

Vrednovanje poduzeća primjenom multiplikatora vrijednosti

Rupnik, Lucija

Master's thesis / Diplomski rad

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:457073>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-08**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija - smjer Analiza i poslovno planiranje

Vrednovanje poduzeća primjenom multiplikatora vrijednosti

Diplomski rad

Lucija Rupnik

Zagreb, srpanj 2021.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija - smjer Analiza i poslovno planiranje

Vrednovanje poduzeća primjenom multiplikatora vrijednosti

Valuation of a business using valuation multiples

Diplomski rad

Student: Lucija Rupnik

JMBAG studenta: 0067537354

Mentorica: Prof. dr. sc. Lidija Dedi

Zagreb, srpanj 2021.

Sažetak

U fokusu ovog diplomskog rada jest shvatiti zašto se uopće nekom poduzeću procjenjuje vrijednost, na koji se način poduzeće može procjenjivati i koji se problemi mogu pojaviti u samom procesu. Zatim istražiti multiplikatore vrijednosti koji se koriste za vrednovanje. Na posljeticu, cilj jest temeljitom analizom poslovanja odabranog poduzeća procijeniti vrijednost poduzeća korištenjem metode usporedivih poduzeća. U radu se procjenjuje poduzeće Bank of America. Uključuje analizu okruženja poduzeća, industrije u kojoj posluje te analizu financijskih izvještaja. Kao konačni cilj i temelj ovog diplomskog rada koristi se primjena metode multiplikatora vrijednosti. Iscrpno istraživanje pokazalo je da je navedeno poduzeće prema korištenim multiplikatorima vrijednosti i trenutnim cijenama precijenjeno.

Ključne riječi: multiplikatori vrijednosti, relativno vrednovanje, usporediva poduzeća, vrednovanje poduzeća, Bank of America.

Summary

The goal of this paper is based on a thorough analysis of chosen business, to assess the value of a business using comparable company valuation. The company whose value is being assessed is Bank of America. The paper includes the analysis of the company's environment, of the industry in which it does business and the analysis of financial statements. As the final goal and foundation of the paper is an application of the value multiples. Extensive research has shown that this company is overvalued according to the value multipliers used and current prices.

Key words: value multiples, relative valuation, comparable companies, valuing a company, Bank of America.

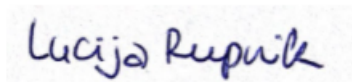
PRILOG 4

Izjava o akademskoj čestitosti

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je prijava teme diplomskog rada isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio prijave teme nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio prijave teme ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio prijave teme nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.



(vlastoručni potpis studenta)

10.07.2021., Zagreb
(mjesto i datum)

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i ciljevi rada	1
1.2. Metode istraživanja i izvori podataka	2
1.3. Sadržaj i struktura rada	2
2. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA	4
2.1. Važnost procjene vrijednosti poduzeća	4
2.2. Proces procjene vrijednosti	7
2.3. Problemi vrednovanja poduzeća	9
2.4. Najčešće korištene metode vrednovanja poduzeća	12
3. METODE USPOREDIVIH VRIJEDNOSTI	16
3.1. Definiranje metoda usporedivih vrijednosti	17
3.2. Usporediva poduzeća	19
3.3. Relativno vrednovanje	21
3.3.1. Multiplikator P/E	22
3.3.2. Multiplikator P/S	23
3.3.3. Multiplikator P/B	24
3.3.4. Multiplikator EV/EBITDA	24
3.3.5. Multiplikator EV/EBIT	25
4. PROCJENA VRIJEDNOSTI NA PRIMJERU PODUZEĆA BANK OF AMERICA	26
4.1. Općenito o poduzeću	26
4.1.1. Struktura dioničara	28
4.2. Analiza poslovnog okruženja	29
4.2.1. Analiza makroekonomskog okruženja	29
4.2.2. Analiza industrije	37
4.3. Analiza financijskih izvještaja poduzeća	40
4.3.1. Bilanca	40
4.3.2. Račun dobiti i gubitka	45
4.3.3. Novčani tok	48
4.4. Vrednovanje poduzeća pomoću metode multiplikatora	51
4.4.1. Multiplikator P/E	52
4.4.2. Multiplikator P/B	53
4.4.3. Multiplikator P/S, EV/EBITDA i EV/EBIT	55
4.4.4. „PEER“ Grupa	55
4.4.5. Usporedba dobivenih vrijednosti multiplikatora s odabranim poduzećima i procjena vrijednosti Bank of America	58
5. ZAKLJUČAK	62
Popis literature	63
Popis tablica	68
Popis slika	69
Popis grafikona	69

1. UVOD

1.1. Predmet i ciljevi rada

Predmet ovog rada jest procjena vrijednosti poduzeća s naglaskom na metode usporedivih vrijednosti. Za primjer je uzeto poduzeće Bank of America. Svako poduzeće ima svoju vrijednost, no procjena vrijednosti jest zahtjevan i složen zadatak u kojoj bi analitičar trebao biti nepristran, svjestan neizvjesnosti te znati proces vrednovanja pojednostaviti.

Postoji mnogo čimbenika koji utječu na vrijednost poduzeća, pa je tako razvijeno nekoliko modela i pristupa procjene njihove vrijednosti. Metode utvrđivanja vrijednosti dijele se na apsolutne i relativne.

Fokus ovog rada je na relativnim metodama procjene vrijednosti poduzeća, kod kojih se vrijednost utvrđuje pomoću multiplikatora. Cilj ovog diplomskog rada jest za početak analizirati zašto se uopće nekom poduzeću procjenjuje vrijednost, na koji se način poduzeće može procjenjivati i koji se problemi u samom procesu pojavljuju. Zatim detaljno istražiti multiplikatore vrijednosti koji se koriste za vrednovanje, te na kraju na konkretnom primjeru temeljitom analizom poslovanja odabranog poduzeća, kao i analizom njegovih financijskih izvještaja, procijeniti vrijednost poduzeća korištenjem metode usporedivih poduzeća (metode multiplikatora vrijednosti). Cilj je, dakle, na konkretnom primjeru poduzeća, napraviti analizu poslovnog okruženja. Sam proces započinje "top down" pristupom fundamentalne analize, koji kreće od analize makroekonomskog okruženja, odnosno PESTLE analizom, te se nadovezuje na analizu životnog vijeka industrije, i na kraju analizu unutarnjeg poslovanja pomoću financijskih izvještaja. Kao konačni cilj i temelj rada pretpostavlja se primjena multiplikatora vrijednosti u svrhu izračuna vrijednosti poduzeća.

U teorijskom smislu predmet istraživanja odnosi se na dodatno objašnjenje metoda vrednovanja poduzeća, dok će se u empirijskom smislu provesti analiza i izračun odabranih multiplikatora na primjeru poduzeća Bank of America, odnosno cilj je donijeti zaključak o fer vrijednosti odabranog poduzeća.

Vrednovanje poduzeća veoma je značajno pri donošenju poslovnih odluka, kupoprodajnim akcijama, kao i za pojedinačne investitore u trenutku kada odlučuju o kupnji dionica

određenog poduzeća. Iz tog razloga, stručni doprinos ovog rada je razumijevanje modela multiplikatora vrijednosti kroz primjer odabranog poduzeća iz bankarskog sektora te konkretan izračun vrijednosti poduzeća u danoj trenutnoj situaciji na tržištu. Ovim će se radom nastojati primijeniti teorijska saznanja prikupljena iz stručnih knjiga i članaka u svrhu provođenja analize poslovanja poduzeća Bank of America, kao i procjene njegove vrijednosti. Na temelju rezultata istraživanja utvrdit će se je li odabrano poduzeće trenutno precijenjeno ili podcijenjeno.

