija procjena u kojoj veći utjecaj na procjenu imaju noviji povijesni trendovi u kretanju vrijednosnice. S druge strane, izbor dužeg vremenskog razdoblja smanjuje standardnu grešku, odnosno pruža manju standardnu devijaciju povrata od prosječnog povrata i time precizniju okvirnu procjenu. Analitičari uglavnom veću prednost daju dužim povijesnim razdobljima. Druga dvojba odnosi se na izbor nerizične vrijednosnice, odnosno hoće li se u obzir uzeti kraći trezorski zapisi ili državne obveznice jer su premije na rizik u pravilu veće u odnosu na kratkoročne državne vrijednosnice, nego u odnosu na dugoročne kao što su obveznice. Na kraju, treća sumnja javlja se pri odluci o upotrebi aritmetičkog ili geometrijskog prosjeka. Ako su nekorelirani godišnji povrati u pitanju i potrebna je procjena za sljedeću godinu, aritmetički prosjek pružit će najbolju nepristranu procjenu premije. Međutim, studije pokazuju kako su povrati na dionice tijekom godina uglavnom negativno korelirani te je zbog tog uputno koristiti geometrijski prosjek. U tom slučaju, upotrebom geometrijskog prosjeka osigurat će se da ne dođe do precjenjivanja premije, a geometrijski prosjek je također prikladniji za procjene koje se vrše za duži period (više od godinu dana).
- Implicirana premija iz trenutnih tržišnih podataka - alternativna metoda koja pretpostavlja da je cijelom dioničkom tržištu ispravno određena vrijednost te se premija može odrediti upotrebom jednostavnog valuacijskog modela kakav je npr. Gordonov model za dionice. Ovaj pristup je trenutan i pod utjecajem tržišta te ne zahtijeva povijesne podatke, a bilježi puno više promjena u kraćem roku nego povijesne premije rizika. Preporuka za njegovo korištenje vrijedi kad se od analitičara traži da vrednuje tvrtke bez zauzimanja stava za cijelo tržište.

Kao što se iz ranijih navoda moglo zaključiti, neke države su rizičnije od drugih kad su u pitanju isplate obveza te su analitičari skloniji analiziranju novčanih tijekova u drugim valutama. Također, kako povijesni podaci na pojedinim tržištima često nisu potpuni, a postojeći su previše volatilni, pristupa se izračunu premije rizika za državu. Dakle, postojeća premija na rizik se korigira uvođenjem faktora premije na rizik zemlje. Samu premiju na rizik zemlje moguće je izračunati na tri načina (Damodaran, 2006):

- Default spreadovi na državne obveznice – Mjeri se rizik neplaćanja ugovornih obveza države u odnosu na premiju rizika na državne obveznice, a koji je pod utjecajem stabilnosti valute zemlje, njenog proračuna trgovinske bilance ili primjerice, političkih stavova. Ova mjera često je prezentirana kroz ocjene rejting agencija.
- Relativna standardna devijacija – U odnos se stavljaju standardna devijacija promatrane zemlje i standardna devijacija tržišta zemlje koje se uvriježeno smatra sigurnim izborom za ulaganje. Dobiveni koeficijent predstavlja premiju za rizik zemlje, a premija na rizik tržišta dobit će se množenjem koeficijenta i premije rizika „sigurnog“ tržišta. U ovom pristupu potrebno je pripaziti na tržišnu strukturu tržišta i likvidnost promatranog tržišta koja često može značajno odstupati od sigurnijeg tržišta.
- Default spreadovi uvećani za relativnu standardnu devijaciju - Prvi korak predstavlja izračun koeficijenta volatilnosti tržišta kapitala i volatilnosti državne obveznice korištene za dobivanje spreada. Zatim se izračunati koeficijent pomnoži s ranije dobivenim default spreadom. Izbor ovog pristupa pretpostavlja kako ulagači biraju između domaćeg tržišta obveznica i domaćeg tržišta kapitala.

Tri različita pristupa rezultirat će različitim procjenama rizika za zemlju, no posljednji pristup će očekivano dati najveće iznose. Damodaran (2006) stoga naglašava kako treba shvatiti da se zemlje s vremenom razvijaju, a što će vrlo vjerojatno dovesti do smanjenja premija za rizik zemlje u budućnosti.

2.3.1.3. Beta koeficijent

Tržišni rizik nije moguće diverzificirati, no u kojoj mjeri će on utjecati na vrijednosnice pokazuje beta koeficijent. Točnije, beta koeficijent predstavlja mjeru rizika vrijednosnice koja se drži u dobro diverzificiranom portfelju (Aljinović et al., 2011). Betu je moguće izračunati na tri načina: upotrebom povijesnih podataka, procjenom bete iz fundamenata i putem računovodstvenih podataka (Damodaran, 2006).

Povijesne tržišne bete direktan su pristup koji je moguće koristiti ako je riječ o tvrtkama čije vrijednosnice kotiraju na tržištu već neko vrijeme. Regresijom dioničkih povrata (k_{jt}) s tržišnim povratima (k_{Mt}) dobiva se karakteristični regresijski pravac koji je rezultat traženja linearne veze između kretanja prinosa na pojedinu investiciju prema kretanju prinosa na ukupno tržište investicija upotrebom metode regresijske analize (Orsag, 2015). Ovaj pristup zaključuje kako je beta koeficijent mjera tržišnog rizika vrijednosnih papira koja pokazuje odgovor investicije na promjene prinosa tržišta kapitalnih investicija, a odstupanja stvarnog prinosa vrijednosnice od onog procijenjenog regresijskom analizom (pravcem) posljedica je specifičnog rizika emitirajuće tvrtke i predočava se rezidualom (Orsag, 2015).

Prema prethodno navedenom autoru, karakteristični regresijski pravac izražava se u sljedećem obliku:

$$k_{jt} = \alpha_j + \beta_j k_{Mt} + \varepsilon_{jt} \tag{10}$$

gdje je:

- k_{jt} – prinos na j-tu dionicu u trenutku t
- α – alfa koeficijent
- β – beta koeficijent
- k_{Mt} - prinos na tržište vrijednosnica
- ε_{jt} – rezidual

Orsag (2015) također dodaje kako nagib regresijskog pravca odgovara beta koeficijentu i što je veći stupanj nagiba, veća je rizičnost vrijednosnice. Nadalje, prilikom izračuna povijesne tržišne bete potrebno je voditi računa o dužini razdoblja procjene, intervalu povrata i izboru tržišnog indeksa (Damodaran, 2006). Izbor dužine razdoblja procjene prethodno je objašnjen,

dok je izbor intervala povrata značajan jer uzimanje većih intervala (tjednih ili mjesečnih u odnosu na dnevne) smanjuje pristranost netrgovanja u slučaju kojeg su povrati na vrijednosnice jednaki nuli. Naposljetku, odluka o tržišnom indeksu uvjetovana je opsegom ulaganja investitora (lokalni ili globalni igrač).

Pristup fundamentalne bete dozvoljava upotrebu povijesne tržišne bete, no prilagođava je sukladno fundamentalnim odlukama koje tvrtka donosi. Riječ je o odlukama koje uključuju izbor djelatnosti u koje će tvrtka ući, koliki će biti stupanj operativne, odnosno financijske poluge korištene u poslovanju. Ako poduzeće posluje u sektoru osjetljivom na kretanja ekonomskih ciklusa, tada rizičnost njegovog poslovanja, a samim time i beta, raste. Primjerice, specijalizirane maloprodaje će biti osjetljivije na tržišna kretanja nego nespecijalizirani maloprodajni prehrambeni lanci. Nadalje, tvrtka s većim stupnjem operativne poluge (većim udjelom fiksnih troškova u ukupnim troškovima) pokazuje veću varijabilnost operativne dobiti nego tvrtka koja proizvodi sličan proizvod s nižom operativnom polugom. S obzirom da se povećava varijanca u zaradi po dionici, viša financijska poluga, mjerena odnosom duga prema kapitalu, uvjetuje veću kapitalnu betu (c.p.) jer ulagači u kapital snose veće količine tržišnog rizika (u lošim vremenima fiksne kamate povećavaju dug). S druge strane, beta bez poluge za tvrtku određena je djelatnošću tvrtke i operativnom polugom te se često naziva betom imovine budući da je njena vrijednost određena imovinom koju tvrtka posjeduje (Damodaran, 2006).

Procjena fundamentalne bete vrši se putem pristupa „odozdo prema gore“ (eng. Bottom up). Pristup pretpostavlja kako je beta tvrtke ponderirani prosjek beta svih grana poslovanja tvrtke. Nakon određivanja djelatnosti tvrtke, u prvom koraku se procijeni prosječna beta bez poluga drugih javno listanih tvrtki koje primarno ili samo posluju u ovoj djelatnosti(ma). U drugom koraku se odredi beta s polugom za tvrtku i svaku njenu djelatnost, no radi većeg razumijevanja svi će koraci izračuna biti posebno objašnjeni na primjeru u empirijskom dijelu rada. Damodaran (2006) objašnjava kako je ovaj pristup značajan zbog triju prednosti koje nudi:

- omogućava procjenu beta tvrtki koje nemaju povijest cijena na osnovi djelatnosti u kojoj posluju (inicijalne javne ponude, privatna poslovanja, divizije tvrtki),
- kako se beta tvrtke dobiva uprosječivanjem većeg broja regresijskih beta, standardna greška procjene je manja,

- bottom-up beta odražava aktualne (ali i buduće) promjene u tvrtkinoj poslovnoj strukturi i financijskoj polugi jer dozvoljava promjenu strukture poslovanja i vrijednosti pondera za svako poslovanje.

Treći pristup podrazumijeva procjenu parametara tržišnog rizika iz računovodstvene zarade koju je moguće regresirati s promjenama u zaradama na tržištu. Iako intuitivno privlačan, pristup ima tri moguća nedostatka (Damodaran, 2006):

- računovodstvene zarade su izglađene u odnosu na intrizičnu vrijednost tvrtke što rezultira nižim betama za rizične tvrtke, odnosno višim za sigurnije tvrtke,
- na računovodstvene zarade mogu utjecati neoperativni faktori (promjene u deprecijaciji ili metodama računanja zaliha te alokacijama korporativnih troškova na divizijskom stupnju),
- premali stupanj observacija jer se računovodstvene zarade mjere najviše jednom u kvartalu, a često jednom godišnje.

Zaključno, iako se pristupom povijesne bete dolazi do brze procjene rizika, „bottom up" pristup zahtijeva precizniji uvid u komponente poslovanja tvrtke davajući tako širi uvid u faktore koji imaju značajan utjecaj na njenu poslovnu i financijsku strukturu. Primjerice, povijesna tržišna beta mogla bi se drastično razlikovati u odnosu na „bottom up" betu s obzirom da potonja zahtijeva precizniji uvid u operativnu i financijsku strukturu poslovanja tvrtke otkrivajući tako je li riječ o tvrtki koja posluje u rizičnoj djelatnosti ili ima visoku financijsku polugu što opet može ukazati na potencijalnu nestabilnost poslovanja u vrijeme ekonomske recesije.

2.4. Trošak duga

Izuzev vlasničkog oblika financiranja, tvrtka potrebna sredstva može pribaviti dodatnim zaduživanjem u obliku izdavanja vlastitih obveznica, hibridnih vrijednosnica ili uzimanjem kredita. Mjera trenutačnog troška posuđivanja sredstava koji nastaje pozajmljivanjem, naziva se troškom duga (Vidučić et al., 2015). Iznos troška duga pod direktnim je utjecajem rizika neispunjenja ugovornih obveza, a koji je funkcija sljedećih varijabli: kapacitet tvrtke za generiranje novčanih tijekova iz operacija i opseg njenih financijskih obveza te varijabilnost novčanih tijekova (Damodaran, 2006). Očekivano, što je mogućnost stvaranja viših novčanih tijekova tvrtke veća, vjerovnici imaju više povjerenja u tvrtku i traže manju stopu povrata, što

vrijedi i za slučaj tvrtke sa stabilnijim novčanim tijekovima. Rizik defaulta obveznice tvrtke moguće je mjeriti preko ocjena koje dodjeljuju priznate rejting agencije, ili ako tvrtka dosad nije bila ocijenjena, kroz njenu povijest zaduživanja i procjenu sintetičkog rejtinga koji uključuje različite financijske pokazatelje.

Trošak duga za tvrtku je moguće umanjiti kroz porezne koristi koje se ostvaruju kroz porezno priznate kamatne rashode koji nastaju tijekom zaduživanja. Izračun porezne koristi vrši se pomoću granične porezne stope koja je često navedena u poreznom kodeksu zemlje u kojoj tvrtka zarađuje svoju operativnu dobit te uključuje lokalne i državne poreze (Damodaran, 2006). Dodatno, profitabilno poslovanje preduvjet je ostvarenja poreznih koristi od dodatnog zaduživanja.

Osim emisijom obveznica, tvrtka do potrebnih sredstava može doći i emisijom hibridnih vrijednosnica (povlaštene dionice, konvertibilne obveznice). Najčešća preporuka za izračun troška ovog oblika duga jest razdvojiti komponente vrijednosnica na njihove sastavnice duga i kapitala i analizirati ih posebno. Zaključno, hibridne vrijednosnice smatraju se većim troškom nego čisti dug, a nižim troškom u odnosu na kapital (Vidučić et al., 2015).

2.5. Prosječni ponderirani trošak kapitala

Ukupan trošak financiranja koji uključuje trošak duga i trošak glavnice naziva se prosječnim ponderiranim troškom kapitala (eng. Weighted Averaged Cost of Capital - WACC), a Kolačević i Hreljac (2009) ga definiraju kao stopu povrata koju bi tvrtka morala očekivati kao zaradu za svoje prosječno rizično ulaganje kako bi osigurala očekivani fer povrat svim vlasnicima njenih vrijednosnica. Može se zaključiti kako WACC podrazumijeva oportunitetni trošak svih investitora („opskrbljivača kapitalom“), ponderiran relativnim odnosima njihovih uloga u kapital poduzeća (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Ako se u strukturi kapitala poduzeća nalaze obične dionice i obveznice, Pinto et al. (2015) tada predlažu sljedeću formu WACC-a:

$$WACC = \frac{TVD}{TVD+TVK} * k_d * (1 - stopa\ poreza) + \frac{TVK}{TVD+TVK} * k_e \quad (11)$$

gdje je:

TVD= tržišna vrijednost duga

TVK= tržišna vrijednost kapitala

k_d = trošak posuđivanja (prilagođava se poreznim koristima uzimanja duga)

k_e = stopa povrata na dioničku glavnicu

Naravno, kao izvore financijskih sredstava poduzeće može koristiti i povlaštene dionice ili neke druge dodatne instrumente financiranja, pri čemu se formula za izračun WACC-a tada nadopuni troškom korištenja tih instrumenata ponderiranih udjelom njihove tržišne vrijednosti u ukupnoj kapitalnoj strukturi poduzeća (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Iako je za izračun pondera moguće uzeti knjigovodstvenu vrijednost duga i kapitala, analitičari to uglavnom ne preporučuju zbog velikih oscilacija u tržišnoj vrijednosti istih zbog čega oni onda ne odražavaju pravu vrijednost tvrtke (Damodaran, 2006).

Ponderirani prosječni trošak kapitala nije konstantan faktor. Naime, kako se tvrtka prilagođava okolini u kojoj djeluje tako se mijenja i njena kapitalna struktura. Posljedično, promjene u njenoj financijskoj strukturi zahtijevaju prilagodbu WACC-a. Prema Pinto et al. (2015), upravo zbog očekivanja budućih investicijskih pothvata i promjena u strategiji tvrtke, analitičari često u izračun WACC-a uvrštavaju ciljne vrijednosti pondera, ali i troška financiranja. Naposljetku, izračun WACC-a zahtijeva dugoročne izvore kapitala te dopušta upotrebu kratkoročnih izvora samo ukoliko se oni koriste u financiranju dugoročnog ulaganja (Kolačević i Hreljac, 2009).

2.6. Izračun rezidualne vrijednosti poduzeća

Kao što je rečeno u ranijim poglavljima, procjena vrijednosti tvrtke vrši se vrednovanjem novčanih tijekova u dva dijela, u planskom i postplanskom razdoblju. Vrijednost do koje se dolazi vrednovanjem novčanih tijekova na kraju vremenskog razdoblja predviđanja naziva se terminalnom ili rezidualnom vrijednošću (Kolačević i Hreljac, 2009). Točnije, rezidualna vrijednost predstavlja sadašnju vrijednost svih novčanih tijekova od kraja vremenskog horizonta predviđanja pa nadalje (Helfert, 2001).

Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012), izračun vrijednosti rezidualnog novčanog tijeka može se definirati na sljedeći način[2]:

$$R_v = \frac{FCFFt*(1+g)}{WACC-g} \quad (12)$$

gdje je:

R_v = rezidualna ili terminalna vrijednost

$FCFF_t$ = slobodan novčani tijek u vremenu t

WACC = ponderirani prosječni trošak kapitala

g= konstanta stopa rasta

Dodatno, konstatnu ili dugoročno održivu stopu rasta moguće je temeljiti na prethodno realiziranim stopama rasta, procjeni analitičara, procjeni uprave ili modelu rasta zadržavanjem dobiti koja se temelji na pretpostavci da će stopa rasta ovisiti iznosu zadržane neto dobiti poduzeća i stopi prinosa na taj iznos (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Iako je potencijal rasta određen intezitetom reinvestiranja u nove projekte i kvalitetom projekata, s vremenom poduzeću postaje teško održavati visoku stopu rasta i ona postaje jednaka ili niža od stopa rasta ekonomije u kojoj djeluje (Damodaran, 2006).

Unatoč čestoj primjeni u praksi, već pretpostavka konstantne stope rasta koju poduzeće zadržava nakon planskog razdoblja otkriva diskutabilnost ovog modela. Zbog toga se u postupku vrednovanja provodi analiza osjetljivosti putem koje se određuje raspon rezidualne vrijednosti radi otkrivanja oscilacija koje mogu značajno utjecati na konačnu vrijednost tvrtke (Helfert, 2001). Ipak, prema Helfertu (2001), rezidualna vrijednost predstavlja značajan udio konačno procijenjene vrijednosti tvrtke zbog čega upravo ova faza procjene od analitičara zahtijeva posebnu pozornost.

[2] Kako bi se uskladile oznake varijabli s ostatkom rada, izvorna oznaka Vt zamijenjena je s FCFFt, a k_a s oznakom WACC. Odnosi u formuli su nepromijenjeni.

3. RELATIVNO VREDNOVANJE TVRTKE

3.1. Općenito o relativnom vrednovanju

Svi investitori žele doći do spoznaje o vrijednosti imovine u što kraćem roku. Iako dokazano uspješna metoda u postupku vrednovanja, procjena tvrtke metodom diskontiranja novčanih tijekova dugotrajan je proces. U nedostatku vremena i ograničenog pristupa informacijama, analitičari se često okreću relativnom vrednovanju imovine. Dakle, procjenjuju imovinu na osnovi cijena koje je tržište odredilo sličnoj imovini. U prvom koraku odabiru usporedivu imovinu (tvrtku) kojoj je tržište odredilo cijenu, a zatim svode tržišne cijene na zajedničku varijablu te ih potom prilagođavaju kako bi se prebrodile postojeće razlike u imovini i omogućila usporedba dviju kategorija (Damodaran, 2006). Procjena dobivena ovim putem u potpunosti je odraz trenutnih tržišnih očekivanja što je njena prednost, ali i mana jer može dovesti do precijenjenosti ili potcjenjenosti vrijednosti.

Tijekom odabira multiplikatora potrebno je paziti da analitičari u potpunosti razumiju parametre korištenog multiplikatora, odnosno da znaju način na koji su ti multiplikatori izračunati i koje fundamentalne varijable ih određuju. Također, moraju poštovati načelo dosljednosti u formaciji multiplikatora. Prema Pinto et al. (2013) to znači da ako je brojnik multiplikatora vrijednost kapitala, tada i nazivnik mora biti vrijednost kapitala ili ako je u brojniku predstavljena vrijednost tvrtke, onda i za nazivnik mora vrijediti isto. Ujedno, investitor treba znati tumačiti vrijednosti dobivenog multiplikatora u odnosu na usporedivu tvrtku ili industriju. Primjerice, treba staviti dobivenu vrijednost u odnos prema medijanu sektora, a ne prosjeku jer medijan dijeli vrijednosti sektora na pola i nije pod utjecajem ekstremnih vrijednosti multiplikatora kao varijabla prosjeka sektora. U slučaju nedostatka usporedivih tvrtki, analitičar može multiplikatore prilagoditi temeljem svoje osobne procjene, modificirati ih uvodeći prateću varijablu ili provesti odgovarajuće složene statističke tehnike koje će mu omogućiti usporedbu promatrane tvrtke s postojećim tvrtkama u sektoru (Damodaran, 2006).

Multiplikatori se mogu promatrati s osnove zarada tvrtke, knjigovodstvene ili zamjenske vrijednosti, prihoda ili temeljem nekih varijabli specifičnih za promatrani sektor. U narednom poglavlju dat će se pregled najčešće korištenih multiplikatora, a radi jednostavnosti, podijeljenih prema kategoriji vrijednosti ili kapitala tvrtke.

3.2. Multiplikatori kapitala

Ova kategorija multiplikatora zahtijeva dva inputa, jedan koji predstavlja tržišnu vrijednost kapitala i drugi koji označava varijablu na koju je vrijednost kapitala svedena (zarada ili neto dobit, knjigovodstvena vrijednost kapitala ili prihodi) (Damodaran, 2006). Množenjem multiplikatora usporedive tvrtke s odabranom varijablom analizirane tvrtke dobiva se tržišna vrijednost promatrane varijable.

Najpoznatiji multiplikator ovog tipa je svakako omjer cijene i neto dobiti (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012):

$$\text{P/E}=\frac{Tržišna\ kapitalizacija}{Neto\ dobit}=\frac{Cijena\ dionice}{Neto\ dobit\ po\ dionici} \tag{13}$$

Kao što je vidljivo iz predočene jednadžbe, P/E pokazatelj upućuje na to koliko su investitori spremni platiti za jedinicu zarade tvrtke što ukazuje na to da je P/E pokazatelj mogući indikator potencijala rasta ove tvrtke ili čitavog sektora jer odražava tržišna očekivanja investitora. Važno je spomenuti kako u nazivniku uvijek treba stajati stalni permanentni dobitak, odnosno dobitak koji se javljao u prošlosti, a koji će se sigurno javljati u budućnosti pri čemu on ne smije uključivati stavke koje su posljedica izvanrednih događaja kao što su primjerice prestanak poslovanja ili jednokratni otpisi (Pervan, 2012). Iako je posebno pogodan za procjenu tvrtki u većinskom vlasništvu što ga čini dosta popularnim, nedostatak ovog procjenitelja očituje se u većem utjecaju volatilnosti i nestalnosti poslovanja na iznos ostvarene dobiti što stvara potrebu za postupkom normalizacije dobiti kako bi se ista mogla uspoređivati te nemogućnosti njegove upotrebe u slučaju tvrtki s negativnom dobiti (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012).

Sljedeći multiplikator jest omjer tržišne prema knjigovodstvenoj vrijednosti kapitala predstavljenoj kao razlika između knjigovodstvene imovine i knjigovodstvenih obveza. Ovaj pokazatelj spaja tržišnu percepciju o potencijalu zarade i novčanih tijekova tvrtke i knjigovodstvenu vrijednost kapitala definiranu uglavnom računovodstvenim politikama (Damodaran, 2006):

$$P/BV=\frac{tržišna\ vrijednost\ kapitala}{knjigovodstvena\ vrijednost\ kapitala}=\frac{trenutna\ cijena\ dionice}{knjigovodstvena\ vrijednost\ po\ dionici} \quad (14)$$

Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) dodaju kako pokazatelj ne odražava vrijednost nematerijalne imovine, stoga nije pogodan za upotrebu kod tvrtki s malom vrijednošću materijalne imovine jer će dovesti do njenog potcjenjivanja.

Na kraju, omjer cijene i prihoda od prodaje ili popularnije, P/S multiplikator koji se može iskazati kao umnožak P/E koeficijenta i E/S koeficijenta (omjer dobiti i prihoda prodaje po dionici, profitna marža) (Buble et al., 2010):

$$P/S=\frac{P}{E}*\frac{E}{S}=\frac{P}{E}*profitna\ marža \quad (15)$$

Prednost ovog multiplikatora u odnosu na prethodno spomenute ogleda se u činjenici da prihodi ne mogu biti negativni, stoga ga je moguće primijeniti na većem broju tvrtki (s naglaskom na tvrtke u ranoj fazi razvoja)[3] što značajno umanjuje pristranost u procesu usporedbe. Relativno pouzdanim ga čini i činjenica kako je, zbog korištenja kategorije prihoda u omjeru, znatno manje podložan utjecaju računovodstvenih politika u odnosu na ostale multiplikatore.

3.3. Multiplikatori vrijednosti

Pokazatelji vrijednosti polaze od procjene vrijednosti tvrtke ili njene operativne imovine i stavljaju je u odnos s mjerom prihoda, zarada ili knjigovodstvene vrijednosti financiranja. Varijabla vrijednosti tvrtke (EV) rezultat je zbroja tržišne vrijednosti kapitala i tržišne vrijednosti duga umanjenih za iznose novca koje tvrtka posjeduje pri čemu je istu potrebno

prilagoditi uključivanjem manjinskih udjela (uključujući dug i novac druge tvrtke) i manjinskih interesa (prilagoditi iznose duga i novca držanom udjelu) u drugim tvrtkama[4].

[3] Više riječi na web stranici: www.investinganswers.com/financial-dictionary/ratio-analysis/price-sales-ratio-ps-1192 [3.7.2017]
[4] Detaljnije na web stranici: www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp [3.7.2017]

$$EV = tržišna\ vrijednost\ običnih\ dionica + tržišna\ vrijednost\ povlaštenih\ dionica + tržišna\ vrijednost\ duga + manjinski\ interesi - novac\ i\ novčani\ ekvivalenti \quad (16)$$

S druge strane, varijabla zarada odnosi se na zarade prije kamate, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA), zarade prije kamata i poreza (EBIT) te na zarade prije kamate, ali poslije oporezivanja (NOPAT). Upotreba prethodno navedene varijable svoju popularnost duguje činjenici kako knjigovodstvena vrijednost financiranja može biti negativna samo ako vrijednost novca nadmašuje neto knjigovodstvenu vrijednost kapitala (Damodaran, 2006). Kao i u slučaju multiplikatora kapitala, množenjem dobivenih vrijednosti muliplikatora usporedive tvrtke s vrijednošću odabrane varijable promatrane tvrtke, dobiva se tržišna vrijednost te varijable.

Omjer vrijednosti (EV) i EBITDA među najpoznatijim je predstavnicima ove kategorije multiplikatora. U rezultatu omjera je moguće očitati koliko tvrtka stvara vrijednosti iz svog redovnog poslovanja pri čemu se isključuje utjecaj računovodstvenih kategorija poput amortizacije i deprecijacije, ali i poreza te promjena kapitalne strukture[5]. Zbog potonje karakteristike, pokazatelj je prikladan za usporedbe između međunarodnih poduzeća i može signalizirati investitorima je li riječ o tvrtki pogodnoj za preuzimanje ako se uoči niža vrijednost pokazatelja. Dodatno, u omjer je moguće staviti i EV i prihode od prodaje pri čemu se ostvaruju isti benefiti kao i u slučaju EV/EBITDA koeficijenta, s naglaskom da ga je moguće koristiti i kod poduzeća s negativnim novčanim tijekovima.[6]

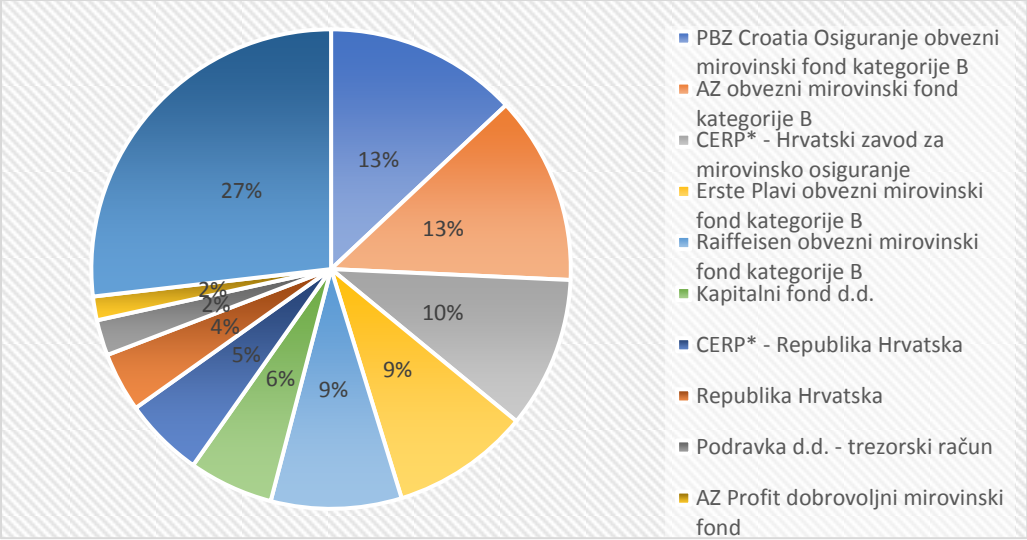
[5]Detaljnije na web stranici: www.wallstreetmojo.com/enterprise-value-to-sales-ev-to-sales-ratio/ [5.7.2017]
[6]Detaljnije na web stranici: www.wallstreetmojo.com/enterprise-value-to-sales-ev-to-sales-ratio/ [5.7.2017]

4. PREGLED POSLOVNE OKOLINE GRUPE PODRAVKA

4.1. Poslovni profil društva

Podravka prehrambena industrija d.d., Koprivnica osnovana je 1947. u Hrvatskoj na temeljima nekadašnje tvornice pekmeza i prerade voća - Wolf. Osnovne poslovne aktivnosti Grupe su proizvodnja širokog asortimana prehrambenih proizvoda, bezalkoholnog pića te proizvodnja i distribucija lijekova, farmaceutskih proizvoda, kozmetike, pomoćnih ljekovitih preparata i ostalih kemijskih proizvoda. Grupu čini matično Društvo Podravka d.d. zajedno sa svojim ovisnim društvima.

Prema službenoj web stranici Grupe, Podravka d.d. je privatizirana i registrirana kao dioničko društvo 1993. godine, a od 1998. godine njene su dionice prisutne na Službenom tržištu Zagrebačke burze pod nazivom PODR-R-A. Dionica Podravke d.d. jedina je dionica koja je u sastavu indeksa CROBEX od početka njegovog računanja, a ukupan broj redovnih dionica na hrvatskom tržištu kapitala iznosi 7 120 003 dionica. Temeljni kapital dioničkog društva Podravka iznosi 1 566 400 660 kn, a vlasnička struktura prikazana je na grafikonu 1:



Grafikon 1: Vlasnička struktura Grupe Podravka

Izvor: Izrada autorice prema: www.podravka.hr/kompanija/investitori/dionica/ [8.10.2017]

Korporativno upravljanje Podravkom d.d. vrše Uprava, Nadzorni odbor i Glavna skupština. Uprava se sastoji od 4 člana i predsjednika koje bira Nadzorni odbor i čiji mandat traje najviše 5 godina, nakon čega mogu biti ponovno izabrani. Nadzorni odbor broji 9 članova koje biraju Glavna skupština i Radno vijeće Društva i u svom sastavu ima dva pododbora osnovana s

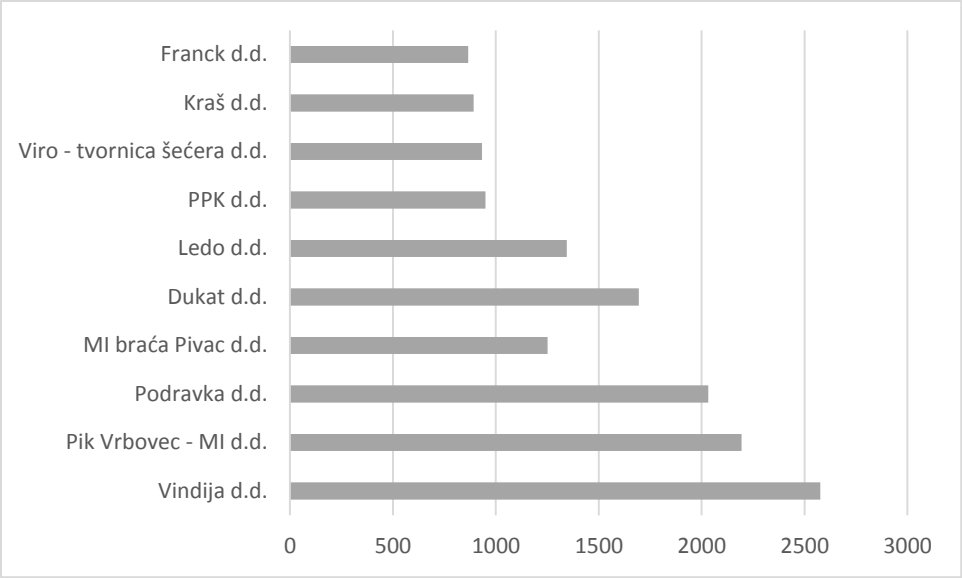
ciljem unaprjeđenja upravljanja i transparentnosti poslovanja, Revizorski odbor i Odbor za nagrađivanje. Glavnu skupštinu čine redovni dioničari.