1.2. Metode istraživanja i izvori podataka

Teorijska podloga za pisanje ovog rada su brojni sekundarni izvori podataka i to ponajprije postojeća stručna i znanstvena literatura, knjige, publikacije, časopisi te aktualni članci i provedena istraživanja relevantna za temu procjena vrijednosti poduzeća. U drugom dijelu rada, kao izvor podataka ključnih za analizu i korištenje u izračunima koriste se različiti Web izvori s javno dostupnim podacima o poduzeću koji su potrebni za analizu. U izradi ovog rada korištene su različite metode i to: metode deskripcije, komparacije, analize, sinteze, indukcije, dedukcije i klasifikacije.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad se sastoji od šest cjelina, uključujući uvod i zaključak. U uvodnom dijelu definiran je predmet istraživanja, ciljevi koji se žele postići, te su navedeni korišteni izvori i metode prikupljanja podataka. Drugi dio rada obuhvatiti će osnovne pojmove vezane uz vrednovanje poduzeća, nužne za razumijevanje metoda i procesa vrednovanja poduzeća. U trećem dijelu rada biti će detaljno obrađena metoda vrednovanja poduzeća temeljena na multiplikatorima, te će se teorijski obraditi odabrani modeli tržišne kapitalizacije. Četvrti dio jest empirijski dio rada koji predstavlja analizu poslovanja odabranog poduzeća, analizu financijskih izvještaja te analizu poduzeća pomoću odabranih financijskih pokazatelja. Također, u tom dijelu rada rađen jest izračun vrijednosti multiplikatora poput P/E omjera, P/B omjera, EV/EBITDA omjera i dr. na temelju podataka vezanih za odabrano poduzeće. U istom dijelu rada napraviti ćemo i komparaciju dobivenih vrijednosti multiplikatora s odabranim poduzećima. Peti dio rada predstavlja zaključak, donesen na temelju teorijskog i empirijskog dijela.

2. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

Današnja ekonomska teorija u prvi plan stavlja vrijednost poduzeća kao ciljnu funkciju njegova poslovanja. U ekonomskoj teoriji i praksi postoje razni pristupi i metode vrednovanja poduzeća. *Vrijednost poduzeća u praksi različito se i razumijeva, ovisno o naručitelju odnosno interesu za rezultat procjene ili, najopćenitije, o svrsi i cilju vrednovanja. Može se stoga zaključiti da ne postoji jedinstveni način vrednovanja poduzeća. Svaki korisnik ima drukčiji koncept o tome što privredna vrijednost zapravo znači i može upotrijebiti drukčiju metodu ili kombinaciju metoda za izračunavanje vrijednosti posla.*¹ Procjena vrijednosti poduzeća je proces određivanja vrijednosti bilo običnih dionica poduzeća bilo njegove ukupne vrijednosti.² Vrednovanje poduzeća nije samo znanost, već i umjetnost. Svako vrednovanje mora iza sebe imati priču, način na koji si analitičar protumači to poduzeće. Procjena vrijednosti poduzeća temelji se na raznim modelima, pa bi netko možda rekao da se radi o objektivnom procesu. No, u mnogo slučajeva mišljenje o određenom poduzeću već je unaprijed formirano.

Nadalje, osim za vrlo mali podskup imovine, neizvjesnost će se uvijek vezati za procjene, pa tako i najbolje procjene imaju značajan prostor za pogreške. Nije moguće predvidjeti što će se dogoditi s poslovanjem poduzeća u budućnosti ili s gospodarskim kretanjima.

Iz navedenoga, može se zaključiti da vrednovati poduzeće nije nimalo lak posao, no ipak postoje metode i modeli koji proces olakšavaju. U nastavku ovog poglavlja detaljnije se obrađuju pitanja važnosti procjene vrijednosti imovine, proces same procjene te potencijalni problemi u procesu. Fokus zadnjeg dijela ovog poglavlja biti će navesti i pobliže objasniti najčešće korištene metode u procesu vrednovanja.

2.1. Važnost procjene vrijednosti poduzeća

*Vjerojatno se svaki poduzetnik ili, pak, svaki glavni direktor većeg poduzeća, odnosno svaki većinski vlasnik poduzeća od vremena do vremena zapita koliko vrijedi njegovo poduzeće ili neki njegov dio ili neki njegov konkretan posao.*³

¹ Perić, J. (2005) *Osnove vrednovanja poduzeća*. Fintrade&tours d.o.o., Rijeka. str. 36.

² Buble, M., Kulović, DŽ., Kuzman, S. (2010): *Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća*. Kemigrafika d.o.o., Sarajevo, str. 269.

³ Orsag S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest. str 46.

Procjena vrijednosti, općenito, nužan je uvjet za korektno donošenje odluke, bez obzira na to odnosi li se ona na odabir ulaganja u sklopu upravljanja portfeljem, na utvrđivanje kupoprodajne cijene u procesu preuzimanja ili na donošenje financijskih ili investicijskih izbora pri vođenju poslovanja.⁴ Cilj procjene vrijednosti je utvrđivanje očekivane vrijednosti imovine koja predstavlja onu cijenu po kojoj bi vlasništvo nad određenom imovinom razmijenili zainteresirani kupac i zainteresirani prodavatelj, prvi čemu prvi imovinu nije prisiljen kupiti, a drugi je nije prisiljen prodati i obojica su upoznata sa svim relevantnim činjenicama.⁵

Kako navodi Orsag (1997), govoreći o procjenjivanju poduzeća često se isprepliću pojmovi vrijednosti, cijene i mogućnosti kupca da plati za određeno poduzeće. Zbog toga je nužno definirati te pojmove kako bi se bolje razumio sam proces vrednovanja.

Prema njemu, definicije su sljedeće:

- **Vrijednost** nečega označava koliko nešto uopće vrijedi. Vrijednost može biti ili objektivna mjera usporedno s nečim sličnim ili može biti subjektivan osjećaj korisnosti nečega za osobu.
- **Cijena** je iznos koji kupac plaća za nešto. Cijena je u ovisnosti o vrijednosti, ali je stvar dogovora postignutog pregovorima u kupoprodaji.
- **Mogućnost** pojedinca da plati za nešto uvjetuje hoće li se ta kupoprodaja i realizirati. Vrednovanjem nuđene stvari za prodaju iznad mogućnosti kupca onemogućit će sam akt kupoprodaje bez obzira na uvjeravanja potencijalnog kupca da prezentira vrijednost predstavlja fer ponuđenu cijenu.

Prema Orsag (1997, str. 48), postoji mnogo faktora koji utječu na procjenu vrijednosti poduzeća, tj. vrijednosti njegove imovine. Varijable koje utječu na vrednovanje su sljedeće:

- | | |
|-----------------------------|----------------------------|
| ● Vrijednost imovine | ● Povijest poduzeća |
| ● Reputacija poduzeća | ● Rast |
| ● Projektirani rast | ● Kapacitet posuđivanja |
| ● Novčani tok | ● Projektirani novčani tok |
| ● Kompetentnost managementa | ● Kompetentnost zaposlenih |

⁴ Damodaran, A. Damodaran Online [online]. Dostupno na:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/background/valintro.htm [13. siječnja 2021.]

⁵ Chandra, P. (2008) *Financial Management: Theory and Practice*. 7th ed. New Delhi, India: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited, str. 771.

- Proizvodnja
- Tehnologija
- Legalna situacija ili prepreke
- Lakoća pokretanja
- Lokacija
- Rizik profitabilnosti investicije
- Mogućnost utjecaja na mušterije
- Poslovne performanse i pokazatelji
- Fizički izgled
- Ekonomski izgledi
- Tržišni udio
- Alternativni oportuniteti
- Potencijal
- Odnos nekretnina i najma
- Goodwill
- Ranjivost
- Troškovna konkurentnost
- Komparabilna poduzeća
- Kvaliteta i konkurentnost proizvoda i usluga
- Poželjnost industrije
- Rizik povrata investicije
- Mogućnost utjecaja na cijene
- Ograničenje za ulaz
- Specijalne licence, patenti, franšize
- Stanje poslovnih knjiga i izvještaja
- Politički izgledi
- Porezna razmatranja
- Sposobnost plaćanja
- Radni uvjeti
- Neopipljivost
- Superiornost
- Mogućnost utjecaja na troškove

Navedene, i mnoge druge varijable utječu na procjenu vrijednosti poduzeća i njegovih imovinskih oblika u određeno vrijeme.

Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012, str. 19-20), uloga procjene vrijednosti ovisi o području unutar kojeg se upotrebljava;

- Upravljanje portfeljem,
- Analiza preuzimanja ili
- Poslovne financije.

Svrha procjene vrijednosti ovisi o razlozima njezine provedbe te definira metodologiju koja će se primijeniti. Orsag (1997, str. 49) navodi neke moguće razloge za vrednovanje poduzeća, odnosno njegove imovine:

- Kupoprodaja poduzeća, njegova dijela ili njegove vlasničke glavnice
- Fuzija poduzeća
- Razgolićavanje poduzeća
- Kriza poduzeća i njezino rješavanje
- Legalne potrebe

- Osiguranje imovine, kredita i sl.
- Sudski sporovi i rješenja
- Fiskalne potrebe
- Drugi razlozi.

Razlozi za vrednovanje mogu se razvrstati na one koji zavise i one koji ne zavise o potrebama i volji poslovnog subjekta. Razlozi koji ovise o volji subjekta koji se procjenjuje najčešće dovode do promjene vlasništva i to zbog sljedećih razloga: kupnje ili prodaje poduzeća tj. njegovog dijela, ulaska ili istupanja partnera iz poduzeća, otpremnina i poravnanja s vlasnicima kapitala. U one koji ne ovise o volji subjekta ubrajaju se stručni poslovi vezani uz iskazivanje imovinskog i financijskog položaja poduzeća u bilancama stanja. Kod ovog tipa razloga za procjenjivanje bitno je naglasiti da u pravilu ne dolazi do promjene vlasništva jer se radi o razlozima na osnovi zakonskih propisa ili su razlozi vezani uz odredbe koje predviđaju razni poslovni ugovori i druge isprave u sličnim slučajevima.⁶

2.2. Proces procjene vrijednosti

Kao što se može vidjeti na slici 1, analitičar u postupku procjene poduzeća treba poduzeti sljedeće korake:⁷

- 1. Analiza poslovanja poduzeća.** Ovaj korak uključuje analizu industrije u kojoj poduzeće posluje, njezino postojeće stanje i perspektivu. Obuhvaća i analizu poslovne strategije te konkurentsku strategiju procjenjivanog poduzeća. Analiza industrije, poslovne strategije i konkurentске strategije, skupa s analizom financijskih izvještaja, pomaže analitičaru pri prognoziranju očekivanih poslovnih rezultata određenog poduzeća u određenom razdoblju vrednovanja.
- 2. Prognoza poslovanja poduzeća.** Pod ovih korakom uključene su prognoze prihoda od prodaje, zarada i financijske pozicije poduzeća, i to najčešće kroz izradu pro forma financijskih izvještaja. U tim financijskih izvještajima nalaze se varijable koje služe kao ulazni podaci u modelima vrednovanja poduzeća.

⁶ Koletnik, F. (1991) *Koliko vrijedi poduzeće: teorijski i praktični aspekti vrednovanja poduzeća*. Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb. str. 20.-21.

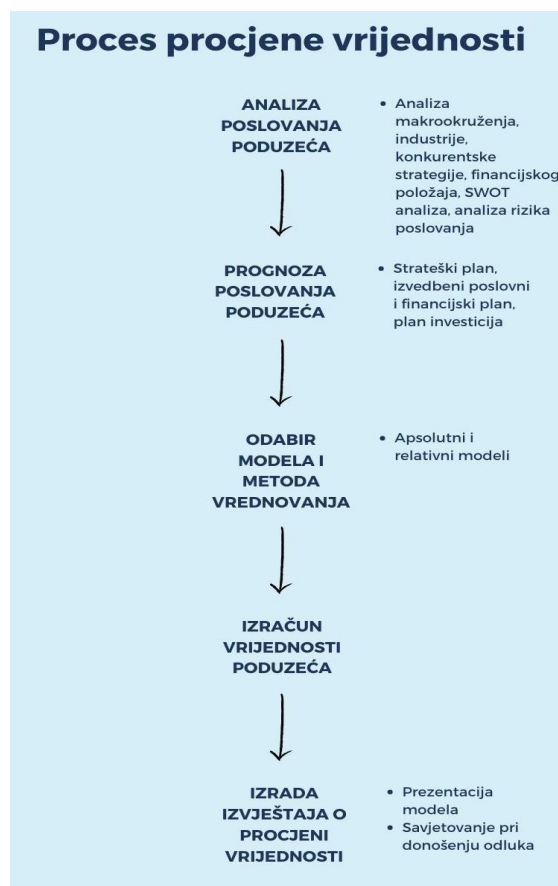
⁷ Copeland, T., Koller, T. i Murrin, J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd edition, John Wiley & Sons, INC.

3. **Odabir adekvatnih modela vrednovanja.** S obzirom na provedene analize i prognoze poslovanja poduzeća, zadatak je analitičara da odabira metode koje su najprikladnije za procjenu. Vrlo često, analitičari se susreću s nedostatkom i ograničenim brojem dostupnih podataka, kao i s ograničenjima kod postavljanja pretpostavki na kojima temelje financijske prognoze. Imajući na umu određena ograničenja, analitičar će odlučiti o tome koja metoda ili metode vrednovanja su najprikladnije za određeno poduzeće.
4. **Upotreba financijskih prognoza u modelima procjene i izračun vrijednosti poduzeća.** Financijske prognoze podloga su za izračun očekivanih slobodnih novčanih tokova, rezidualnog dohotka i drugih varijabli koje se upotrebljavaju u procesu vrednovanja.
5. **Donošenje poslovne odluke za koju je temelj upravo procijenjena vrijednost poduzeća.** Analitičar dostavlja naručitelju procjene Izvještaj o procjeni vrijednosti⁸ koji je postao industrijski standard kad se govori o prezentaciji modela procjene vrijednosti klijentu i/ili javnosti. Uobičajeni elementi izvještaja su makroekonomski pregled domicilne zemlje procjenjivanog poduzeća, pregled industrije i tržišta na kojem je aktivno, pregled samoga procjenjivanog poduzeća, što može uključivati njegove osnovne operativne i tehničke karakteristike, povijesni pregled, SWOT analizu i slično te povijesne financijske izvještaje, zatim objašnjenje metodologija korištenih pri procjeni vrijednosti, procjenu vrijednosti odabranim metodama procjene te zaključak procjene vrijednosti.

Sve navedeno se često, uz glavni dokument, dostavlja i u obliku prezentacijskog materijala, kako bi se naručitelju procjene olakšalo razumijevanje rezultat procjene i eventualnog raspona procijenjene vrijednosti.

⁸ Bobik, C. (2005) *Deliverables of the Investment Bank*. U: M&A Process. Popratni materijal edukacijskog tečaja CA IB Corporate Finance Analyst Training Program (2005), str. 12-13.

Slika 1.: Proces procjene vrijednosti



Izvor: izrada autora prema Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb, str. 21.

2.3. Problemi vrednovanja poduzeća

Mnogi čimbenici koji utječu na vrijednost poduzeća te mogućnost korištenja različitih koncepata i metoda procjenjivanja vrijednosti, samo su dio problema pred kojima se nalazi procjenitelj nekog poduzeća.⁹ Prema Orsag (1997., str. 50) *vrednovanje poduzeća subjektivan je proces*. Damodaran (2006, str. 2.-9.) navodi kako se gotovo nikad ne počinje proces

⁹ Peterson C. D. (1990.) *How to sell your business*. McGraw-Hill Publishing Company, Chicago.

vrednovanja poduzeća bez prethodnih saznanja o istome. Prečesto je mišljenje o tvrtki već formirano prije stavljanja brojeva u modele koji se koriste i ne iznenađuje da zaključci odražavaju pristranost. Nadalje, definira sljedeće pojmove.