Uz Podravku, koja predstavlja vodeći prehrambeni brand na domaćem tržištu, Grupa Podravka u posjedu je sljedećih brandova: Vegeta, Dolcela, Lino, Eva, Fant, Fini Mini, Žito, Kviki, Talianetta, Čokolesnik, Belsad, coolinarika.com, Belupo, Lagris (Češka, Mađarska, Poljska), Warzywko (Poljska), 1001 Cvet (Slovenija), Gorenjka (Slovenija), Zlato Polje, Šumi, Natura (Slovenija), Maestro (Slovenija) i Mirna Rovinj. Danas, sa sjedištem u Koprivnici, tvrtka u prosjeku zapošljava 6400 zaposlenika i izvozi u više od 40 zemalja svijeta.

4.2. Analiza prehrambene industrije u Hrvatskoj i svijetu

Prehrambenu industriju u Hrvatskoj karakterizira tržišna dominacija tradicionalnih tvrtki s dužom povijesti postojanja, odnosno visok stupanj tržišne koncentracije. Prema podacima iz 2014. godine, iako u sektoru djeluje oko 3200 tvrtki, od čega čak 98% malih i srednjih poduzeća, 60 najvećih tvrtki su zaslužne za ostvarenje preko 80% ukupnih prihoda industrije (Blažić, 2017). No, podaci iz proteklih godina prema kojima se broj tvrtki u prosjeku kretao oko 2700 (Marević, 2016) upućuju na moguće jačanje konkurentnosti industrije na domaćem tržištu i nepostojanje većih ulaznih barijera, izuzev prepoznatljivog imidža postojećih proizvođača.

Kad je riječ o strukturi vodećih prehrambenih tvrtki, tada se na Grafikonu 2 može uočiti kako je, uz Vindiju i PIK Vrbovec - Mesna Industrija d.d, prema ostvarenim prihodima Podravka d.d. pri samom vrhu:



Grafikon 2: Pregled vodećih proizvođača u prehrambenoj industriji prema iznosu prihoda u 2015. godini

Izvor:Izrada autorice prema Palić, P (2017): Sektorske analize: Hrana i piće [Internet], raspoloživo na: http://www.eizg.hr/hr-HR/Sektorske-analize-993.aspx [8.10.2017]

Uz manje oscilacije na rang listi vodećih tvrtki, struktura vodećih 10 proizvođača u industriji je tijekom dužeg vremena bila uglavnom stabilna. No, kriza koja je pogodila koncern Agrokor u 2016. godini mogla bi narušiti postojeće stanje zbog smanjenja mogućnosti distribucije proizvoda krajnjim potrošačima, ali i financijske povezanosti koncerna i većeg dijela tvrtki s liste (Blažić, 2017).

U pogledu makroekonomskih faktora, u usporedbi s drugim granama prerađivačke industrije, prehrambeni sektor zauzima najveći udio u ukupnoj zaposlenosti i BDP-u, čak 4% u 2014. godini (Palić, 2017). O samoj stabilnosti sektora govori u prilog činjenica kako je u kriznim ekonomskim uvjetima u periodu od 2008.- 2012. godine, sektor uspio zadržati veći stupanj otpornosti prema padu osobne potrošnje i opće gospodarske aktivnosti pa je tako u odnosu prema cjelokupnoj prerađivačkoj industriji koja bilježi pad od 8%, prehrambena industrija zabilježila rast od 8,5% (Marević, 2016). Kad je riječ o udjelu u osobnoj potrošnji, 30% rashoda domaćeg potrošača odlazi na hranu i piće[7], a s obzirom da se očekuje porast osobne potrošnje od čak 4,1 % u 2017. godini uz postupno usporavanje na stopu rasta od 3,1 % u narednoj godini (Ekonomski institut, 2017), može se zaključiti kako u hrvatskoj prehrambenoj industriji još uvijek postoji mogućnost povećanja ukupnih prihoda na domaćem tržištu. S

[7]Više riječi o tome na: www.jatrgovac.com/2016/04/hranu-bezalkoholna-pica-trosimo-30-posto-ukupnih-rashoda-kucanstva/ [2.8.2017]

druge strane, jačanje osobne potrošnje dovest će do ubrzanja rasta stopa inflacije na 1,4% u 2017. godini, odnosno 1,6% u 2018. (Ministarstvo financija, 2016) što će u određenoj mjeri utjecati na povećanje cijena intermedijarnih, ali i finalnih prehrambenih proizvoda.

Nadalje, posljednjih nekoliko godina prehrambenu industriju obilježava kontinuirani rast proizvodnosti i ukupne razine prihoda (Palić, 2017) što se većim dijelom može zahvaliti visokom izvoznom potencijalu tvrtki (Blažić, 2017). Međutim, Blažić (2017) upozorava kako Hrvatska još uvijek zadovoljava više od 30% svojih prehrambenih potreba proizvodima iz uvoza što je činjenica koja ukazuje na priliku za ostvarenje većih tržišnih mogućnosti hrvatskih proizvođača ukoliko efektivnije i efikasnije iskoriste postojeće domaće resurse ili pokrenu potrebne investicije kako bi na vrijeme i u dovoljnim količinama osigurali kvalitetnu isporuku domaćim potrošačima. Uz kontinuirani rast uvoza, no još uvijek po manjoj stopi od izvoza, potrebno je spomenuti usku izvoznu strukturu hrvatske prehrambene industrije. Naime, 78% ukupnog izvoza ostvaruje samo 28 najvećih poduzeća što ukazuje i na značajno visoku koncentraciju u međunarodnoj trgovini (Blažić, 2017).

Prije ulaska u Europsku Uniju 2013. godine, Hrvatska je najveći dio izvoza prehrambene industrije ostvarivala na području zemalja CEFTA-e, točnije u Bosni i Hercegovini, no ukidanjem barijera prema europskom tržištu, značajna izvozna tržišta postaju Austrija, Slovenija, Italija i Mađarska (Blažić, 2017). S obzirom da su se nakon recesije koja je nastupila 2008. godine zemlje CEFTA-e suočile sa izrazitim gospodarskim poteškoćama, došlo je do postupnog opadanja potražnje za izvoznim proizvodima, a što se, u odsustvu potrebnih investicija u tim zemljama, nastavilo na duži vremenski period (Marević, 2016). Nažalost, ulazak Hrvatske u EU nije doprinio poboljšanju izvozne stope u zemlje CEFTA-e, ali je otvorio put k novim tržištima što je ublažilo posljedice gubitaka na prethodnom tržištu. Zahvaljujući liberalizaciji tržišta, ali i kulturnim sličnostima i razvijenim poslovnim odnosima, hrvatska prehrambena industrija posebno je iskoristila mogućnosti rasta izvoza na tržištu Mađarske, Slovenije i Poljske gdje je u slučaju potonje izvoz dodatno pospješio jači rast potražnje za prehrambenim proizvodima (Buturac i Vizek, 2014). Prethodno spomenuti autori navode kako je liberalizacija zaslužna i za uspješno širenje na rusko tržište na što je još utjecao i ulazak Rusije u Svjetsku trgovinsku organizaciju i stvaranje Carinske Unije između Rusije, Kazahstana i Bjelorusije. Međutim, Rusija je početkom 2017. godine ukinula izvozne dozvole svim hrvatskim prehrambenim tvrtkama koje nisu izvozile u Rusiju duže od 36 mjeseci (što je uglavnom bilo zbog uvedenih sankcija EU Rusiji), osim Podravki i bračkoj

Sardini Postira (Milovan, 2017). Za očekivati je kako će sankcije uvelike usporiti rast izvoza ostalih hrvatskih tvrtki na rusko tržište.

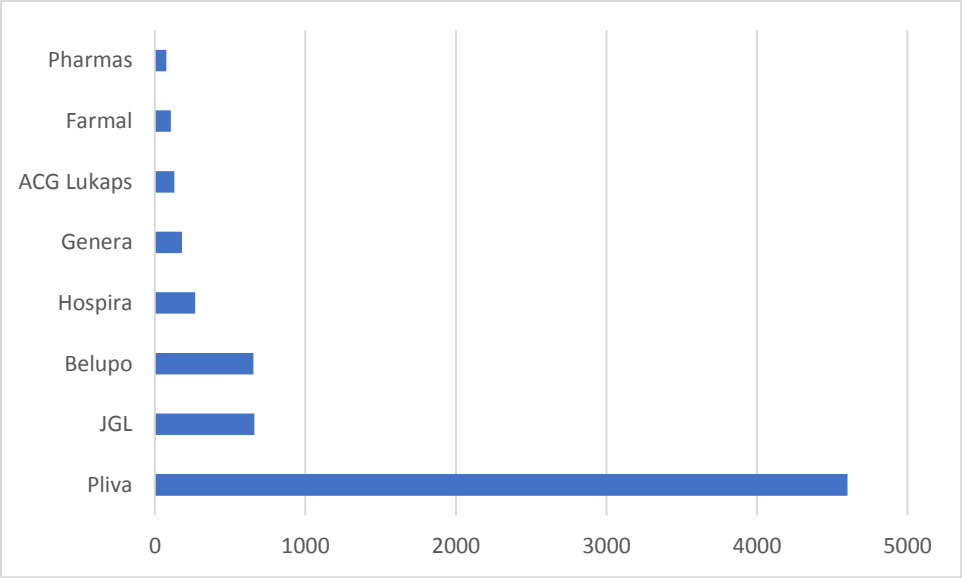
Zaključno, iako je riječ o zreloj industriji, hrvatske prehrambene tvrtke u mogućnosti su napraviti veliki iskorak na međunarodnom tržištu zahvaljujući liberalizaciji stranih tržišta i kvaliteti svojih proizvoda, a da pritom zadrže postojeće udjele na domaćem tržištu ili ih čak povećaju što im omogućava izuzetna otpornost i stabilna potražnja industrije.

4.3. Analiza farmaceutske industrije u Hrvatskoj i svijetu

Zbog prehrambeno – farmaceutskog karaktera poslovanja Grupe Podravka, nakon osvrta na prehrambenu industriju, potrebno je obratiti pažnju i na kretanja u domaćem i svjetskom farmaceutskom sektoru, pogotovo kad se razmotri činjenica kako visokih 20% ukupnih prihoda Grupe dolazi upravo od farmaceutskih pripravaka (Podravka d.d., 2017).

Objavom Industrijske strategije Republike Hrvatske 2014.-2020. (Ministarstvo gospodarstva, 2014), Hrvatski Sabor još je 2014. godine označio farmaceutsku industriju strateški važnim pokretačem hrvatskog gospodarstva. Brojni investicijski ciklusi, povećanje proizvodnje uz kontinuirani rast izvoza i procesi zapošljavanja koji su potom uslijedili (Crnjak, 2017) potvrdili su očekivanja Hrvatskog Sabora. Dapače, Crnjak (2017) navodi kako je u 2016. godini sa stopom rasta izvoza uvećanom za 56,4%, upravo farmaceutska industrija imala najveći učinak na pozitivno kretanje ukupnog izvoza RH.

Međutim, poput prehrambene, i farmaceutska industrija obilježena je visokim stupnjem koncentracije na domaćem tržištu. Iako je u industriji registrirano više od 30 poduzeća, za ostvarenje preko 90 % ukupnih prihoda farmaceutskog sektora i zapošljavanje više od 90% svih zaposlenika sektora, odgovorna je trećina proizvođača (Barbić, 2017). U samom vrhu liste prema ostvarenim prihodima nalazi se vodeći trojac Pliva, JGL i Belupo, dok je preostale dominantne proizvođače na domaćem tržištu moguće vidjeti na grafikonu 3:



Grafikon 3: Pregled vodećih proizvođača u farmaceutskoj industriji prema prihodima iz 2016. godine

Izvor: Izrada autorice prema Korda, Z. (2017): Pogledajte krvnu sliku hrvatske farmaceutske industrije [Internet], raspoloživo na: https://www.tportal.hr/biznis/clanak/pogledajte-krvnu-sliku-hrvatske-farmaceutske-industrije-foto-20171013/print [9.10.2017]

S obzirom na pozitivna očekivanja kretanja gospodarskih aktivnosti i osobne potrošnje (Ekonomski institut, 2017) u RH u budućnosti, može se očekivati i povećanje prihoda farmaceutskog sektora, no to vjerojatno neće riješiti probleme s kojima se susreću igrači na domaćem tržištu. Među kočnicama razvoja se posebno ističu dugi rokovi plaćanja troškova lijekova pa je primjerice, prosječno vrijeme naplate potraživanja u 2016. godini za deset vodećih tvrtki iznosilo čak 215 dana (Barbić, 2017). S druge strane, regulativne zapreke u vidu nejasne politike lijekova i rezanja cijena usred nestabilnih političkih situacija, visoki troškovi zdravstva ,ali i administrativne prepreke pri patentiranju proizvoda, izvor su opasnosti za ostvarenje ciljanih razina prihoda tvrtki zbog čega se one u većoj mjeri okreću inozemnim tržištima (Barbić, 2017).

Zbog demografskih trendova poput starenja stanovništva koje zahvaća kako domaće tako i strana tržišta te kontinuiranog napretka u području dijagnostike i tretmana kroničnih oboljenja, stručnjaci iz IMS Health-a (Barbić, 2017) predviđaju rast svjetskog tržišta lijekova do razine od 1,5 milijardi dolara do 2021. godine od čega će se dvije trećine odnositi na razvijena tržišta. Na rastućim tržištima kao što su primjerice Indija, Kina ili Rusija razlozi rasta temeljit će se na povećanju populacije i unaprjeđenju pristupa zdravstvenoj zaštiti, s tim da Barbić (2017) navodi da je u tim zemljama ujedno zamijećen trend opadanja potrošnje lijekova što je bitno zbog izvoza hrvatske farmaceutske industrije prema zemljama u razvoju.

Iako će očekivane stope rasta globalnog farmaceutskog tržišta usporiti, one će ipak biti predvidljivog karaktera.

Uzevši u obzir strukturu farmaceutskih proizvoda, očekivanja većih stopa rasta idu u smjeru skupljih brendiranih izvornih lijekova za koje se smatra kako će zauzeti više od polovice ukupne potrošnje lijekova u 2021. godini (Barbić, 2017). Navedena činjenica ne ide u prilog hrvatskim farmaceutskim tvrtkama koje su u 2015. godini ostvarile visokih 42 % ukupnih prihoda prodajom generičkih lijekova (Gatarić, 2017), a što je uglavnom karakteristično obilježje zemalja s nižim razinama intelektualnog vlasništva (Barbić, 2017). Također, potrošnja lijekova će se dodatno usmjeriti prema specijaliziranim lijekovima namijenjenima liječenju dosad nerješivih zdravstvenih problema pa će se farmaceutska industrija tako okrenuti proizvodnji lijekova za onkološke, autoimune, antivirusne i imunosupresivne bolesti (Barbić, 2017).

Naposljetku, unatoč prognozama rasta potrošnje lijekova i farmaceutskog tržišta, hrvatske farmaceutske tvrtke trebaju biti svjesne rastućih trendova i s obzirom na dosadašnju pretežito dominantnu proizvodnju generičkih lijekova, svoj fokus staviti na visoka ulaganja u istraživanja i razvoj i patentiranje novih konkurentnih proizvoda.

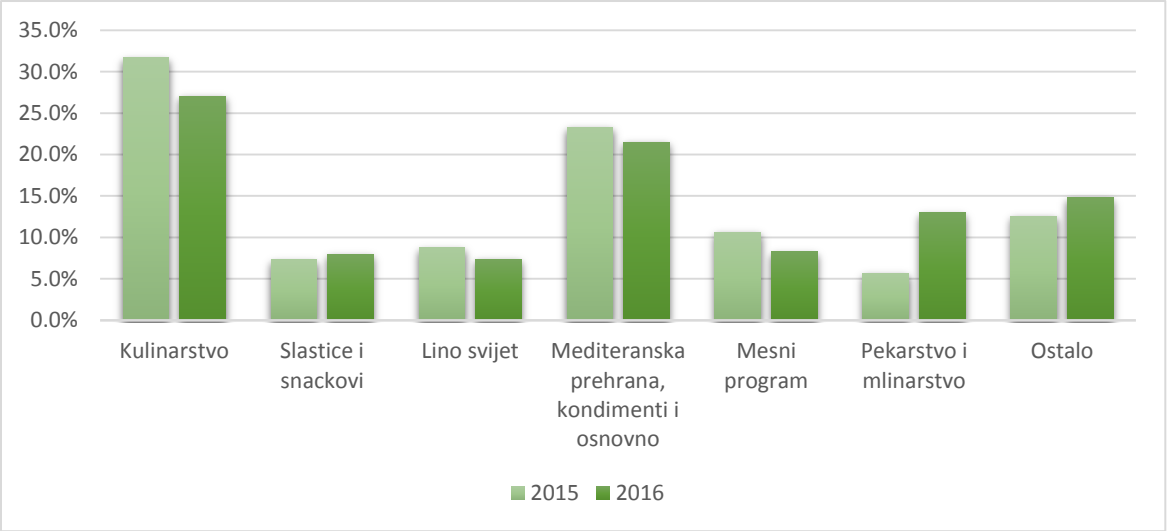
4.4. Analiza financijskih izvještaja društva

4.4.1. Pregled strukture prihoda i rashoda

U nastavku slijede ključna obilježja poslovanja Grupe Podravka koja se odnose na strateška poslovna područja koja predstavljaju neprekinuto poslovanje Grupe. Podaci su preuzeti iz revidiranih konsolidiranih financijskih izvještaja Društva i njegovih ovisnih društava, a koji su odobreni od Uprave 20. veljače 2017. godine. Potrebno je napomenuti kako je u 2015. godini Grupa Podravka preuzela Grupu Žito zbog čega je konsolidacija računa dobiti i gubitka Grupe Žito u Grupu Podravku započela u listopadu 2015. godine. Uslijed navedenog, podaci o prihodima i rashodima iz 2015. godine neće biti u potpunosti usporedivi, no ipak omogućavaju osnovni uvid u ključne sastavnice prihoda i rashode Grupe.

Prihode Grupe Podravka prati podjela na dva strateška poslovna područja (SPP): Prehrana i Farmaceutika. Strateško poslovno područje Prehrana bilježi porast prihoda od 20,2% u 2016. godini u odnosu na 2015. godinu, to jest, prihodi iznose 3288,1 milijuna kuna. Visoka stopa rasta najvećim je dijelom posljedica akvizicije asortimana Grupe Žito. S druge strane, SPP Farmaceutika karakterizira skroman rast prihoda od 1,3% u usporedbi s prethodnom godinom, dakle razina od 815,2 milijuna kuna. Odsutnost većih stopa rasta u ovom SPP može se pripisati smanjenju cijena lijekova na recept na tržištu Hrvatske. U strukturi ukupnih prihoda Grupe, 80% prihoda zauzima SPP Prehrana, dok je za preostalih 20% prihoda zaslužna SPP Farmaceutika.

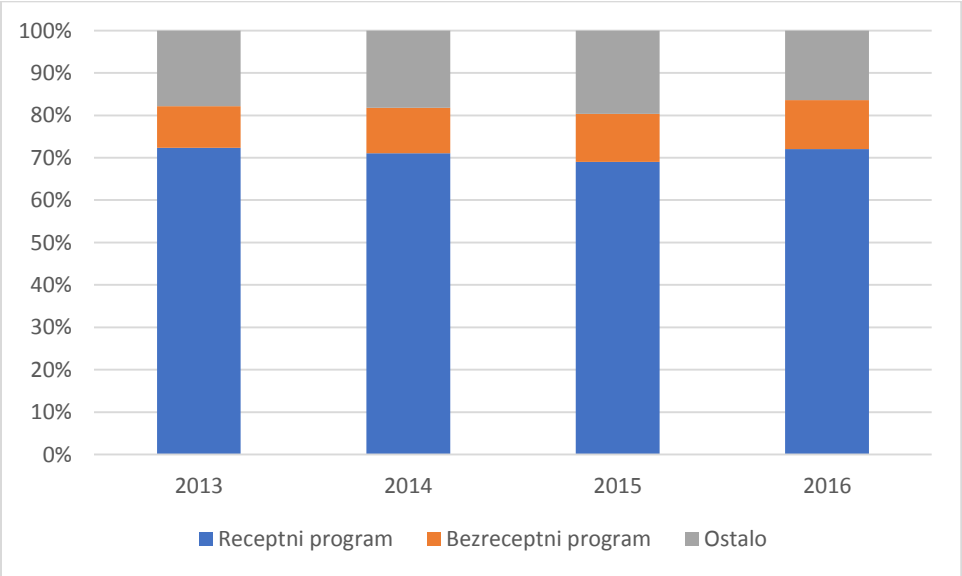
SPP Prehrana sastoji se od nekoliko kategorija: Kulinarstvo, Slastice i snackovi, Lino svijet, Mediteranska prehrana, kondimenti i osnovna hrana, Mesni program, Pekarstvo i mlinarstvo i Ostalo. Potonja kategorija se odnosi većinom na robne marke ovisnih društava. Kretanje udjela prihoda u ukupnim prihodima prema kategorijama vidljivo je na grafikonu 4 gdje se posebno ističe utjecaj akvizicije Grupe Žito u porastu udjela kategorija Ostalo i Pekarstvo i mlinarstvo. Također, pad u udjelu Mesnog programa posljedica je restrukturiranja kobasičarskog programa što bi dugoročno trebalo rezultirati zadržavanjem samo onog dijela programa s potencijalom rasta i očekivanih stopa profitabilnosti.



Grafikon 4: Pregled kretanja udjela segmenata u prihodima SPP Prehrana

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016. godinu Grupa Podravka (2017) [Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017]

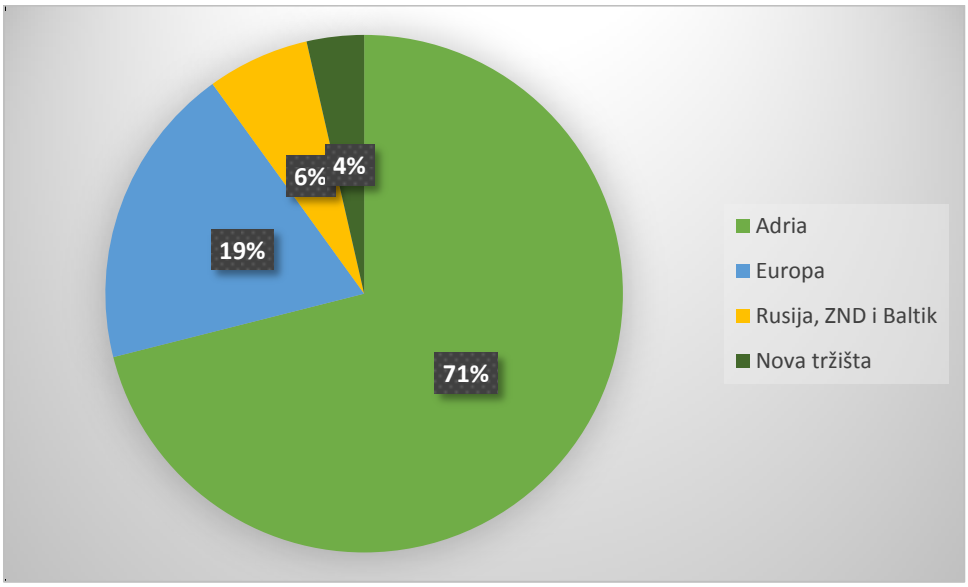
SPP Farmaceutika podijeljena je u 3 kategorije: Receptni program, Bezreceptni program i Ostalo. Tijekom vremena udjeli u ukupnim prihodima SPP su bili većinom stabilni, no u 2016. godini zabilježen je pad udjela u kategoriji Ostalo kao rezultat promjene poslovne politike Društva u smjeru većeg fokusa na vlastite brandove. Prethodno navedeno može se vidjeti na grafikonu 5:



Grafikon 5:Pregled kretanja udjela segmenata u prihodima SPP Farmaceutika

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016. godinu Grupa Podravka (2017) [Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017]

Kad je riječ o strukturi prihoda prema regijama, prema grafikonu 6 ona je sljedeća:

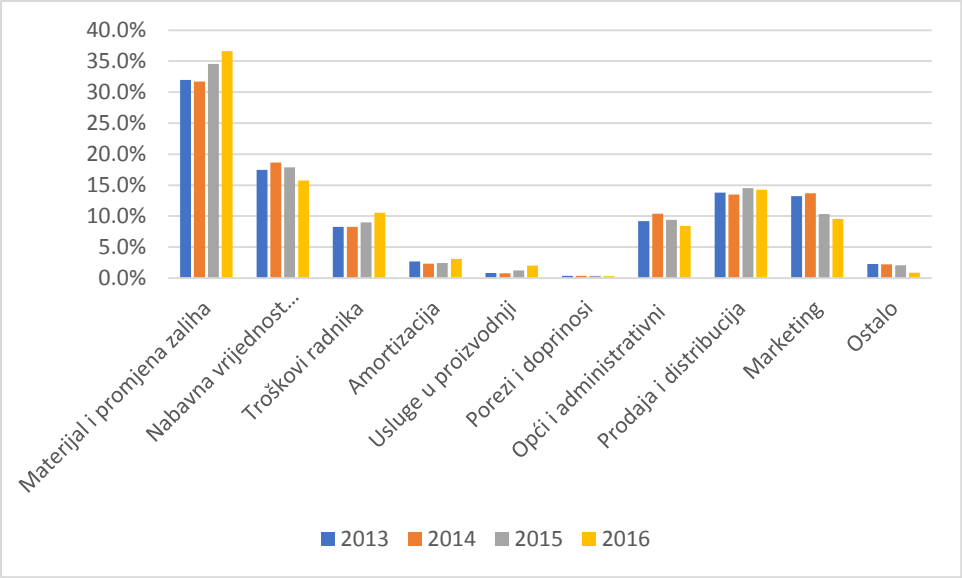


Grafikon 6: Pregled strukture prihoda Grupe Podravka prema regijama

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016.godinu Grupa Podravka (2017) [Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017]

Najveći udio u ukupnim prihodima ostvaruje regija Adria koja obuhvaća Hrvatsku i susjedne zemlje, a zatim slijedi regija Europa sa zemljama zapadne i središnje Europe te Skandinavskim zemljama. Regija Rusija, ZND (Zajednica Neovisnih Država) i Baltik te Nova tržišta (Azija, Afrika, Sjeverna Amerika) relativno su nova tržišta te bilježe sve veći rast udjela prihoda. Osobita su očekivanja potencijalnog rasta prihoda u pravcu Rusije zbog nedavno sklopljenih direktnih ugovora s nizom vodećih maloprodajnih lanaca u Rusiji te širenja postojećeg asortimana, ali nakon prošlogodišnjeg otvaranja suvremeno opremljene Podravkine tvornice u Bagamoyu u Tanzaniji, visoka su očekivanja usmjerena i prema zemljama Afrike.

S druge strane, najveći udio u rashodima Društva očekivano odlazi na materijal i zalihe te se uslijed širenja proizvodnje, kontinuirano povećava tijekom godina. Rast proizvodnje prate i rastući troškovi radnika zbog otvaranja novih tvornica, ali i troškovi usluga u proizvodnji. Sukladno politici Društva usmjerenoj na racionalizaciju i smanjenje troškova, opći i administrativni te troškovi prodaje i distribucije su u padu. Zabilježen je i pad marketinških troškova, dok porezi i doprinosi te amortizacija u ukupnim rashodima sudjeluju u manjem postotku. Kretanje rashoda od 2013. do 2016. moguće je pratiti na grafikonu 7:



Grafikon 7: Pregled kretanja udjela rashoda u ukupnim troškovima

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016. godinu Grupe Podravka (2017) [Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017]

Nakon kratkog pregleda strukture rashoda i prihoda Društva, u narednim poglavljima slijedi detaljnija analiza financijskih izvješća putem izabranih financijskih pokazatelja.

4.4.2. Pokazatelji likvidnosti i odabrani pokazatelji aktivnosti

Koeficijent tekuće likvidnosti u omjer stavlja kratkoročnu imovinu i kratkoročne obveze te je uvriježeno mišljenje kako je omjer 2:1 optimalan za većinu poduzeća (Žager et al., 2008) pošto veća vrijednost obrtnih sredstava u usporedbi s vrijednošću tekućih obveza uvećava vjerojatnost plaćanja dospjelih obveza.

Koeficijent ubrzane likvidnosti izuzima zalihe i uspoređuje novac i novčane ekvivalente te kratkotrajna potraživanja s kratkoročnim obvezama (Žager et al., 2008). Dakle, rješava se potencijalno nelikvidne kratkotrajne imovine i u obzir uzima samo relativno sigurnu gotovinu te je poželjno da bude veći od 1, ali ne i previsok jer bi to moglo upućivati na potrebu za efikasnijim iskorištenjem gotovine. Žager et al. (2008) također spominje koeficijent trenutne likvidnosti koji isključuje kratkotrajna potraživanja iz omjera te pri izračunu koristi samo novac i kratkoročne obveze.

U tablici 1 može se vidjeti rast vrijednosti pokazatelja likvidnosti što označava poslovanje bez većih poteškoća i dovoljnu količinu sredstava za pokriće kratkoročnih obveza na vrijeme.

Tablica 1: Pregled kretanja vrijednosti pokazatelja likvidnosti za Grupu Podravka

Godina	2015.	2016.
Pokazatelj tekuće likvidnosti	1,94	2,04
Pokazatelj ubrzane likvidnosti	1,13	1,24
Pokazatelj trenutne likvidnosti	0,23	0,28

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016. godinu Grupe Podravka (2017) [Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017]

Za bolje razumijevanje pokazatelja likvidnosti, moguće je navesti i pojedine mjere aktivnosti koje prikazuju mogućnost pretvaranja kratkotrajne aktive u novac, odnosno broj obrtaja zaliha i prosječno vrijeme naplate potraživanja. Stavljajujući u odnos prihode od prodaje i stanje zaliha, broj obrtaja zaliha predočava koliko se puta tijekom jedne godine prosječna vrijednost zaliha pretvara u potraživanje od kupca (Belak, 2009). Poželjna je veća vrijednost pokazatelja s obzirom da menadžmentu ukazuje na vrijeme potrebno da se novac investiran u zalihe pretvori u potraživanja naplativa u kratkom roku. U slučaju prosječnog vremena naplate potraživanja, čiji je izračun predstavljen kroz omjer prihoda od prodaje i prosječnih potraživanja od kupaca, zahtijeva se manja vrijednost koeficijenta jer je ipak cilj svakog poduzeća što brža transformacija potraživanja u novac. Tablica 2 daje pregled ovih pokazatelja za Grupu Podravka u 2015. i 2016. godini.

Tablica 2: Pregled kretanja vrijednosti pokazatelja broja obrtaja zaliha i prosječnog vremena naplate potraživanja za Grupu Podravka

Godina	2015.	2016.
Broj obrtaja zaliha	4,72	5,36
Prosječno vrijeme naplate potraživanja	99,2 dana	101,5 dana

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016. godinu Grupe Podravka (2017) [Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017.]

U odnosu na 2015. godinu, koeficijent obrtaja zaliha u 2016. se povećao što znači da je poduzeće unaprijedilo svoj poslovni proces u pogledu proizvodnje i prodaje svojih proizvoda, no povećanje prosječnog vremena potrebnog za naplatu potraživanja ukazuje na potrebu za efikasnijom naplatom prodane robe. Pretpostavka autorice je kako je veći broj dana posljedica poteškoća s naplatom potraživanja u farmaceutskom sektoru što se odražava na cjelokupni prosjek poduzeća.

4.4.3. Pokazatelji solventnosti

Pokazatelji solventnosti iskazuju mogućnosti podmirenja obveza tvrtke u dugom roku i usmjereni su na dugoročnu financijsku stabilnost iskazanu odnosima unutar financijske i kapitalne strukture poduzeća (Belak, 1995). U ovom poglavlju dat će se pregled odnosa dugoročnih obveza i ukupnog dugoročnog kapitala, stupnja zaduženosti poduzeća i koeficijenta financijske stabilnosti II.

Optimalan udio dugoročnih obveza u dugoročnom kapitalu, prema Belak (2009), trebao bi iznositi do 50% (gornji prag je 1), dok stupanj zaduženosti omogućava uvid u udio ukupnih obveza u ukupnoj imovini prikazujući tako koliki je dio imovine financiran iz tuđih izvora. Veći stupanj zaduženosti označava veći rizik ulaganja u tvrtku, stoga se optimalnom mjerom smatra zaduženost do 50% ukupne imovine. S druge strane, koeficijent financijske stabilnosti I mjeri pokrivenost dugotrajne imovine dugotrajnim izvorima, dok koeficijent financijske stabilnosti II u obzir uzima i moguće postojanje ozbiljnijeg zastoja u prodaji zaliha (Belak, 2009). Dakle, koeficijent financijske stabilnosti II uključuje i dugotrajnu pokrivenost zaliha u omjer zbog čega predstavlja strožu mjeru potencijalne insolventnosti poduzeća te će se radi toga izračunati njegove vrijednosti za poduzeće Podravka. Vrijednost koeficijenta veća od 1 ukazat će na poduzeće kojem ne prijeti opasnost od trenutačne insolventnosti.