Izvori pristranosti Pristranost u procjeni počinje s poduzećima koja se biraju za procjenu. Ti izbori gotovo nikada nisu slučajni. Razne informacije koje se mogu pronaći u tisku ili na internetu vezane za to kako je neko poduzeće podcijenjeno ili precijenjeno oblikuju određeno mišljenje procjenitelja prije no što se krene u sam proces procjene. Pristranost se povećava skupljajući informacije potrebne za procjenu poduzeća. Nadalje, kod mnogih velikih poduzeća lako je saznati što analitičari koji prate dionice misle o tim poduzećima. A tu je i procjena vrijednosti samog tržišta - tržišna cijena - koja također utječe na mišljenje procjenitelja.

Manifestacija pristranosti Pogledi na poduzeće mogu se manifestirati u vrijednosti na tri načina. Prvi je *ulaznim podacima* koji se koriste u procjeni. Pri procesu procjene vrijednosti poduzeća, konstantno se moraju koristiti pretpostavke da bi se proces mogao nastaviti. Te pretpostavke mogu biti optimistične ili pesimistične. Put koji procjenitelj odabere odražavati će njegove prijašnje sklonosti, te na koncu utjecati na rezultat analize. Drugi je način tzv. *krpanje nakon procjene vrijednosti*, a radi se o revidiranju pretpostavki nakon procjene u pokušaju da se približe vrijednosti koju se očekuje postići prije no što se započne s vrednovanjem. Treći način ostavlja vrijednost nepromijenjenom, ali atributira razliku između procijenjene vrijednosti i one za koju se misli da je prava *kvalitativnim faktorima* (npr. sinergija ili strateški razvoj). Ovo je uobičajeno sredstvo u procesu procjene vrijednosti kada se od analitičara traži da opravda ono što se ne da opravdati. Zapravo, upotrebom premija i diskonta kojima se povećava ili smanjuje procijenjena vrijednost, otvara prostor za pristranost u procesu. Subjektivnost se ne može eliminirati iz procesa vrednovanja poduzeća, međutim može se pokušati smanjiti njen utjecaj. Također, drugi problem do kojega se dolazi u procesu vrednovanja poduzeća jest neizvjesnost. Neizvjesnost se uvijek veže za vrednovanje poduzeća, pa tako i najbolje procjene imaju prostor za pogreške.

Izvori neizvjesnosti Neizvjesnost se javlja, kako u vrijeme kada se vrednuje poslovanje, tako i tijekom vremena kada se procjena razvija kako se pribavljaju nove informacije. Te informacije odnose se na poduzeće koje je predmet procjene, općenito na sektor u kojem poduzeće posluje te na opće informacije vezane za gospodarstvo. Bez obzira kada se vrši

procjena vrijednosti poduzeća, radi se o prognoziranju budućnosti. Procjene vrijednosti mogu biti krive iz mnogo razloga, a mogu se razvrstati u tri grupe.

1. Neizvjesnost procjena. Čak i ako su izvori informacija besprijekorni, sirova informacija treba se pretvoriti u ulazne podatke koji se koriste u modelima. Bilo koja kriva procjena učinjena u bilo kojoj fazi procesa uzrokovati će pogrešku u procjeni.
2. Neizvjesnost poduzeća. Put koji analitičar predvidi za poduzeće može se pokazati pogrešnim. Rezultati poduzeća mogu biti puno bolji ili puno lošiji od onoga što analitičar očekuje.
3. Makroekonomska neizvjesnost. Čak i ako se poduzeće razvija upravo onako kako je analitičar to i predvidio, makroekonomsko se okruženje može promijeniti na nepredvidive načine. Kamatne stope mogu ići gore ili dolje i gospodarstvo može biti bolje ili gore no ono što se očekivalo. Te će makroekonomske promjene također utjecati na vrijednost.

Doprinos svakog tipa neizvjesnosti na sveopću nesigurnost povezanu s procjenom vrijednosti varira od poduzeća do poduzeća. Ako se vrednuje zrela ciklično ili proizvodno poduzeće, najvjerojatnije će makroekonomska neizvjesnost biti najveći faktor koji uzrokuje odstupanje stvarnih od očekivanih brojki. Vrednovanje mladog tehnološkog poduzeća može izložiti analitičare mnogo većoj nesigurnosti vezanoj za procjenu i poduzeće.

Pokušavajući stvoriti najbolje pretpostavke o neizvjesnoj budućnosti, nelagoda u procesu procjene povećava se kako se ide od vrednovanja stabilnih poduzeća prema rastućima, od zrelih prema mladim i od vrednovanja poduzeća s razvijenih tržišta prema onih s tržišta u razvoju.

Još jedan problem koji se javlja u procesu vrednovanja poduzeća odnosi se na složenost vrednovanja. S jedne strane dostupnost i količina informacija konstantno se povećavaju, dok s druge strane računala i kalkulatori postali sve moćniji i pristupačniji. Iz tih su razloga i modeli vrednovanja postali složeniji.

Više ili manje detalja Glavno pitanje koje se postavlja jest u koliko bi se detalja trebalo ići u procesu vrednovanja. Više detalja daje analitičarima mogućnost da koriste specifične informacije kako bi izradili bolje prognoze svake pojedine stavke. No, više detalja stvara potrebu za više ulaznih podataka, s potencijalom greške u svakom i generira kompliciranije modele.

Trošak složenosti Drugo je pitanje koliko bi složen model vrednovanja trebao biti. Kako modeli postaju složeniji, neki od troškova koje plaćamo su:

- Prevelik teret informacija. Prevelika količina suprotstavljenih informacija može dovesti do lošeg izbora ulaznih podataka.
- Sindrom crne kutije. Modeli postaju toliko komplicirani da analitičari koji ih koriste više ne razumiju njihov unutarnji rad.
- Velike nasuprot malim pretpostavkama. Teško je razlučiti koje su pretpostavke u tom mnoštvu više, a koje manje važne.

Načelo štedljivosti Navedeno načelo potiče korištenje najjednostavnijih mogućih objašnjenja prije no što se pređe u kompliciranija. Drugim riječima, ako je moguće vrednovati imovinu s tri ulazna podatka, nema potrebe koristiti pet.¹⁰

2.4. Najčešće korištene metode vrednovanja poduzeća

Za vrednovanje poduzeća, bitno je odabrati odgovarajuću metodu kako bi procijenjena vrijednosti bila pouzdana. Procjeni vrijednosti poduzeća moguće je pristupiti raznim metodama. Dvije osnovne vrste modela vrednovanja proizašle iz *going-concern* koncepcije vrijednosti jesu apsolutni i relativni modeli vrednovanja.¹¹

Apsolutni modeli vrednovanja razlikuju se od relativnih modela, koji određuju vrijednost poduzeća uspoređujući ga s konkurencijom u istoj industriji ili sektoru.¹² *U temeljne apsolutne modele vrednovanja svrstavaju se modeli sadašnje vrijednosti. Logika navedenih modela je da je vrijednost imovine povezana s očekivanim prinosima od ulaganja. Prinosi se mogu izraziti u raznim oblicima, kao očekivani novčani tokovi, rezidualni dohodak ili dividende.*¹³ Najviše korišten model sadašnje vrijednosti jest model sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova. Ovaj je model posebno primjenjiv na poduzeća koja ne isplaćuju dividende, ali može se koristiti za sva poduzeća.

¹⁰ Damodaran, A. (2006) *Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., str. 2.-8.

¹¹ Stowe, D. John et al. (2002) *Analysis of Equity Investments - Valuation*. Baltimore; United Book Press, str. 18.

¹² Chen J. (2020) Absolute Value [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/a/absolute-value.asp> [27.veljače 2021]

¹³ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb, str. 25.