U slučaju Grupe Podravka došlo je do povećanja vrijednosti pokazatelja zbog povoljnijeg sindiciranog kredita koji je aranžiran od strane EBRD-a i koji je sklopljen u ukupnom iznosu od 123 milijuna eura, a s namjerom refinanciranja postojećih kredita i realizacije budućih investicija (izgradnja nove farmaceutske tvornice). Koeficijent financijske stabilnosti II zadovoljavajućih je vrijednosti i signalizira postojanu solventnost poduzeća. Numeričke vrijednosti pokazatelja vidljive su u Tablici 3.

Tablica 3: Pregled kretanja pokazatelja solventnosti za Grupu Podravka

Godina	2015.	2016.
Dugoročne obveze / Dugoročni kapital	31,67%	38,99%
Stupanj zaduženosti	43,55%	44,64%
Koeficijent financijske stabilnosti II	1,13	1,14

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016. godinu Grupe Podravka (2017)[Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017]

4.4.4. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti povezuju u odnos profit s prihodima iz prodaje i investicijama te ukupno promatrani pokazuju kompletnu učinkovitost, odnosno rentabilnost poslovanja (Šarlija, 2009) zbog čega za njih najviše zanimanja iskazuju potencijalni investitori. Od ovih pokazatelja izdvajaju se bruto profitna marža, neto profitna marža, povrat na aktivu (ROA) i povrat na vlastiti kapital (ROE).

Bruto profitna marža upućuje na sposobnost menadžmenta da upravlja prodajnim cijenama, troškovima i volumenom poslovne aktivnosti, dok neto profitna marža ukazuje i na sposobnost upravljanja kamatnim opterećenjima koji proizlaze iz strukture financiranja poduzeća (Dedi, 2017). Dakle, bruto profitna marža u odnos stavlja zaradu prije kamata i poreza i prihode od prodaje, a neto profitna marža zaradu poslije kamata i poreza i prihode od prodaje. Dodatno, koeficijent povrata na aktivu, poznatiji pod imenom ROA (eng. Return on Asset), temelji se na odnosu zarada prije kamata i poreza i prosječne ukupne imovine, a koeficijent povrata na kapital, ROE (eng. Return on Equity), odnosu zarada prije kamata i poreza i prosječne glavnice. U svim slučajevima teži se većoj vrijednosti pokazatelja jer to ujedno označava i veći povrat na uloženo.

Tablica 4: Pregled kretanja vrijednosti pokazatelja profitabilnosti za Grupu Podravka

Godina	2015.	2016.
Bruto profitna marža	38,2%	36,3%
Neto profitna marža	11%	4,4%
ROA	9,3%	3,5%
ROE	17,7%	6,5%

Izvor: Izrada autorice prema Godišnjem izvješću za 2016. godinu Grupe Podravka (2017) [Internet], raspoloživo na: https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/ [10.3.2017]

Iz tablice 4 može se vidjeti pad vrijednosti pokazatelja profitabilnosti u odnosu na prethodnu godinu. Uvidom u financijska izvješća, razlozi pada pronalaze se u akviziciji Grupe Žito koja u prosjeku ima nižu bruto maržu od Grupe Podravka te utjecaju jednokratnih troškova otpremnina, troškova povezanih s ESOP programom, prenesenog poreznog gubitka Danice i odgođenog poreznog prihoda Belupa od čak 163,7 milijuna kuna. S obzirom da je riječ o jednokratnim utjecajima, u budućim razdobljima može se očekivati rast vrijednosti koeficijenata.

4.5. Analiza strateških prednosti društva

Strateške prednosti su uvjeti koji poduzeću omogućavaju ostvarenje većih prihoda ili marži u odnosu na konkurente u industriji. Mogu biti troškovnog ili diferencijacijskog karaktera, odnosno poduzeće može svoj poslovni uspjeh temeljiti na nižim troškovima proizvodnje ili imati izuzetno kvalitetan proizvod, prepoznatljiv imidž, ili primjerice, značajne tehnološke mogućnosti[8].

U slučaju Grupe Podravka, duga tradicija proizvodnje rezultirala je visokim stupnjem kvalitete i raznolikosti proizvodnog asortimana Grupe na domaćem i stranom tržištu što je i službeno potvrđeno u 2016. godini na sljedeće načine (Podravka d.d., 2017):

- Podravka se već četvrtu godinu zaredom nalazi u „Slovak Superbrands“ na slovačkom tržištu te je osvojila nagradu „Pečat Bonity“ kao priznanje za vrh kvalitete i poznatosti
- U području inovativnosti, atraktivnosti, zadovoljstva i namjere kupnje, slovenski potrošači su Vegeta marinadama dodijelili priznanje „Produkt leta“
- Za kvalitetnu ambalažu svojih proizvoda, Podravki je za Vegetu dodijeljena nagrada CROPAK te dva priznanja zbog realizacije pakiranja Delikates pašteta i Čokolina u skladu sa Safe Food inicijativom
- Od stručnog žirija sastavljenog od renominiranih europskih šefova kuhinja i sommeliera iz kulinarskih institucija u Bruxellesu, Podravka je ponijela čak 23 odličja Superiror Taste Awarde od ukupno prijavljenih 27 proizvoda
- Međunarodna agencija Ipsos potvrdila je Vegetu kao najjači domaći brand u Adria regiji
- U sklopu Superbrand Tribute Eventa u Češkoj, Podravkin brand Lagris predstavljen je kao jedan od najuspješnijih brandova na češkom tržištu
- Na 23. Međunarodnom sajmu prehrambenih proizvoda „ProdExpo - 2016“ u Rusiji, Podravka pobjeđuje na natječaju za „Najbolji proizvod - 2016“ s povrćem Vegeta i Slatkom mljevenom paprikom
- Prema istraživanju koje je provela agencija Nielsen na 2000 domaćih potrošača, Lino Lada kokos osvaja nagradu za „Odabrani proizvod godine“

[8] Više riječi na: https://www.investopedia.com/terms/c/competitive_advantage.asp [5.12.2017]

- Kvalitetu kruha, pekarskog i finog pekarskog peciva, tjestenine, keksa i svježih slastica Grupe Žito, slovenska Komora poljoprivrednih i prehrambenih poduzeća nagradila je s čak 23 zlatna priznanja
- Podravki je dodijeljeno priznanje „Zlatno sjeme“ za sortu crvene rog paprike Podravka koja uz sortu Slavonka predstavlja jedine hrvatske sorte s provedenim DUS (Distinguish, Uniformity, Stability) testom i koje su upisane u Zajednički katalog sorti Europske Unije. Nagrada se dodijeljuje sortama koje su svojim učešćem u proizvodnji značajno unaprijedile hrvatsko gospodarstvo

Značajno prepoznata kvaliteta proizvoda prva je od strateških prednosti Grupe, dok iduću predstavlja jaka marketinška prisutnost na tržištu. Sukladno tome, Podravka nastupa kao glavni sponzor u kulinarskom serijalu „Ručak za sutra“ (2015. godine među najgledanijim kulinarskim emisijama), sudjeluje na Međunarodnom sajmu gospodarstva u Mostaru, sudjeluje u snimanju emisija s britanskom kulinarskom zvijezdom Dhruv Bakerom u Koprivnici i Podravki, provodi uspješni projekt sportske manifestacije Lino Višebojac, održava stranicu coolinarika.com koja postaje standard online kulinarskog sadržaja[9], plasira Lino Viber stickere i predstavlja se na najdugovječnijem sajmu na području bliskoistočnih zemalja, HORECA. U Rumunjskoj je Grupa osvojila priznanje Diploma za projekt Vegeta trenutci u staklenci, a kojom se nagrađuje izvrsnost u području odnosa s javnošću.

Učinkovita distribucijska mreža osigurava brz plasman Podravkinih proizvoda na ciljna inozemna tržišta, a nedavnim potpisivanjem ugovora s Adriatic Group GmbH iz Beča, Grupa osigurava direktan pristup tržištima Njemačke, Austrije, Švicarske, Francuske, Nizozemske, Belgije i Luksemburga. U pogledu prehrambenih proizvoda, Podravka je među tri vodeće kompanije u odnosu na konkurenciju u Rusiji, a njen položaj se kontinuirano poboljšava još od 2014. godine nakon potpisivanja direktnih ugovora s maloprodajnim lancima i distributerima s mrežom diljem Ruske Federacije. U odnosu na domaće tvrtke, u korist joj ide činjenica kako je uz bračku Sardinu Postira, jedina hrvatska tvrtka koja ima dozvolu za direktan uvoz na rusko tržište, a koje menadžment Grupe smatra tržištem s visokim potencijalom organskog i strateškog rasta i razvoja. Za napomenuti je kako je prošle godine Grupa bila među dobitnicima nagrade „Zlatni ključ“ kao najbolji izvoznik u BiH, a Halal certifikati za ukupno 130 proizvoda omogućavaju joj bilježenje udvostručenja prodajnih rezultata u zemljama Bliskog Istoka.

[9] Facebook stranici dodijeljena nagrada SoMo borac za najbolju digitalnu platformu u regiji

Neprestanim inovacijskim ciklusima, Grupa svakodnevno odlazi korak naprijed u prehrambenom i farmaceutskom segmentu poslovanja istodobno. Prethodne godine otvorena je tvornica Food Solution, specijalizirana za proizvodnju svježe pripremljenih gotovih i polugotovih jela i projektirana prema najvišim internacionalnim standardima u prehrambenoj industriji i pripremi hrane, a ove godine svoja vrata otvorile su Belupove tvornice budućnosti za proizvodnju krutih te polukrutih i tekućih oblika lijekova namijenjenih hrvatskom i 16 europskih tržišta. Nove farmaceutske tvornice povećat će proizvodni kapacitet tvrtke za 1,5 puta, dok izgradnja Food Solution tvornice ide u korak sa sve bržim načinom života u kojem ljudi teže zdravijoj prehrani, ali za čiju pripremu često nemaju vremena. Ovom trendu Grupa doskače i ulaskom Belupa u segment proizvoda u kategoriji hrane za posebne medicinske potrebe tzv. enteralne prehrane kroz brand Nutrixa. Inovacije u smislu poboljšanja postojećih i proširenja asortimana prehrambenih i farmaceutskih proizvoda, ali i radnim procesima, su također prisutne, no nije ih potrebno sve navoditi jer je izrazita predanost Grupe istraživanju i razvoju vidljiva i kroz prethodno navedena kapitalna ulaganja.

Kvalitetu proizvoda, rasprostranjenu distribucijsku mrežu i stalnu posvećenost unaprjeđivanju poslovanja u proizvodnom i tehnološkom segmentu prepoznali su stručnjaci u industriji te Podravki dodijelili nagradu „Zlatna košarica“ 2015. godine za najboljeg predstavnika industrije robe široke potrošnje u čak šest kategorija, a temeljeno na „doprinosima u pogledu kvalitete investicija, otvaranja novih prodajnih objekata i radnih mjesta, ulaganja u proizvodne pogone, provedene akvizicije te ukupan doprinos unaprjeđenju sektora kroz stvaranje dodatne vrijednosti za tržište i potrošače“.

5. PROCJENA VRIJEDNOSTI GRUPE PODRAVKA ODABRANIM METODAMA

5.1. Primjena metode diskontiranog novčanog tijeka

5.1.1. Projekcija budućih slobodnih novčanih tijekova

Povijesni pregled prihoda napravljen je za period od 2013. do 2016. godine, dok su prihodi projicirani do 2021. godine. Manji broj godina u povijesnom pregledu u odnosu prema projiciranom periodu, rezultat je stava autorice kako će prihodi u većoj mjeri biti određeni čimbenicima iz eksterne okoline poduzeća, a u manjoj mjeri povijesnim trendom kretanja. Prihodi su projicirani prema regijama: Adria, Europa, Rusija, ZND i Baltik te Nova tržišta. Ukoliko suprotno nije naznačeno, svi podaci su preuzeti iz revidiranih konsolidiranih izvješća Grupe.

U povijesnim prihodima moguće je uočiti značajan skok u 2015. i 2016. godini što se najvećim dijelom može pripisati akviziciji Grupe Žito kojom je Podravka ušla u pekarsku industriju i čija se potpuna konsolidacija u vrijednosti od cca 700 milijuna kuna očekuje do 2019. godine. Regija Adria smatra se regijom ograničenog potencijala rasta tržišta zbog smanjivanja broja ljudi na tržištu, ali i političkih rizika, dok preostale tri regije pružaju više mogućnosti za širenje tržišta. Sukladno tome, projicirane su manje stope rasta za regiju Adria i Europu, dok su veće stope naznačene za regije Rusija, ZND i Baltik i Nova tržišta. Nedavno potpisani ugovori s distribucijskom grupom Adriatic GmbH omogućit će veće stope rasta za regiju Europa u odnosu na regiju Adria, ali ne previše jer je pretpostavka autorice da je ipak riječ o tržištima gdje dominiraju vodeći globalni proizvođači poput Nestlea, Danonea i Unilevera. S druge strane, Nova tržišta se tek razvijaju, predviđa se jačanje životnog standarda, ali i broja mlađeg stanovništva koji su prioritetni potrošači Grupe te su tu potencijali rasta značajni, dok je u Rusiji Podravka među tri vodeće prehrambene tvrtke u odnosu na industriju te je menadžment Podravke procjenjuje ključnom za rast i razvoj kompanije (Paparella i Kiseljak, 2017). S obzirom da se potpuna konsolidacija Grupe Žito očekuje do 2019. pretpostavka je da će do tada prihodi rasti po nešto višim stopama nakon čega će većina regija zadržati stabilnu stopu rasta do daljnjeg. Ukupna stopa rasta prihoda tako će se približiti predviđenim stopama rasta BDP-a u srednjeročnom razdoblju od približno

2%[10], no zbog usmjerenosti na izvoz ona će ipak biti nešto veća, odnosno 2,35 %. Sve prethodno navedeno vidljivo je u tablici 5.

Tablica 5: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) prihoda (u milijunima kn)

Regije/ Godine	2013.	2014.	2015.	2016.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Adria	2399,60	2307,30	2504,20	2915,80	3149,06	3338,01	3471,53	3540,96	3604,70
Stopa promjene	-	-3,8%	8,5%	16,4%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%	1,8%
Europa	721,50	731,00	703,30	778,80	817,74	842,27	859,12	876,30	893,83
Stopa promjene	-	1,3%	-3,8%	10,7%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Rusija, ZND, Baltik	242,10	239,30	193,10	262,10	306,66	331,19	344,44	354,77	365,41
Stopa promjene	-	-1,2%	-19,3%	35,7%	17,0%	8,0%	4,0%	3,0%	3,0%
Nova tržišta	137,90	134,50	138,90	146,70	156,97	171,10	189,92	211,76	237,17
Stopa promjene	-	-2,5%	3,3%	5,6%	7,0%	9,0%	11,0%	11,5%	12,0%
Ukupno	**3501,10**	**3412,10**	**3539,50**	**4103,40**	**4430,43**	**4682,57**	**4865,00**	**4983,79**	**5101,10**

Izvor: Izrada autorice

Promatranjem troškova u periodu od četiri godine dolazi se do spoznaje da je udio pojedinih troškova u prihodima, uz manje oscilacije, često ujednačen. Projekcije troškova vršene su u odnosu na prosječni udio troškova u prihodima prethodnih godina pri čemu su stope prilagođene budućoj troškovnoj praksi tvrtke. Bruto marža je do 2015. rasla, nakon čega je uslijedilo smanjenje zbog manje bruto marže Grupe Žito, a što je utjecalo na prosjek Grupe Podravka. Pretpostavka autorice jest kako će marža poslije blago porasti zbog politike racionalizacije troškova kojoj tvrtka teži te se tako približiti geometrijskom prosjeku prethodnih godina (~39%), a ako se u razmatranje uzmu i očekivanja porasta inflacije, marža vjerojatno neće dosegnuti razine više od prosjeka kao u prošlim periodima. Zbog istog razloga povećanja troškovne efikasnosti će doći do smanjenja općih i administrativnih te troškova prodaje i distribucije (u odnosu na godišnji prosjek). Kad su u pitanju troškovi marketinga, očekuje se porast zbog širenja tržišta i jačanja prepoznatljivosti brenda, dok je udio ostalih troškova u prihodima projiciran na razini od 0,85% ukupnih prihoda što odgovara geometrijskoj sredini prethodnih troškova. Tablica 6 prikazuje povijesno i buduće kretanje troškova po kategorijama.

[10] www.poslovni.hr/hrvatska/mmf-podigao-procjenu-rasta-bdp-a-hrvatske-ali-i-upozorio-na-kljucne-elemente-333753 [2.11.2017]

Tablica 6: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) operativnih troškova (u milijunima kn)

Troškovi po kategorijama/ Godine	2013.	2014.	2015.	2016.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Troškovi sadržani u proizvodima	2023,8	1967,7	2184,1	2615,2	2835,48	2950,02	3016,3	3040,11	3111,67
Bruto marža	42,2%	42,3%	38,3%	36,3%	36,0%	37,0%	38,0%	39,0%	39,0%
Opći i administrativni troškovi	314,1	336,7	318,6	324,5	354,43	374,61	389,2	398,7	408,09
% od prihoda	8,9%	9,8%	8,6%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Troškovi prodaje i distribucije	471,4	438,9	493,3	550,8	584,82	594,69	593,53	583,1	571,32
% od prihoda	13,4%	12,8%	13,3%	13,3%	13,2%	12,7%	12,2%	11,7%	11,2%
Troškovi marketinga	452,9	445,2	350,4	369	398,74	444,84	486,5	523,3	561,12
% od prihoda	12,9%	13,0%	9,5%	8,9%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
Ostali troškovi	61,5	62	47,9	5,4	37,66	39,8	41,35	42,36	43,36
% od prihoda	1,8%	1,8%	1,3%	0,1%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%	0,85%
Ukupno operativni troškovi	**3423,2**	**3250,5**	**3394,3**	**3864,9**	**4211,13**	**4403,95**	**4526,88**	**4587,58**	**4695,57**

Izvor: Izrada autorice

U tablici 7 moguće je pronaći povijesne i predviđene iznose kapitalnih ulaganja i promjena radnog kapitala. Vrijednosti kapitalnih ulaganja za 2017., 2018. i 2019. g. predstavljaju prosječne vrijednosti očekivanja ulaganja menadžmenta Grupe, dok su vrijednosti u preostalim dvjema godinama pretpostavka autorice koja smatra da će se nakon trenutnog intenzivnijeg investicijskog ciklusa, a zbog racionalizacije troškova, tvrtka okrenuti jačanju postojeće proizvodnje uz manje kapitalne izdatke koji neće ići ispod 5% udjela u prihodima. Buduće promjene radnog kapitala određene su stabilnim povijesnim udjelom radnog kapitala u ukupnim prihodima, na osnovu čega je stvorena pretpostavka da će se isti trend nastaviti i dalje. Sam radni kapital definira se kao razlika između kratkoročne imovine i kratkoročnih obveza pri čemu se isključuju vrijednosti financijske imovine i novca i novčanog ekvivalenta kao neoperativne imovine (Damodaran, 2006).

Tablica 7: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) vrijednosti kapitalnih ulaganja i radnog kapitala (u milijunima kn)

Kategorije/ Godine	2013.	2014.	2015.	2016.	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Kapitalna ulaganja	96,4	163	271,2	437,1	275	225	275	250	260
% od ukupnih prihoda	2,7%	4,8%	7,3%	10,5%	6,2%	4,8%	5,7%	5,0%	5,1%
Radni kapital	978,4	959,4	1165,1	1145,6	1271,53	1343,89	1396,25	1430,35	1464,02
% od ukupnih prihoda	27,87%	27,98%	31,50%	27,64%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%
Promjene u radnom kapitalu	-	-19	205,7	-19,5	133,9	70,18	52,58	34,19	33,76

Izvor: Izrada autorice

Za stopu amortizacije u budućem periodu zadržana je prosječna stopa amortizacije, a stopa poreza na dobit iznosi 18%. Uzevši sve prethodno navedeno u razmatranje, u tablici 9 kreirana je sljedeća projekcija slobodnih novčanih tijekova.

Tablica 8: Projekcija slobodnih novčanih tijekova za poduzeće (u milijunima kn)

Godine	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Poslovni prihodi	4430,43	4682,57	4865,00	4983,79	5101,10
Stopa rasta	7,97%	5,69%	3,90%	2,44%	2,35%
Poslovni rashodi	4211,13	4403,95	4526,88	4587,58	4695,57
Operativna dobit (EBIT)	219,31	278,61	338,11	396,21	405,54
Stopa poreza na dobit	18%	18%	18%	18%	18%
Porez	39,47	50,15	60,86	71,32	72,99
Neto operativna dobit nakon poreza (NOPAT)	179,83	228,46	277,25	324,89	332,54
Ispravci vrijednosti:					
Amortizacija (+)	185,52	196,08	203,72	208,7	213,61
Povećanje kapitalnih ulaganja (-)	275	225	275	250	260
Povećanje radnog kapitala (-)	125,93	72,36	52,36	34,09	33,67
Slobodni novčani tijekovi poduzeću (FCFF):	**-35,58**	**127,18**	**153,62**	**249,5**	**252,48**

Izvor: Izrada autorice

5.1.2. Izračun troška glavnice i troška duga

Kao što je definirano u teorijskom dijelu rada, za izračun troška glavnice upotrijebit će se CAPM model. Stoga, prvi korak u određivanju troška glavnice jest određivanje nerizične stope. S obzirom da se procjenjuje novčani tijek za razdoblje od 5 godina, nerizična stopa će biti predstavljena prinosom od 2,29% na 5-godišnju državnu obveznicu koje je Ministarstvo financija izdalo početkom 2017. godine.

Nadalje, primjenom „bottom up" pristupa izračunat će se vrijednost beta koeficijenta. U početku se odaberu tvrtke koje djeluju u farmaceutskoj i prehrambenoj djelatnosti, a potom se izračuna beta bez poluge za svaku od odabranih tvrtki. Dobivene vrijednosti beta koeficijenta dviju industrija potom se ponderiraju udjelima djelatnosti u ukupnom prihodu Grupe, nakon čega se tako dobiveni beta koeficijent množi s odnosom tržišne vrijednosti duga prema tržišnom kapitalu promatrane tvrtke kako bi se dobila beta tvrtke koja odražava utjecaj financijskog rizika. Zbog složenog izračuna, svi podaci o poduzećima i odgovarajućim beta koeficijentima preuzeti su sa web stranice priznatog stručnjaka u području vrednovanja tvrtki, Aswatha Damodarana, te je riječ o tvrtkama s tržišta u razvoju, među kojima se nalazi i Podravka. U tablici 10 slijedi kratki pregled beta farmaceutskog i prehrambenog sektora na tržištima u razvoju.

Tablica 9: Beta koeficijenti promatranih sektora

Beta koeficijent	Vrijednost
Beta prehrambene industrije	0,76
Beta bez poluge	0,66
Beta farmaceutske industrije	1,01
Beta bez poluge	0,99

Izvor: Izrada autorice prema Damodaran, A. (2017): Beta, unlevered beta and other risk measures [Internet], raspoloživo na: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls [7.4.2017]

Kao što je rečeno u ranijim poglavljima, udio prehrambene industrije u prihodu Grupe je 80%, dok na farmaceutiku otpada 20%. Uzevši to u obzir, rezultirajuća beta bez poluge za Grupu Podravka je 0,73, a izračun se nalazi u formuli 17.

$$= beta\ bez\ poluge\ prehrambene\ industrije * udio\ u\ prihodima\ Grupe + beta\ bez\ poluge\ farmaceutske\ industrije * udio\ u\ prihodima\ Grupe$$

$$= 0{,}66 * 0{,}8 + 0{,}99 * 0{,}2$$

$$= 0{,}73 \qquad (17)$$

Naposljetku, izračun bete s polugom za kapital[11] Grupe Podravka vrši se na sljedeći način:

$$= beta\ bez\ poluge * (1 + (1 - stopa\ poreza\ na\ dobit) * \frac{tržišna\ vrijednost\ neto\ duga}{tržišna\ vrijednost\ kapitala}$$

$$= 0{,}73 * (1 + (1 - 0{,}18) * \frac{1377596000}{2615942120} = 0{,}96 \quad (18)$$

Potrebno je reći kako tržišna vrijednost duga odgovara knjigovodstvenoj vrijednosti, dok tržišnu vrijednost kapitala predstavlja umnožak broja izdanih dionica i zadnje cijene dionice u prosincu 2016. godine. Beta koeficijent iznosi 0,96 što označava ispodprosječno rizičnu, odnosno defanzivnu vrijednosnicu, ali bi se zbog nešto višeg iznosa koeficijenta moglo reći kako se njeni prinosi kreću proporcionalno prinosima na tržištu.

Treća bitna sastavnica CAPM modela jest premija na rizik, a koja za Hrvatsku iznosi 8,24%[12]. Nerizična stopa od 2,29%, beta koeficijent Grupe Podravka u iznosu od 0,96 te zadnje navedena premija za rizik od 8,24% rezultiraju troškom kapitala od 10,22%. Radi preglednosti, izračun je prikazan u formuli 19.

$$= nerizična\ stopa + beta\ koeficijent * premija\ za\ rizik$$

$$= 2{,}29\% + 0{,}96 * 8{,}24\%$$

$$= 10{,}22\% \quad (19)$$

S obzirom na veći broj prošlih kredita u različitim valutama i kamatnim stopama, tvrtka u svojim izvješćima samostalno predočava prosječan ponderiran trošak duga. Za 2016. godinu vrijednost troška duga iznosi 2,5% te će se ta stopa iskoristiti u daljnjem postupku vrednovanja.

[11] Dalje u tekstu: beta koeficijent

[12] Zbog zahtjevnosti izračuna, vrijednost je preuzeta sa web stranice: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html [7.4.2017]

5.1.3. Izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala

Ponderirani prosječni trošak kapitala predstavlja ukupan trošak financiranja promatranog poduzeća kojim će se slobodni budući novčani tijekovi tvrtke svesti na sadašnju vrijednost. Pritom, pondere predstavljaju tržišne vrijednosti vlastitog kapitala, odnosno duga u ukupnom financiranju poduzeća, a svi inputi potrebni za izračun WACC-a Grupe Podravka prikazani su u tablici 10.

Tablica 10: Pregled varijabli potrenih za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala

Varijabla	Vrijednost
Tržišna vrijednost kapitala	2615942120 kn
Tržišna vrijednost duga	1041739000 kn
Udio kapitala u ukupnom financiranju	0,72
Udio duga u ukupnom financiranju	0,28
Trošak kapitala	10,22%
Trošak duga	2,50%
Porezna stopa	18%

Izvor: Izrada autorice

U idućoj formuli slijedi konačni izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala:

$$WACC = \frac{TVD}{TVD+TVK} * r_d * (1 - stopa\ poreza) + \frac{TVK}{TVD+TVK} * r_e$$

$$WACC = 0{,}72 * 10{,}22\% + 0{,}28 * 2{,}5\% * (1 - 0{,}18)$$

$$WACC = 7{,}93\% \qquad (20)$$

5.1.4. Prilagodba procijenjenih novčanih tijekova poduzeću (FCFF) na sadašnju vrijednost

Diskontiranjem budućih slobodnih novčanih tijekova WACC stopom uz potenciju u iznosu broja godina od vremena procjene te sumiranjem dobivenih vrijednosti, dobiva se vrijednost tvrtke u prvoj fazi poslovanja. U prvoj (planskoj) fazi novčani tijekovi su detaljno projicirani temeljem stavki financijskih izvještaja Društva, dok se druga faza poslovanja zasniva na pretpostavki kako će tvrtka nastaviti poslovati u beskonačnost te se određuje vrijednost poslovanja od kraja prvog razdoblja do beskonačnosti. Izračun vrijednosti tvrtke u drugoj fazi bit će prikazan u sljedećem poglavlju, dok je vrijednost prve faze poslovanja Grupe navedena u Tablici 11 (u milijunima kn):

Tablica 11: Izračun sadašnje vrijednosti prve faze poslovanja Grupe

Godine	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
FCFF	35,58	127,18	153,62	249,49	252,48
WACC	7,93%	7,93%	7,93%	7,93%	7,93%
Sadašnja vrijednost FCFF	32,96	109,18	122,19	183,86	172,39
Zbroj sadašnje vrijednosti FCFF	554,65				

Izvor: Izrada autorice

5.1.5. Procjena terminalne vrijednosti društva

Vrijednost poslovanja u razdoblju od kraja prve faze poslovanja do beskonačnosti predstavlja terminalnu vrijednost poduzeća. Kako bi se dobila sadašnja vrijednost druge ili postplanske faze poslovanja, terminalnu vrijednost je potrebno diskontirati po odgovarajućoj diskontnoj stopi koja ne mora odgovarati ranije izračunatoj, već može, primjerice, biti ciljna vrijednost budućeg troška financiranja za menadžment. Terminalnu vrijednost moguće je odrediti pristupom pristupom multiplikatora ili modelom stabilnog rasta[13] za čiju primjenu se autorica odlučila u ovom radu. Model stabilnog rasta pretpostavlja da će novčani tijekovi, nakon terminalne godine (zadnja godina procjene u DCF modelu, a u ovom slučaju peta), rasti po konstantnoj stopi (g) zauvijek. Stoga, prije samog postupka diskontiranja, zahtijeva se određivanje stope rasta slobodnog novčanog tijeka u beskonačnost.

Damodaran (2006) naglašava kako dugoročna stopa rasta tvrtke rijetko kad prelazi stopu rasta BDP-a države u kojoj djeluje, osim ako nije riječ o internacionalnim industrijama koje su tada ograničene stopama rasta globalnog gospodarstva. Iako Grupa Podravka djeluje u nekoliko zemalja što joj pruža mogućnosti za ostvarenje stopa rasta većih od domaćeg BDP-a, sukladno konzervativnijem pristupu procjene, za vrijednost dugoročne stope rasta slobodnog novčanog tijeka uzet će se vrijednost od 2% koja odgovara MMF- ovim srednjoročnim projekcijama rasta hrvatskog BDP-a.

Uvrštavanjem svih traženih stavki u formulu, za Grupu Podravka dobiva se sljedeća terminalna vrijednost (u milijunima kn):

$$R_v = \frac{FCFFt*(1+g)}{WACC-g}$$

[13] Detaljnije na : www.investopedia.com/terms/t/terminalvalue.asp [3.10.2017]

$$R_v = \frac{252{,}48 * (1 + 0{,}02)}{(0{,}0793 - 0{,}02)}$$

$$R_v = 4342{,}81 \quad (21)$$

Kako je istu potrebno svesti na sadašnju vrijednost (u milijunima kn), ona se diskontira ranije dobivenom WACC stopom:

$$SVR_v = \frac{4342{,}81}{(1 + 0{,}0793)^5}$$

$$SVR_v = 2965{,}24 \quad (22)$$

5.1.6. Konačna vrijednost poduzeća

Zbrajanjem vrijednosti procijenjenih novčanih tijekova za 5-godišnje razdoblje prve faze poslovanja i SV terminalne vrijednosti poslovanja dolazi se do konačne vrijednosti cjelokupnog poduzeća (eng. EV- Enterprise Value). EV dobivena ovim putem predstavlja ukupnu vrijednost operativnog poslovanja, stoga je na nju potrebno dodati vrijednost neoperativne imovine, financijske imovine te novca i novčanih ekvivalenata. Ujedno, da bi se došlo do vrijednosti dioničke glavnice, od tako izračunate EV se oduzima tržišna vrijednost neto duga koja je u ovom slučaju sastavljena od kratkoročnih i dugoročnih kredita kompanije. Prethodno opisani postupak, uz pripadajuće numeričke vrijednosti, moguće je vidjeti u tablici 12.

Tablica 12: Izračun vrijednosti dioničke glavnice Grupe Podravka

Kategorija	Vrijednost
SV Prve faze poslovanja	554 655 411,18 kn
SV Terminalne vrijednosti	2 965 243 025,23 kn
Vrijednost poduzeća (EV)	**3 519 898 436,41 kn**
Financijska imovina (+)	17 028 000,00 kn
Novac i novčani ekvivalenti (+)	337 611 000,00 kn
Tržišna vrijednost neto duga (-)	1 041 700 000,00 kn
Procijenjena vrijednost dioničke glavnice	**2 832 837 436,41 kn**
Broj izdanih dionica	6 929 648
Vrijednost po dionici	**408,8 kn**

Izvor: Izrada autorice

U posljednjim retcima tablice 12 nalazi se vrijednost po dionici koja iznosi **408, 8 kn**. Uspoređivanjem dobivene vrijednosti dionice i zaključne cijene dionice od **377, 5 kn** u 2016. godini, može se zaključiti kako rezultati primjene DCF metode u vrednovanju Grupe Podravka upućuju na potcijenjenost vrijednosti tvrtke, ili, preciznije, intrizična vrijednost tvrtke nadmašuje njenu tržišnu vrijednost.

5.1.7. Analiza osjetljivosti modela vrednovanja

Terminalna vrijednost u najvećoj mjeri određuje cjelokupnu vrijednost poduzeća, dok je ona sama definirana dugoročnom stopom rasta i ukupnim troškom financiranja. Kako bi se promotrio utjecaj neizvjesnosti u promjenama vrijednosti odrednica terminalne vrijednosti, provodi se analiza osjetljivosti. Dakle, cilj analize osjetljivosti jest utvrditi u kojoj mjeri cijena dionice reagira na promjene dugoročne stope rasta i WACC-a pri čemu je vjerojatnost ostvarivanja pojedinog scenarija nepoznata. Na Slici 1 nalazi se pregled kretanja cijena dionice ovisno o promjenama u kritičnim parametrima.