Prema Leko V., Vlahović A., i Poznanić V. (1997), osnovni zadatak modela sadašnje vrijednosti jest projicirati buduće rezultate poslovanja poduzeća. Ovaj model podrazumijeva da je vrijednost poduzeća jednaka sadašnjoj vrijednosti budućih neto novčanih tokova. Drugim riječima po ovom modelu, vrijednost poduzeća utvrđuje se na bazi očekivane vrijednosti budućih neto priljeva koje će to poduzeće ostvariti u određenom budućem periodu. To znači da ukoliko procjenitelj koristi ovaj model, on je spreman da sa odgovarajućim rizikom predvidi poslovanje u budućem vremenu.¹⁴

Dionica ne podrazumijeva samo financijsku imovinu, već je ona i rezidualna tražbina prema zaradama i imovini dioničkog društva. U tom je smislu dionica i tražbina prema učincima investicija tog društva. U ovom modelu radi se o sadašnjoj, diskontiranoj vrijednosti očekivanih novčanih tokova, i to ukupnih novčanih tokova raspoloživih za sve investitore ili za sve dioničare. Ti se novčani tokovi obično označavaju kao slobodni novčani tokovi jer uvažavaju potrebe društva za investicije kojima će se povećavati očekivani novčani tokovi. Tradicionalno, novčani tok se aproksimira kao zarade nakon kamata i poreza, tj. neto zarade uvećane za nenovčane troškove, tj. nenovčane rashode (amortizacija). Zbog toga se tradicionalni novčani tok poduzeća često označava kao zarade nakon kamata i poreza uvećane za amortizaciju. Pod pojmom slobodni novčani tok podrazumijeva se novčani tok raspoloživ investitorima, odnosno ukupni novčani tok umanjen za investicije u fiksnu imovinu i u povećanje neto obrtnog kapitala. Slobodni novčani tok raspoloživ je poduzeću koje ga ostvaruje za različite namjene poput vraćanja dugova, plaćanja ugovorenih kamata, te za distribuciju vlasnicima poduzeća. Navedeni novčani tok naziva se slobodni novčani tok za poduzeće, odnosno za sve investitore (eng. *FCFF - Free Cash Flow Firm*).¹⁵ Prema Bodie, Kane i Marcus (2010, str. 418.), računa se na sljedeći način:

$$FCFF = EBIT(1 - t_c) + \textit{amortizacija} - \textit{promjena kapitalnih izdataka} - \textit{promjena radnog kapitala}$$

gdje t_c označava stopu poreza.

Alternativno, fokus se stavlja na obične dioničare. S obzirom na to da za dioničare nije raspoloživ onaj dio poslovnog slobodnog novčanog toka koji je namijenjen za distribuciju kamata vjerovnicima, kada se taj poslovni novčani rok umanjuje za distribuciju kamata govori se

¹⁴ Koletnik, F. (1991) *Koliko vrijedi poduzeće: teorijski i praktični aspekti vrednovanja poduzeća*. Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb.

¹⁵ Orsag S. (2015) *Investicijska analiza*. Zagreb: Avantis. str. 596.-600.

o slobodnom novčanom toku za dioničare. Razlika jest u tome što je ovdje riječ o užem obuhvatu slobodnog novčanog toka koji se odnosi samo na dio cjelokupne vrijednosti poduzeća, na vlasničku glavnici (eng. *FCFE - Free Cash Flow Equity*).¹⁶

Računa se na sljedeći način:¹⁷

$$FCFE = FCFE - \text{trošak kamata} \times (1 - t_c) + \text{promjena neto duga}$$

Drugi model poznat je pod imenom model rezidualnog dohotka jer se temelji na očekivanom rezidualnom dohotku kojeg će određeno poduzeće ostvariti u budućem promatranom razdoblju. Drugim riječima, rezidualni dohodak određen je kao neto dobit poduzeća umanjena za trošak vlastitog kapitala koja zajedno s kapitalom investitora predstavlja neto dobit.¹⁸

Kako se metoda diskontiranih novčanih tokova oslanja na procjenu novčanih tokova za predvidivo buduće razdoblje – pet ili deset godina – sasvim je jasno da poduzeće protekom tog vremena ima određenu vrijednost, odnosno rezidualnu vrijednost. Postoje dvije mogućnosti izračuna rezidualne vrijednosti. Prvi pristup je pristup gdje se pretpostavlja prestanak poslovanja pri čemu se u obzir uzima likvidacijska vrijednost poduzeća, dok je drugi vezan uz pretpostavku kontinuiteta daljnjeg poslovanja poduzeća pri kojoj se rezidualna vrijednost računa kao vrijednost budućih zarada poduzeća.¹⁹

Za poduzeća se, ulaskom u dugoročno razdoblje stabilnog rasta te izjednačavanjem njegove vrijednosti s tzv. rezidualnom vrijednošću (eng. *terminal value* ili *continuing value* ili *residual value*), očekuje ostvarivanje konstantnih marži, konstantnog obrtaja kapitala i konstantnog prinosa na običnu glavnici i nove investicije.²⁰ Za izračun sadašnje vrijednosti rezidualne vrijednosti koristi se sljedeća formula:

$$\text{Rezidualna vrijednost} = \frac{\text{slobodni novčani tok na kraju razdoblja} \times (1 + \text{konstantna stopa rasta})}{\text{trošak kapitala} - \text{konstantna stopa rasta}}$$

¹⁶ *Ibid.*, str. 600.-602.

¹⁷ Bodie Z., Kane A., Marcus A. J., (2010) *Essentials of Investments*. Eighth Edition. McGraw Hill. International Edition. str. 419.

¹⁸ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb, str. 25.-26.

¹⁹ Orsag, S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 121.-122.

²⁰ Sprčić, D. M. & Sulje, O. O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet, str. 121.

Treći model je model diskontiranih dividendi koji se prvenstveno koristi za određivanje vrijednosti po dionici.²¹ Ako bi se promatrao ulagač koji kupuje određenu dionicu s namjerom prodaje za godinu dana, intrinzična je vrijednost dionice sadašnja vrijednost dividendi primljenih na kraju prve godine i očekivane prodajne cijene. Ako bi taj isti ulagač dionicu namjeravao prodati nakon nekoliko godina, prema modelu diskontiranih dividendi, intrinzična vrijednost dionice u tom slučaju dobila bi se na sljedeći način:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

Prema navedenoj jednadžbi, cijena dionice jednaka je sadašnjoj vrijednosti svih očekivanih budućih dividendi u beskonačno. Navedena formula naziva se *model diskontiranja dividendi (DDM)* cijena dionica. Bilo bi neispravno iz formule zaključiti kako se DDM usredotočuje samo na dividende, te zanemaruje kapitalne dobitke kao razloge ulaganja u dionicu. Kapitalni su dobitci odraženi u budućoj očekivanoj prodajnoj cijeni, koja zapravo ovisi o procjeni budućih dividendi. Dakle, kapitalne dobitke određuje iznos procijenjene dividende u vrijeme prodaje dionice. Model diskontiranih dividendi govori da su cijene dionica određene novčanim tokovima koji pritječu dioničarima, tj. dividendama.

S obzirom na to da navedena jednadžba za DDM zahtijeva procjenjivanje dividendi svake godine u neodređenu budućnost, ista nije jako korisna za vrednovanje dionica. Ona se pojednostavljuje na način da se pretpostavlja stalna stopa rasta dividendi (oznaka je g). Jednadžba je sljedeća:

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g}$$

Navedena jednadžba naziva se DDM model konstantnog rasta ili Gordonov model. Ovaj model često se koristi, no valja na umu imati i njegove pretpostavke i ograničenja. Po ovom modelu, cijena dionice bit će veća kada je:

1. veće očekivane dividende po dionici
2. manja tržišna stopa kapitalizacije (k)
3. veća očekivana stopa rasta dividendi.²²

²¹ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb, str. 25.-26.

²² Bodie Z., Kane A., Marcus A. J., (2010) *Essentials of Investments*. Eighth Edition. McGraw Hill. International Edition. str. 398.-401.

S druge strane, prema Damodaran (2006), u relativnoj procjeni vrednuje se imovina na temelju cijena koje su na tržištu određene za sličnu imovinu. Relativno vrednovanje detaljnije je objašnjeno u idućem poglavlju.

3. METODE USPOREDIVIH VRIJEDNOSTI

Svi investitori žele doći do spoznaje o vrijednosti neke imovine u najkraćem mogućem roku. Procjena poduzeća metodom diskontiranja novčanih tokova dugoročan je proces, pa se u iz razloga nedostatka vremena ili ograničene dostupnosti informacijama, investitori nerijetko okreću relativnom vrednovanju određene imovine. Na taj se način usporediva vrijednost javlja kao pojednostavljeni način vrednovanja imovine. Dakle, procjenjuje se imovina na osnovi cijena koje je tržište odredilo sličnoj imovini. Za početak, odabire se usporediva imovina (poduzeće) kojoj je tržište već odredilo cijenu, te se zatim tržišne cijene svode na zajedničku varijablu te se na poslijetku prilagođavaju kako bi se prebrodile postojeće razlike u imovini i omogućila usporedba dviju kategorija.²³ Damodaran (2002) navodi kako se u skoro 90% procjena s ciljem investiranja i 50% procjena s ciljem akvizicija koriste kombinacije multiplikatora usporedivih vrijednosti, tj. relativno vrednovanje.²⁴

Iako se relativno vrednovanje često koristi u praksi, ne postoji puno provedenih istraživanja usmjerenih na kvalitetu izvedbe različitih multiplikatora vrijednosti. U nastavku navedena su neka od istraživanja usmjerenih na multiplikatore i učinkovitost njihove upotrebe. Damodaran (2002) navodi kako se upotreba multiplikatora uvelike razlikuje u različitim sektorima, pri čemu EV/EBITDA multiplikatori dominiraju kod vrednovanja infrastrukturnih djelatnosti (npr. telekomunikacije), dok P/B omjer dominira u financijskom sektoru.²⁵ Fernandez (2001) iznosi dokaze o relativnoj popularnosti različitih multiplikatora u istraživačkom ogranku jedne investicijske banke - Morgan Stanley Europe - i napominje kako se najviše upotrebljavaju P/E omjeri te EV/EBITDA omjeri.²⁶ Nadalje, Liu, Nissim i Thomas (2002) uspoređuju različite multiplikatore promatrajući 19.879 poduzeća, u godinama između 1982. i 1999. Oni sugeriraju kako budući P/E omjer (*forward P/E*) najbolje i najtočnije procjenjuje vrijednost poduzeća, multiplikatori EV/EBITDa i P/B su negdje u sredini, dok je P/S multiplikator najmanje precizan i točan. Primjećuju kako, suprotno popularnom mišljenju da svaka industrija ima multiplikator koji najbolje može procijeniti vrijednost

²³ Damodaran, A. (2006) *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*. Drugo izdanje. str. 233.-234.

²⁴ Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation*. Second Edition. John Wiley and Sons, New York.

²⁵ Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation*. Second Edition. John Wiley and Sons, New York.

²⁶ Fernandez, P. (2001) *Valuation using multiples*. How do analysts reach their conclusions? Working Paper. IESE Business School. [online] Dostupno na: <http://pruss.narod.ru/ValMult.pdf> [23. ožujka 2021]

poduzeća u toj industriji, rangirani multiplikatori pokazuju konzistenciju u svim industrijama.²⁷ Lie i Lie (2002) ispituju 10 različitih multiplikatora u 8.621 poduzeća između 1998. i 1999. godine, te dolaze do sličnih zaključaka.²⁸

3.1. Definiranje metoda usporedivih vrijednosti

Prema Orsag (2015, str. 57.), utvrđivanje sadašnje vrijednosti očekivanih novčanih tokova nije jednostavan posao te se stoga ekonomska vrijednost nekog investicijskog vrijednosnog papira utvrđuje pojednostavljeno kao usporediva vrijednost. To može biti utvrđivanje vrijednosti prema nekom usporedivom poduzeću, ili, ako se vrednuje cijelo poduzeće, prema nekoj usporedivoj transakciji. Na taj se način usporediva vrijednost javlja kao drugi, pojednostavljeni način utvrđivanja ekonomske vrijednosti.

Multiplikatori koji se koriste u relativnom vrednovanju mogu se podijeliti u dvije kategorije prema Suozzo, Cooper, Sutherland i Deng (2001), a to su:

- **Multiplikatori na vrijednost poduzeća** koji izražavaju vrijednost poduzeća u cijelosti, relevantna za sve vlasnike poduzeća kao i za kreditore. Odnosi se na prihode od prodaje ili EBIT. Multiplikatori vrijednosti povezuju vrijednost poduzeća s jednom od mjera uspješnosti poslovanja (najčešće mjera zarada prije kamata). Jedan od glavnih razloga za korištenje multiplikatora vrijednosti, a ne multiplikatora kapitala je taj da su multiplikatori vrijednosti manje podložni utjecaju financijske zaduženosti što je pogotovo bitno pri procjeni poduzeća koja su visoko zadužena.²⁹
- **Multiplikatore na vrijednost obične glavnice** koji se odnose na vrijednost poduzeća ili novčanih tokova za dioničare. Odnosi se na iznos koji ostane na raspolaganju nakon što su kreditori podmireni. Ti se multiplikatori računaju na knjigovodstvenu vrijednost obične glavnice ili na neto dobit.

²⁷ Liu J., Nissim D., i Thomas, J. (2002) *Equity Valuation Using Multiples*. Journal of Accounting Research. [online] Dostupno na: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=41102012608211711209212212207010211806505207305806800512206811712200111000612302201505604000512307009800508308202603403807902209310312408811601412210607400705702007711708111209809112500112011607306511201000602411512707011901108600107097118065&EXT=pdf&INDEX=TRUE> [23. ožujka 2021]

²⁸ Lie E., Lie H. J., (2002) *Multiples Used to Estimate Corporate Value*. Financial Analysts Journal. [online] Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/228226656_Multiples_Used_to_Estimate_Corporate_Value [23. ožujka 2021]

²⁹ Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. & Stowe, J. D., 2015. *Equity asset valuation*. 2nd ur. Hoboken New Jersey: CFA Institute Investment Series, Wiley. str. 320.

Damodaran (2006) iznosi kako je svaki multiplikator funkcija tri varijable - rizika, rasta i potencijala generiranja novčanih tokova. Intuitivno je onda da poduzeća s većim stopama rasta, manjim rizikom i većim potencijalom generiranja novčanih tokova trguju se većim multiplikatorima od onih poduzeća koja imaju nižu stopu rasta, viši rizik i manji potencijal generiranja novčanih tokova.³⁰ Neke od prednosti i nedostataka metode multiplikatora usporedivih poduzeća navedene su u nastavku.

Prednosti:

- ovom metodom dolazi se do prihvatljive aproksimacije vrijednosti određenog poduzeća u odnosu na druga slična poduzeća na tržištu,
- podaci o usporedivim poduzećima lako su dostupni,
- procjena vrijednosti provodi se izravno "s tržišta", bez potrebe za korištenjem različitih pretpostavki i prognoza.