Slika 1: Analiza osjetljivosti modela

		Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)								
		5,83%	6,23%	6,63%	7,03%	7,93%	8,33%	8,73%	9,13%	9,53%
Dugoročna stopa rasta	0,4%	502,7899	457,1869	417,4897	382,6286	317,8775	293,8766	272,2148	252,5699	234,6765
	0,8%	543,788	491,8982	447,1806	408,2526	336,7827	310,5631	287,0233	265,7767	246,5076
	1,2%	591,87	532,1303	481,2457	437,3928	357,9351	329,1218	303,405	280,3158	259,475
	1,6%	649,0456	579,3139	520,7288	470,8261	381,7609	349,8866	321,6249	296,3995	273,7505
	2,0%	718,1639	635,4211	567,034	509,5769	408,8009	373,2757	342,0105	314,2879	289,5427
	2,4%	803,403	703,2479	622,0967	555,0233	439,7526	399,8201	364,9725	334,3027	307,1068
	2,8%	911,1476	786,8942	688,6608	609,0647	475,5312	430,2046	391,0323	356,8469	326,7588
	3,2%	1051,666	892,6255	770,75	674,3942	517,361	465,3275	420,862	382,4326	348,8944
	3,6%	1242,595	1030,518	874,5129	754,9609	566,9193	506,3908	455,3436	411,7196	374,0163

Izvor: Izrada autorice

Već na prvi pogled uočavaju se dvije istaknute vrijednosti, najniža i najviša cijena dionice za zadane ulazne parametre. Moguće je zaključiti kako je raspon vrijednosti između tih dviju vrijednosti poprilično visok što signalizira značajnu osjetljivost cijene dionice, odnosno procijenjene vrijednosti tvrtke na povećanje/smanjenje u dugoročnoj stopi rasta i ukupnom trošku financiranja. Dodatno, u slučaju promjene dugoročne stope rasta primjećuje se veći raspon promjene cijene dionice, nego u slučaju promjene u trošku financiranja.

Sve ranije navedeno ukazuje na potreban oprez pri određivanju stope rasta i WACC-a, ukoliko se oni koriste kao ključne odrednice terminalne vrijednosti, kako se zadržala što veća objektivnost pri vrednovanju konkretne tvrtke.

5.2. Primjena metode multiplikatora usporedivih društava

Upotreba metode multiplikatora usporedivih društava započinje izračunom vrijednosti odabranih multiplikatora kapitala (P/B, P/E, P/S) i multiplikatora vrijednosti (EV/EBITDA, EV/Prihodi od prodaje) Grupe Podravka te njihovom usporedbom s multiplikatorima odabranih inozemnih i domaćih društava. Usporediva društva odabrana su su na temelju sektora u kojem djeluju i tržišne kapitalizacije. Ovim putem se na jednostavan i brz način dolazi do okvirne procjene vrijednosti poduzeća što ovu metodu čini prvim izborom analitičara kad je potrebno doći do procjene poduzeća u kratkom vremenskom roku.

5.2.1. P/B multiplikator

Kako su sastavnice omjera u narednim poglavljima definirane ranije, ovdje će se napraviti konkretni izračun njihovih vrijednosti za Grupu Podravka i dati tumačenje dobivenih rezultata.

$$\frac{P}{B} = \frac{2615942120}{2926394000} = 0{,}9 \qquad (23)$$

Koeficijent P/B ima vrijednost nižu od 1 što ukazuje na moguću potcijenjenost dionice jer investitori plaćaju za imovinu tvrtke manje od njene knjigovodstvene vrijednosti, ali za donijeti konačan zaključak o tome potrebno je vidjeti vrijednosti drugih pokazatelja tvrtke i usporedivih poduzeća.

5.2.2 P/E multiplikator

Stavljanjem u omjer zaključne cijene za 2016. godinu i neto dobiti 2016. godine Grupe Podravka, dolazi se do sljedećeg rezultata:

$$\frac{P}{E} = \frac{2615942120}{187753000} = 13{,}9 \tag{24}$$

Dobiveni koeficijent govori kako su investitori spremni platiti 13,9 novčanih jedinica za jednu novčanu jedinicu neto dobitka tvrtke što je znak visokih tržišnih očekivanja od tvrtke u pogledu budućih poslovnih aktivnosti i zarada.

5.2.3. P/S multiplikator

Prihodi od prodaje za 2016. godinu su iznosili 4 144 608 000 kn što kad se stavi u omjer sa iznosom tržišne kapitalizacije rezultira idućim koeficijentom:

$$\frac{P}{S} = \frac{2615942120}{4144608000} = 0{,}6 \tag{25}$$

Vrijednost P/S multiplikatora manja od 1 sugerira mogući potencijal rasta tvrtke u budućnosti.

5.2.4. EV/EBITDA multiplikator

U prvom koraku se izračunava vrijednost Grupe (EV) tako da se iznos tržišne kapitalizacije uveća za iznos neto duga (iznos tvrtkinog duga u kratkoročnim i dugoročnim kreditima umanjen za iznose novca i novčanih ekvivalenata) i manjinskih interesa kao što je prikazano u tablici 13:

Tablica 13: Izračun EV Grupe Podravka

Kategorija	Vrijednosti
Tržišna kapitalizacija	**2 615 942 120,00 kn**
Neto vrijednost duga (+)	1 041 739 000,00 kn
Manjinski interesi (+)	49 218 000,00 kn
EV	**3 706 899 120,00 kn**

Izvor: Izrada autorice

Zatim, u financijskim izvješćima za 2016. godinu je moguće pronaći vrijednost zarade prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije i ona iznosi 469 200 000 kn. Konačno, vrijednost EV/EBITDA koeficijenta iznosi:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{3706899120}{469200000} = 7{,}9 \tag{26}$$

U slučaju ovog omjera, prevladava mišljenje kako je niža vrijednost pokazatelja poželjnija, no bez usporedbe s ostalim tvrtkama u sektoru nije moguće više reći.

5.2.5. EV/ Prihodi od prodaje

U ranijim potpoglavljima 5.2.3. i 5.2.4. su izračunate vrijednosti stavki ovog pokazatelja, stoga će se ovdje samo staviti u omjer:

$$\frac{EV}{Prihodi\ od\ prodaje} = \frac{3706899120}{4144806000} = 0{,}9 \tag{27}$$

Kao i u slučaju EV/EBITDA multiplikatora, niža vrijednost smatra se boljom jer signalizira veći stupanj zarade u odnosu na tržišnu vrijednost tvrtke, to jest, potencijal rasta zarade u budućnosti. Međutim, vrijednost pokazatelja mora se staviti u usporedbu s vrijednostima usporedivih poduzeća kako bi se znalo je li on uistinu viši ili niži od prosjeka industrije.

5.2.7. Komparacija dobivenih vrijednosti multiplikatora s odabranim društvima

Kako bi se mogla donijeti odluka o precijenjenosti ili potcijenjenosti dionice Grupe Podravka, prethodno izračunate multiplikatore stavlja se u usporedbu s multiplikatorima selektivno biranih društava. Riječ je o europskim tvrtkama koje istodobno djeluju u prehrambenoj i farmaceutskoj industriji ili su isključivo prehrambene tvrtke, ali s ponudom sličnoj asortimanima Grupe Podravka. S iznosom tržišne kapitalizacije od 2,6 milijardi kuna, Grupa Podravka kao i usporediva društva nalaze se u rangu srednje vrijednosti tržišne kapitalizacije.

Tablica 14: Vrijednosti multiplikatora usporedivih poduzeća

Tvrtke	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA	EV/Prihodi od prodaje
Atlantic Grupa	17,1	0,5	1,4	9,4	0,9
Premier Foods	62,9	0,5	0,5	6,4	1,1
Wessanen	44,4	1,8	5,3	26,8	2,2
Fleury Michon S.A.	21,8	0,3	1,0	6,6	0,4
Huegli Holding AG	16,7	1,0	2,4	11,2	1,2
Tipiak S.A.	15,9	0,4	1,6	7,4	0,6

Izvor: Izrada autorice prema zadnje dostupnim financijskim podacima na www.marketwatch.com [1.11.2017] i www.mojedionice.com [1.11.2017]

Kao referentna vrijednost za usporedbu vrijednosti multiplikatora Grupe Podravka uzima se medijan vrijednosti multiplikatora usporedivih poduzeća zbog eliminacije ekstremnih vrijednosti multiplikatora. U niže navedenoj tablici 15 moguće je stoga vidjeti odnos multiplikatora Grupe naspram vrijednosti medijana pokazatelja selektiranih tvrtki:

Tablica 15: Usporedba medijana vrijednosti multiplikatora usporedivih poduzeća i multiplikatora Grupe Podravka

Vrijednosti multiplikatora sektora	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA	EV/ Prihod od prodaje
Maksimalna vrijednost	62,9	1,8	5,3	26,8	2,2
Medijan	**19,5**	**0,5**	**1,5**	**8,4**	**1,0**
Minimalna vrijednost	15,9	0,3	0,5	6,4	0,4
Grupa Podravka	**13,9**	**0,6**	**0,9**	**7,9**	**0,9**

Izvor: Izrada autorice

Izuzev vrijednosti P/S pokazatelja koja bi mogla ukazivati na blagu precijenjenost vrijednosti Grupe Podravka, svi ostali multiplikatori Grupe manji su od medijana vrijednosti usporedivih poduzeća na osnovu čega bi se moglo reći da je vrijednost tvrtke potcijenjena. Dapače, tržišna očekivanja koja se mogu iščitati iz P/E i P/B multiplikatora su za ovu kategoriju poduzeća visoka, a ovom zaključku posebno u prilog ide odstupanje dionice od EV/EBITDA prosjeka

koji je pri procjeni ulaganja u prehrambenu industriju od osobitog značaja (Fernandez, 2013). Kako bi se izrazio raspon vrijednosti analizirane tvrtke u apsolutnim terminima, predočeni medijani usporedivih kompanija se množe s odgovarajućim financijskim stavkama Grupe Podravka. Za multiplikatore EV/EBITDA i EV/Prihod od prodaje potrebno je još od rezultirajuće vrijednosti oduzeti vrijednost neto duga kako bi se dobila točna vrijednost vlasničke glavnice. Tablica 16 sumira sve vrijednosti vlasničkog udjela Grupe Podravka dobivene primjenom odabranih multiplikatora.

Tablica 16: Pregled apsolutnih vrijednosti dioničke glavnice Grupe Podravka

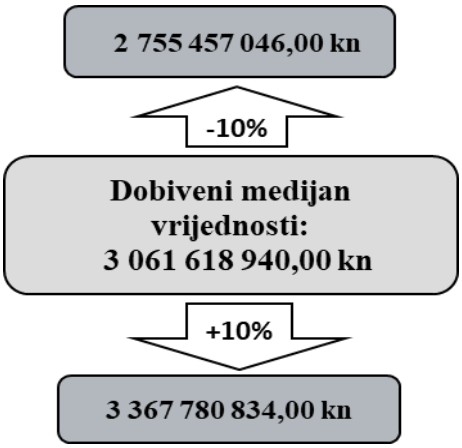
Odabrani multiplikatori	Vrijednost dioničke glavnice poduzeća
P/E	3 654 612 145,00 kn
P/S	2 093 027 040,00 kn
P/B	4 316 431 150,00 kn
EV/EBITDA	2 906 579 000,00 kn
EV/Prihod od prodaje	3 061 618 940,00 kn
Medijan vrijednosti	**3 061 618 940,00 kn**
Broj izdanih dionica	6 929 648
Vrijednost po dionici[14]	**441,81 kn**

Izvor: Izrada autorice

U Tablici 16 nalazi se medijan vrijednosti vlasničke glavnice Grupe Podravka koji odgovara zaključnoj vrijednosti obične glavnice tvrtke dobivene primjenom metode multiplikatora usporedivih poduzeća. Za medijan vrijednosti poželjno je odrediti njegov raspon vrijednosti uvećanjem, odnosno smanjenjem dobivene vrijednosti medijana za 10% (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Izračunata odstupanja su prikazana na Slici 2.

[14] U transakcijama spajanja i preuzimanja, na izračunatu vrijednost vlasničke glavnice moguće je dodati premiju za kontrolu kojom preuzimatelj osigurava stjecanje kontrolnog paketa dionica tvrtke mete (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012). Iznos kontrolne premije podložan je utjecaju različitih tržišnih čimbenika te je teško sa potpunom sigurnošću odrediti koji iznos premije u procjenu uvrstiti. Kako pogrešna procjena iznosa može rezultirati značajnom precijenjenošću vrijednosti dionice, a s ciljem zadržavanja maksimalno moguće objektivnosti, primjena premije za kontrolu nije prikazana u radu.

Slika 2: Moguća odstupanja dobivenog medijana vrijednosti vlasničke glavnice Grupe



Izvor: Izrada autorice

Raspon vrijednosti medijana je predočen kako bi se stekao uvid u potencijalne oscilacije u vrijednosti medijana, no pri daljnjem izračunu se koristi originalno dobivena vrijednost. Kad se originalni medijan vrijednosti podijeli s brojem izdanih dionica, dolazi se do cijene od **441,81 kn** po dionici. Usporedbom sa zadnjom cijenom u posljednjem godišnjem financijskom izvješću korištenog pri pisanju ovog rada (**377,5 kn**), donosi se zaključak o potcijenjenosti vrijednosti Grupe.

5.3. Analiza i usporedba vrijednosti dobivenih primjenom odabranih metoda

Rezultati korištenja metode diskontiranog novčanog tijeka i metode multiplikatora usporedivih društava na primjeru Grupe Podravka rezultirali su zaključkom o potcijenjenosti dionice Grupe. U kojoj mjeri su odstupanja zabilježena, predočeno je u tablici 17 gdje je navedena prosječna trenutna tržišna vrijednost dionice kako bi se u obzir uzelo kretanje vrijednosti dionice u tekućem razdoblju.

Tablica 17: Usporedba dobivenih vrijednosti s prosječnom trenutnom tržišnom vrijednošću dionice Grupe

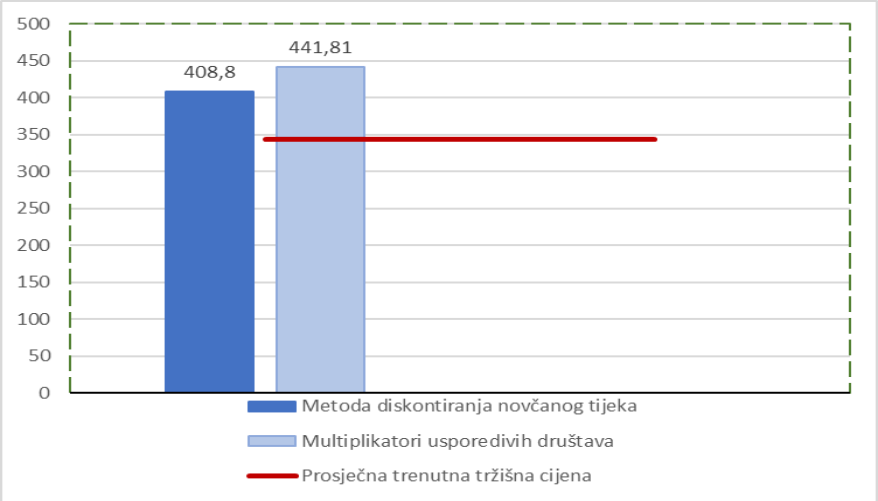
Primjenjena metoda	Utvrđena vrijednost vlasničke glavnice	Vrijednost po dionici	Prosječna trenutna tržišna cijena*	Odstupanje od prosječne trenutne tržišne cijene
Metoda diskontiranja novčanog tijeka	2 832 837 436,41 kn	408,80 kn	343,24 kn	19,10%
Multiplikatori usporedivih društava	3 061 618 940,00 kn	441,81 kn		28,71%

* Prosječna dnevna tržišna cijena za period 1.1.2017.- 8.11.2017.

Izvor: Izrada autorice prema http://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=11 [Internet] [8.11.2017]

Upotreba multiplikatora usporedivih društava donosi veću vrijednost po dionici u odnosu na metodu diskontiranja novčanog tijeka. Točnije, odstupanje od 28,71% karakterizira metodu multiplikatora, dok je u slučaju primjene DCF metode uočeno odstupanje od 19,10%. Grafički je prikaz vidljiv na Grafikonu 8.

Grafikon 8: Odstupanje dobivenih vrijednosti dionice od trenutne tržišne cijene dionice Grupe Podravka



Izvor: Izrada autorice

S obzirom da se usporedive tvrtke biraju s tržišta gdje tržišni sudionici raspolažu s više informacija o poslovanju tvrtki i industrije, na osnovu njihovih tako osnovanih, a na konkretnom primjeru visokih očekivanja, formira se pretpostavka o stvarnoj vrijednosti tvrtke što onda završava većim odstupanjima u odnosu na rezultate DCF metode gdje se tvrtka vrednuje temeljem kretanja njenih novčanih tijekova. Naposljetku, primjena obje metode ukazuje na potencijal rasta vrijednosti tvrtke u budućnosti.