Nedostaci:

- ova metoda osjetljiva je na neispravno određene tržišne cijene - npr., ako su usporediva poduzeća precijenjena, procjena bi rezultirala previsokom vrijednošću,
- koristeći multiplikatore usporedivih poduzeća dolazi se do tržišne vrijednosti poduzeća - da bi se izračunala vrijednosti preuzimanja, potrebno je dodatno utvrditi premiju za preuzimanje,
- analiza može biti netočna jer je u nju teško uključiti bilo kakve specifične planove vezane uz poduzeće koje se procjenjuje,
- povijesni podaci koji se koriste za procjenu premije za preuzimanje mogu biti zastarjeli ili neprikladni za poduzeće koje se procjenjuje.³¹

Kada se govori o korištenju multiplikatora, mogu biti upotrijebljeni na dva načina. Jedan je već spomenut, a to je uspoređivanje multiplikatora s onima drugih poduzeća, sektora ili tržišta. Drugi jest uspoređivanje trenutnih multiplikatora nekog poduzeća s prošlim multiplikatorima tog istog poduzeća, u nekom usporedivom vremenu u prošlosti.³²

³⁰ Damodaran A. (2006) *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Stern School of Business. [online] Dostupno na: <https://www.iberfinance.nl/app/download/6004295263/Valuation+approaches+and+metrics.pdf?t=1378126502> [23. ožujka 2021]

³¹ CFA Institute (2009) *Corporate Finance: CFA Program Curriculum - Volume 3 - Level II 2009*. Boston, USA: Pearson Custom Publishing, str. 272-273.

³² Suozzo P., Cooper S., Sutherland G., Deng Z., (2001) *Valuation Multiples: A Primer*. Global Equity Research. UBS Warburg. [online] Dostupno na: <http://www.rgquintero.com/media/91f679831d8e9521ffff80e8ffffe906.pdf> [23. ožujka 2021]

U nastavku rada detaljnije se definira "peer" grupa, tj. potencijalna usporediva poduzeća.

3.2. Usporediva poduzeća

Pri korištenju multiplikatora koriste se usporediva poduzeća pri donošenju odluke o vrijednosti nekog poduzeća. No što su zapravo ta usporediva poduzeća? Primjenom usporedivih veličina nastoji se ukloniti ograničenje veličine društava koja se uspoređuju. Naime, usporedba pojedinih pozicija u apsolutnim iznosima nemoguća je između malog i velikog poduzeća. Međutim, kada se usporede udjeli odnosno relativne veličine, mogu se raditi usporedbe.³³ Usporediva je vrijednost relativna vrijednost koja ovisi o osnovici s kojom se uspoređuje. To bi trebala biti neka standardna veličina, odnosno u žargonu „*benchmark*“. *Benchmark* bi trebao biti neka usporediva dionica ili usporediva investicija za koju se vjeruje da joj je tržište odredilo pravičnu vrijednost. Na taj se način može proces vrednovanja investicije objektivizirati usporedbom s nečim za što se vjeruje da ima fer tržišnu cijenu. Kako se kod usporedbi uvijek javljaju problemi usporedivosti, utvrđivanje relativne vrijednosti u pravilu je zahtjevan posao koji traži i značajno iskustvo analitičara.³⁴

Proces vrednovanja poduzeća započinje identificiranjem usporedivih poduzeća odnosno "peer" grupe. Pojam "peer" grupa podrazumijeva sva poduzeća koja imaju novčane tokove slične jedni drugima, potencijal rasta i rizik kao vrednovano poduzeće. U ovoj definiciji nema komponente koja se odnosi na industriju ili sektor kojem poduzeće pripada. Dakle, telekomunikacijsko poduzeće može se uspoređivati sa softverskim ako su identična u smislu novčanih tokova, rasta i rizika. Međutim, u većini analiza analitičari definiraju usporediva poduzeća kao druga poduzeća u djelatnosti ili djelatnostima u kojima je poduzeće koje se vrednuje. Ako ima dovoljno poduzeća u industriji da to dozvoli, lista se dodatno skraćuje upotrebom drugih kriterija; na primjer, mogu se razmatrati samo poduzeća slične veličine. Ovo implicira da poduzeća istog sektora imaju sličan rizik, rast i profil novčanog toka i zato se mogu uspoređivati s mnogo više opravdanosti.³⁵

U literaturi se spominju dva pristupa pri izboru "peer" grupe. Prvi podrazumijeva kategoriziranje poduzeća zajedno u "peer" grupe na temelju industrije u kojoj poduzeća posluju. Internacionalno priznat sustavi klasifikacije, poput SIC-a (eng. *Standard Industry*

³³ Orsag S. (2015) *Investicijska analiza*. Zagreb: Avantis. str. 623.

³⁴ Orsag S. (2015) *Investicijska analiza*. Zagreb: Avantis. str. 57.

³⁵ Damodaran, A. (2006) *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*. Drugo izdanje. str. 247.-248.

Classification) ili GICS-a (eng. *Global Industry Classification Standard*), mogu biti korišteni pri grupiranju sličnih poduzeća prema industrijama. Međutim, poduzeća iz istih industrija mogu biti prilično različita prema poslovnim modelima ili strukturi prodaje, na primjer. Iz tog razloga dolazi se do alternativnog pristupa selekcije "peer" grupe, a to je kategorizacija u iste prema njihovim fundamentalnim vrijednostima.³⁶

Boatman i Baskin (1981, str. 52) uspoređuju preciznost P/E omjera, koristeći prvo slučajni uzorak poduzeća iz istog sektora, a zatim uži skup poduzeća sa sličnom prosječnom desetogodišnjom stopom rasta zarada, i zaključuju kako su preciznije procjene dobivene koristeći drugi skup.

Mnogo je teže primijeniti ovaj pristup kada u sektoru ima relativno malo poduzeća. Također je teško definirati usporediva poduzeća u istom sektoru ako su velike razlike u riziku, rastu i profilima novčanog toka između poduzeća sektora. Kompromis je stoga jednostavan. Šira definicija industrije povećava broj usporedivih poduzeća, ali i rezultira diverzificiranijom grupom poduzeća.

Bez obzira kako se pažljivo sastavi lista usporedivih poduzeća, vjerojatno će ipak postojati neke razlike u odnosu na poduzeće koje se procjenjuje. Problemi koji se mogu javiti tijekom odabira usporedivih poduzeća jesu:³⁷

- neusporedivost veličina između poduzeća
- manjak konkurencije u industrijskoj grani
- nepostojanje javno dostupnih podataka.

Naposljetku, Cheng i McNamara (2000) te Bhojraj, Lee i Oler (2003) dolaze do zaključka kako izbor usporedivih poduzeća koristeći kombinaciju kategorizacija prema industriji i fundamentima dovodi do preciznijeg određivanja vrijednosti nekog poduzeća, nego pri uzimanju u obzir samo klasifikaciju prema industriji.³⁸

³⁶ Nel S., Le Roux N. *Journal of Economics and Behavioral Studies* (2015). *An Optimal Peer Group Selection Strategy for Multiples-Based Modeling in the South African Equity Market*. Vol. 7, No. 3, pp. 30-46. [online] Dostupno na: <https://core.ac.uk/download/pdf/288022852.pdf> [23. ožujka 2021]

³⁷ Damodaran, A. (2006) *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*. Drugo izdanje. str. 247.-248.

³⁸ Cheng, C. S. A. and McNamara R. (2000) *The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods*. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. [online] Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/225891100_The_Valuation_Accuracy_of_the_Price-Earnings_and_Price-Book_Benchmark_Valuation_Methods [23. ožujka 2021], Bhojraj S., Lee C. M. C., Oler D. (2003) *What's My Line? A Comparison of Industry Classification Schemes for Capital Market Research*. *Journal of Accounting Research*. [online] Dostupno na: https://pdfs.semanticscholar.org/70bb/f1651e1428bbef3e367559405845b2dc19c1.pdf?_ga=2.112509828.1840730410.1616484524-534053566.1616484524 [23. ožujka 2021]

3.3. Relativno vrednovanje

U relativnoj procjeni vrednuje se imovina na osnovi cijena koje su na tržištu određene sličnoj imovini. Potencijalni investitor u dionicu pokušava procijeniti njenu vrijednost uspoređivanjem s tržišnim cijenama sličnih dionica.³⁹

Ideja na kojoj počiva ovaj model jest da bi se usporedive vrste imovine trebale na tržištu prodavati po sličnim cijenama. U tom se procesu najčešće koriste multiplikatori vrijednosti. U suštini multiplikatori predstavljaju omjer cijene dionice (tržišne ili transakcijske) i određene kategorije po dionici (poput neto dobiti ili knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice).⁴⁰

Koraci u procesu relativne procjene vrijednosti uključuju:⁴¹

1. Identificiranje usporedive imovine i poduzeća. U ovom slučaju od koristi je pronaći poduzeća slična prema tržišnoj kapitalizaciji ili prihodu.
2. Svođenje tržišnih cijena na jednu zajedničku varijablu, tj. multiplikator. To su primjerice omjeri poput P/E ili P/S.
3. Usporedba multiplikatora sa sličnim poduzećima, kako bi se ustanovilo je li promatrano poduzeće podcijenjeno ili precijenjeno u odnosu na druga poduzeća.