6. ZAKLJUČAK

Vrednovanje tvrtke potez je na koji se brojni menadžeri i investitori odlučuju kako bi bolje shvatili postojeću poslovnu poziciju i odlučili u kojem pravcu usmjeriti svoje investicijske odluke. Rezultat procjene tvrtke korisniku pruža vrijednu informaciju o intrizičnoj vrijednosti tvrtke i tako omogućava efektivnije upravljanje portfeljem i značajnu prednost na tržištu.

Pisanje ovog rada započelo je s ciljem prikaza vrednovanja tvrtke dinamičkom DCF metodom pri čemu se metoda multiplikatora usporedivih društava koristila kao dopunski alat kako bi se došlo do preciznije spoznaje o vrijednosti tvrtke. Rezultati procjene utvrđeni primjenom DCF metode posljedica su analize industrije u kojoj poduzeće djeluje i njegovih financijskih izvještaja, dok su rezultati metode multiplikatora usporedivih društava posljedica tržišnih očekivanja investitora za slična poduzeća. Dakle, upotreba DCF metode zahtijevala je upoznavanje s povijesnim trendovima poslovanja i gospodarskom okolinom tvrtke, određivanje ukupnog troška financiranja i dugoročnih stopa rasta poduzeća temeljem čega su stvorene projekcije budućeg poslovanja tvrtke. Metoda multiplikatora usporedivih društava, pak, je na prvi pogled nešto jednostavnija zbog usporedbe odabranih pokazatelja tvrtke s pokazateljima usporedivih društava. Sučeljavanjem rezultata dobivenih objema metodama, donio se zaključak u korist potcijenjenosti dionice.

Međutim, kod metode multiplikatora usporedivih društava potrebno je pripaziti da usporedive tvrtke uistinu jesu takve, usporedive, a to je često teško pronaći zbog specifičnosti u poslovanjima tvrtki. Također, javlja se i problem ispravnosti tržišnih očekivanja jer ona ne moraju odgovarati stvarnosti i podložna su raznim eksternim utjecajima. Dok s druge strane, u slučaju DCF metode uvijek postoji opasnost pristranosti analitičara pri procjeni inputa nužnih za projekciju slobodnih novčanih tijekova što se posebno pretvara u izazov kad se procjenjuju poduzeća čiji novčani tijekovi značajno osciliraju. Koliko su procjene cijene dionice utvrđene metodom diskontiranog novčanog tijeka elastične u odnosu na promjenu determinirajućih inputa terminalne vrijednosti koja većim dijelom određuje vrijednost tvrtke, pokazala je analiza osjetljivosti modela. Rezultati analize osjetljivosti modela tako su ukazali na znatan utjecaj subjektivnosti analitičara u određivanju vrijednosti tvrtke iz čega se može zaključiti da je kvaliteta i stručnost analitičara često presudan faktor u vršenju procjene.

Na kraju, vrednovanje poduzeća je uistinu složen proces koji traži sagledavanje cjelokupnog okružja poduzeća i iskusnog financijskog analitičara koji promjene u okružju može ispravno protumačiti i primijeniti na poslovanje promatranog poduzeća. Samostalno korištenje

jednostavnije metode multiplikatora usporedivih društava ili kompleksnije metode diskontiranja novčanog tijeka u analizi rijetko će dovesti do ispravne procjene jer svaka od metoda ima svoje nedostatke koje je moguće nadići samo njihovim kombiniranjem. Naposljetku, tek promatranjem tako dobivenih rezultata moguće je doći do spoznaje o približno realnoj vrijednosti tvrtke.

LITERATURA:

Knjige:

1. Aljinović, Z., Marasović, B., Šego, B. (2011): Financijsko modeliranje, II. Izmijenjeno dopunjeno izdanje, EFST, Split
2. Belak, V. (1995): Menadžersko računovodstvo, RRiF-plus, Zagreb
3. Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due dilligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika, Sarajevo.
4. Buturac, G., Vizek, M. (2014): Makroekonomska analiza izvozne konkurentnosti prehrambene industrije Republike Hrvatske, Ekonomski institut, Zagreb
5. Damodaran, A. (2006): Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije, MATE, Zagreb
6. Dvorski, S., Ruža, F., Kovšca, V. (2007): Poslovna ekonomija, TIVA- tiskara Varaždin, Varaždin
7. Kolačević, S., Hreljac, B. (2009): Vrednovanje poduzeća: novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti, Stega tisak d.o.o., rujan, Zagreb
8. Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012): Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Ekonomski fakultet Zagreb, Zagreb
9. Orsag, S. (2015): Investicijska analiza, M.E.P. d.o.o., Zagreb.
10. Pervan, I. (2012): Računovodstvo poslovnih spajanja, RRiF Plus d.o.o., Zagreb.
11. Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, IX. Izmijenjeno i dopunjeno izdanje, RRIF, Zagreb
12. Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb

Znanstveni i stručni radovi:

1. Barbić, T. (2017): Sektorske analize: Farmaceutska industrija [Internet], raspoloživo na: http://www.eizg.hr/hr-HR/Sektorske-analize-993.aspx [1.11.2017]
2. Belak, V. (2009): 11. Kontroliranje kao funkcija menadžmenta, nastavni materijali [Internet], raspoloživo na: http://web.efzg.hr/dok/OIM/mdarabos/menad%C5%BEment%205.pdf [18.10.2017]
3. Damodaran, A. (2017): Beta, unlevered beta and other risk measures [Internet], raspoloživo na: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls [7.4.2017]

4. Dedi, L. (2017): Analiza financijskih izvještaja [Internet], raspoloživo na: http:/web.efzg.hr/dok/EPO/ldedi/W03-Analiza%20financijskih%20izvje%C5%A1taja.pdf [29.9.2017]
5. Ekonomski institut (2017): Croatian Economic Outlook [Internet], raspoloživo na: http://www.eizg.hr/hr-HR/Croatian-Economic-Outlook-25.aspx [8.10.2017]
6. Helfert, E. A. (2001): Financial Analysis Tools and Techniques: A Guide For Managers [Internet], raspoloživo na: http://alqashi.com/book/book17.pdf [4.6.2017]
7. Indian Institute of Planning & Managment (IIPM) (2009): Systematic and Unsystematic Risk of a Business, [Internet], raspoloživo na: https://www.scribd.com/doc/48877477/Systematic-Unsystematic-Risk-of-Business [7.6.2017]
8. Marević, D. (2016): Prehrambena industrija Republike Hrvatske [Internet], raspoloživo na: https://repozitorij.pfos.hr/islandora/object/pfos%3A801 [9.10.2017.]
9. Ministarstvo Financija (2016): Smjernice za izradu državnog proračuna Republike Hrvatske za 2016. i projekcija za 2017. i 2018. [Internet], raspoloživo na: https://vlada.gov.hr/UserDocsImages/Sjednice/2016/5%20sjednica%20Vlade/5%20-%201_novo.pdf [6.9.2017]
10. Ministarstvo gospodarstva (2014): Industrijska strategija Republike Hrvatske 2014. - 2020. [Internet], raspoloživo na: http://eskills.hr/wp-content/uploads/2014/05/Industrijska-strategija-RH-2014-2020.pdf [1.10.2017]
11. Miloš Sprčić, D. (2017): Upravljanje rizicima [Internet], raspoloživo na: http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ukr-materijali/6.%20Proces%20integriranog%20upravljanja%20rizicima%20-%20metode%20kvantifikacije%20rizika.pdf [29.10.2017]
12. Palić, P. (2017): Sektorske analize: Hrana i piće [Internet], raspoloživo na: http://www.eizg.hr/hr-HR/Sektorske-analize-993.aspx [8.10.2017]
13. Pinto, J., E., Henry, E., Robinson, T.,R., Stowe, J., D. (2015): Equity asset valuation, CFA Institute Investment Series, Wiley.
14. Šarlija, N. (2009): Predavanja za kolegij 'Financijski management za poduzetnike I [Internet], raspoloživo na: http://www.efos.unios.hr/financijski-menadzment-za-poduzetnike/wp-content/uploads/sites/144/2013/04/microsoft_word_-_financijska_analiza.doc.pdf [1.10.2017.]

Članci:

1. Blažić, Z. (2017): Čuvari tradicije pred najvećim izazovom u svojoj bogatoj povijesti [Internet], raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/hrvatska/cuvari-tradicije-pred-najvecim-iza-zovom-u-svojoj-bogatoj-povijesti-328424 [8.10.2017]
2. Crnjak, M. (2017): Predvođeni najvećom hrvatskom farmaceutskom kompanijom, zadržali titulu vrhunskih ulagača i izvoznika [Internet], raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/hrvatska/predvoeni-najvecom-hrvatskom-farmaceutskom-kompanijom-zadrzali-titulu-vrhunskih-ulagaca-i-izvoznika-333504 [1.11.2017]
3. Crnko, P. (2010): Procjena vrijednosti poduzeća V.O.O.D.O.O. [Internet], raspoloživo na: http://finance.hr/wp-content/uploads/2009/11/cp31102010.pdf [28.4.2017]
4. Gatarić, Lj. (2017): Od generičkih lijekova 42% ukupnih prihoda hrvatskih farmaceuta [Internet], raspoloživo na: https://www.vecernji.hr/biznis/od-generickih-lijekova-42-ukupnih-prihoda-hrvatskih-farmaceuta-1201760 [20.10.2017]
5. Korda, Z. (2017): Pogledajte krvnu sliku hrvatske farmaceutske industrije [Internet], raspoloživo na: https://www.tportal.hr/biznis/clanak/pogledajte-krvnu-sliku-hrvatske-farmaceutske-industrije-foto-20171013/print [9.10.2017]
6. Milovan, A. (2017): U Rusiju zabranjen uvoz hrane iz Hrvatske! Od naših poduzeća iz prehrambenog sektora sada samo dvije tvrtke imaju prolaz na to tržište [Internet], raspoloživo na: http://www.jutarnji.hr/biznis/tvrtke/putinova-osveta-u-rusiju-zabranjen-uvoz-hrane-iz-hrvatske-od-nasih-poduzeca-iz-prehrambenog-sektora-sada-samo-dvije-tvrtke-imaju-prolaz-na-to-trziste/5630051/ [8.10.2017]
7. Paparella, S., Kiseljak, L. (2017): Podravka spremna proizvoditi i u Rusiji [Internet], raspoloživo na: http://www.poslovni.hr/domace-kompanije/podravka-spremna-proizvoditi-i-u-rusiji-323963 [7.10.2017]

Godišnja izvješća:

1. Podravka d.d. (2015) – Godišnje izvješće i konsolidirani financijski izvještaji za 2014. godinu [Internet], raspoloživo na: http://podravka-cdn.azureedge.net/repository/files/3/1/31f7ddc10337893cd3b74be08a02670e.pdf [1.4.2017]
2. Podravka d.d. (2016) - Godišnje izvješće i konsolidirani financijski izvještaji za 2015. godinu [Internet], raspoloživo na: http://podravka-cdn.azureedge.net/repository/files/e/c/ecbaf180948e5b0516928487c89d7014.pdf [1.4.2017]

3. Podravka d.d. (2017) - Godišnje izvješće i konsolidirani financijski izvještaji za 2016. godinu [Internet], raspoloživo na: http://zse.hr/userdocsimages/financ/PODR-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf [1.4.2017]

Web stranice:

1. Country Default Spreads and Risk Premiums: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
2. InvestingAnswers: www.investinganswers.com
3. Investopedia: www.investopedia.com
4. Ja Trgovac: www.jatrgovac.com
5. MarketWatch: www.marketwatch.com
6. Podravka: www.podravka.hr
7. Poslovni: www.poslovni.hr
8. WallStreetMojo: www.wallstreetmojo.com

POPIS GRAFIKONA, SLIKA I TABLICA

Grafikon 1: Vlasnička struktura Grupe Podravka 28
Grafikon 2: Pregled vodećih proizvođača u prehrambenoj industriji prema iznosu prihoda u 2015. godini 30
Grafikon 3: Pregled vodećih proizvođača u farmaceutskoj industriji prema prihodima iz 2016. godine 33
Grafikon 4: Pregled kretanja udjela segmenata u prihodima SPP Prehrana 36
Grafikon 5:Pregled kretanja udjela segmenata u prihodima SPP Farmaceutika 36
Grafikon 6: Pregled strukture prihoda Grupe Podravka prema regijama 37
Grafikon 7: Pregled kretanja udjela rashoda u ukupnim troškovima 38
Grafikon 8: Odstupanje dobivenih vrijednosti dionice od trenutne tržišne cijene dionice Grupe Podravka 61

Slika 1: Analiza osjetljivosti modela 54
Slika 2: Moguća odstupanja dobivenog medijana vrijednosti vlasničke glavnice Grupe 60

Tablica 1: Pregled kretanja vrijednosti pokazatelja likvidnosti za Grupu Podravka 39
Tablica 2: Pregled kretanja vrijednosti pokazatelja broja obrtaja zaliha i prosječnog vremena naplate potraživanja za Grupu Podravka 39
Tablica 3: Pregled kretanja pokazatelja solventnosti za Grupu Podravka 40
Tablica 4: Pregled kretanja vrijednosti pokazatelja profitabilnosti za Grupu Podravka 41
Tablica 5: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) prihoda (u milijunima kn) 46
Tablica 6: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) operativnih troškova (u milijunima kn) 47
Tablica 7: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) vrijednosti kapitalnih ulaganja i radnog kapitala (u milijunima kn) 48
Tablica 8: Projekcija slobodnih novčanih tijekova za poduzeće (u milijunima kn) 48
Tablica 9: Beta koeficijenti promatranih sektora 49
Tablica 10: Pregled varijabli potrenih za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala ... 51
Tablica 11: Izračun sadašnje vrijednosti prve faze poslovanja Grupe 52
Tablica 12: Izračun vrijednosti dioničke glavnice Grupe Podravka 53
Tablica 13: Izračun EV Grupe Podravka 57
Tablica 14: Vrijednosti multiplikatora usporedivih poduzeća 58

Tablica 15: Usporedba medijana vrijednosti multiplikatora usporedivih poduzeća i multiplikatora Grupe Podravka 58
Tablica 16: Pregled apsolutnih vrijednosti dioničke glavnice Grupe Podravka 59
Tablica 17: Usporedba dobivenih vrijednosti s prosječnom trenutnom tržišnom vrijednošću dionice Grupe 61

SAŽETAK

Vrednovanje tvrtke moguće je ostvariti primjenom statičkih ili dinamičkih metoda. S obzirom da dinamičke metode razmatraju potencijal budućih zarada tvrtke i u obzir uzimaju rizičnost njenih novčanih tijekova, često predstavljaju prvi izbor analitičara pri određivanju približne vrijednosti tvrtke. Pritom, ovisno o potrebama menadžera ili investitora, postupak vrednovanja ne mora obuhvatiti čitavo poslovanje tvrtke, već se može odnositi na dio njene imovine, ili pak, samo kapital. Zahvaljujući svojoj preciznosti, među dinamičkim metodama ističu se metoda diskontiranja novčanih tijekova ili DCF metoda i metoda relativne valuacije tvrtke. Sukladno tome, u radu je prikazan postupak vrednovanja Grupe Podravka primjenom DCF metode i metode multiplikatora usporedivih društava kao varijacije metode relativne valuacije. S obzirom da su metode uvjetovane različitim pretpostavkama, provedba vrednovanja rezultirala je različitim vrijednostima. Neovisno o izboru metode vrednovanja, sam postupak vrednovanja ukazao je na važnost iskustva financijskog analitičara i njegove mogućnosti da sagleda cjelokupnu trenutnu i buduću okolinu tvrtke kako bi se došlo do ispravne spoznaje o vrijednosti tvrtke.

KLJUČNE RIJEČI: DCF metoda, relativna valuacija, iskustvo financijskog analitičara.

SUMMARY

An evaluation of a company can be conducted by using static or dynamic methods approach. Considering the fact that dynamic methods include a company's future earnings potential and the risk of its cash flows, when it comes to the determination of the approximate value of the company the financial analysts often opt for the dynamic methods as a first choice. At the same time, depending on the demands of managers or investors, the valuation process does not have to comprehend the whole business of the company, but only a part of its asset, or the capital at least. Amongst the dynamic methods, the discounted cash flow method or DCF method and the relative valuation method have a special place due to its accuracy. With respect to that, this paperwork presents the valuation of the Podravka Group by using the DCF method and the method of the comparable company analysis as the relative valuation method variation. Given the conditionality of the methods by different assumptions, the valuation procedure resulted in the diverse values. Regardless the choice of the valuation method, the valuation process on its own pointed out the importance of the financial analyst experience and his abilites to observe the company current and future enviroment in order to reach the accurate cognition about the company value.

KEY WORDS: DCF method, relative valuation, financial analyst experience.