U sklopu relativnog vrednovanja, najčešće korišteni multiplikatori usporedivih poduzeća ili tržišni multiplikatori uključuju sljedeće:⁴²

- Cijena dionice / Zarade po dionici (P/E)
- Cijena dionice / Knjigovodstvena vrijednost po dionici (P/B)
- Vrijednost poduzeća / Prihod od prodaje (V/P)
- Vrijednost poduzeća / Dobit prije kamata, poreza i amortizacije ($V/\pi + A$); i
- Vrijednost poduzeća / Dobit prije kamata i poreza (V/π).

Navedeni modeli detaljnije se obrađuju u nastavku.

³⁹ Damodaran, A. (2006) *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*. Drugo izdanje. str. 233.

⁴⁰ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb, str. 26.

⁴¹ Chen J. (2020) Relative Value [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/r/relative-value.asp> [17. siječnja 2021]

⁴² Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb, str. 159.

3.3.1. Multiplikator P/E

Najpoznatiji model jest P/E model, koji stavlja u odnos cijenu po dionici i zarade po dionici (eng. *price-to-earnings*) poduzeća. Multiplikator zarada se računa kao odnos tržišne cijene po dionici i zarada po dionici. Multiplikator P/E ukazuje na to koliko su ulagači spremni platiti za jednu jedinu novčanu jedinicu zarada poduzeća, a izračunava se prema jednadžbi:⁴³

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

Prema Orsag (2015, str. 552.) P/E pokazatelj najvažnija je mjera vrijednosti koju koriste investitori na tržištu. Ovaj se odnos uobičajeno koristi u trgovanju običnim dionicama. Zato što veličina zarada po dionici pomnožena s P/E pokazateljem daje tržišnu cijenu dionice, ovaj se pokazatelj naziva i P/E multiplikatorom. Tako se prema odnosu cijene i zarada obične dionice može odrediti očekivana tržišna vrijednost dionica množenjem s očekivanim zaradama po dionici. Na taj način kapitaliziraju se zarade pa se ovaj model vrednovanja naziva i modelom kapitalizacije zarada.

Matematička formulacija tog modela prikazana je sljedećom jednadžbom:⁴⁴

$$P_0 = EPS \times \frac{P}{E}$$

P_0 - tekuća cijena dionice

EPS - zarade po dionici

P/E - odnos cijene i zarada.

Prema Orsag (2015., str. 552.), P/E model primjenjuje se na prognozu vrijednosti analizirane investicijske imovine tako da se umjesto objavljenih veličina odnosa cijene i zarada i zarada po dionici uzmu standardne, odnosno normalne veličine. Upravo zbog toga što se u procjeni koristi standardnim veličinama, za primjenu ovog modela važnu ulogu ima stečeno iskustvo analitičara. Još jedan od problema korištenja ovoga modela jest što ne reagira dovoljno dobro na rast dioničkog društva. Nadalje, u situacijama kriza i velikih oscilacija na tržištu, kada zarade po dionici jako fluktuiraju, ovaj multiplikator može navesti na krivi zaključak. U slučaju da poduzeće ima velike dugove, to neće biti očitano u navedenom omjeru, što ponovo dovodi do zaključka da ponekad nije dobra mjera vrednovanja poduzeća.

⁴³ Ibid., str. 159.

⁴⁴ Orsag, S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest, str. 126.

3.3.2. Multiplikator P/S

Multiplikator P/S (*Price-sales ratio*) jest omjer između cijene dionice i prihoda od prodaje po dionici i mjeri vrijednost kapitala ili poslovanja u odnosu na prihode koje generira. Najkorišteniji je kod onih poduzeća koja posluju u vrlo turbulentnim industrijama. Jednadžba za izračun glasi:^{45ž}

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

ili

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

gdje je:

P/E - omjer između cijene i zarada po dionici

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

Kao i s drugim multiplikatorima, u slučaju da su ostale stvari nepromijenjene, poduzeća kojima se trguje pri nižim multiplikatorima prihoda promatraju se kao relativno jeftina u odnosu na ona kojima se trguje pri višim multiplikatorima prihoda.

Jedna prednost koju multiplikatori prihoda imaju pred multiplikatorima zarada i knjigovodstvene vrijednosti jest da ima mnogo manje poduzeća kod kojih se multiplikator ne može izračunati te je stoga pristranost manja u procesu usporedbe. Prihodi u najgorem slučaju mogu biti nula.⁴⁶ S obzirom na to da je, zbog korištenja kategorije prihoda u omjeru, znatno manje podložan utjecaju računovodstvenih politika, smatra se relativno pouzdanim u odnosu na ostale multiplikatore. P/S omjeri drastično se razlikuju među industrijama. Na primjer, maloprodajna poduzeća najčešće će imati više P/S omjere nego poduzeća koja provode puno istraživanja i razvoja. Iz tog razloga, pri usporedbi P/S omjera, treba se paziti da se uzimaju poduzeća iz iste industrije.⁴⁷

⁴⁵ Kolačević, S., Hreljac, B. (2012): *Vrednovanje poduzeća. II dopunjeno i prošireno izdanje*. TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 327.

⁴⁶ Damodaran, A. (2006) *Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*. Drugo izdanje. str. 265.

⁴⁷ InvestingAnswers. Tracy P., *Price-to-Sales Ratio*. (2020) [online] Dostupno na: <https://investinganswers.com/dictionary/p/price-sales-ratio-ps> [07. travnja 2021]

3.3.3. Multiplikator P/B

Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012, str. 161), P/B multiplikator (eng. Price to book ratio) izračunava se stavljanjem u omjer cijene dionice s knjigovodstvenom vrijednošću obične glavnice poduzeća, ili matematički:

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

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

Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) nadodaju kako navedeni pokazatelj ne odražava vrijednost nematerijalne imovine i zbog toga nije pogodan za upotrebu kod poduzeća s malom vrijednošću materijalne imovine jer će doći do njihovog podcjenjivanja.

Ovaj je omjer posebno koristan pri procjenjivanju poduzeća koja imaju puno likvidne imovine u bilanci, kao na primjer financijska poduzeća, investicijska, osiguranja i banke. P/B omjer nije jako koristan kod procjene poduzeća s visokim izdacima za istraživanje i razvoj ili poduzeća koja posjeduju puno fiksne imovine. Iz razloga što dugoročna imovina iskazana u bilanci prema izvornom trošku, kad bi se tržišna cijena te iste imovine drastično povećala ili smanjila, knjigovodstvena vrijednost bi se prilično razlikovala od tržišne vrijednosti.⁴⁸

3.3.4. Multiplikator EV/EBITDA

*Metoda vrednovanja koja polazi od odnosa između tržišne vrijednosti poduzeća i operativne dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA) usporedivih poduzeća može se izračunati sljedećom jednadžbom:*⁴⁹

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{Dobit prije kamata, poreza i amortizacije}}$$

ili

$$V_F = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{EBITDA}_{\text{usporedivog poduzeća}}} \times \text{EBITDA}_{\text{vrednovanog poduzeća}}$$

U brojniku se nalazi vrijednost poduzeća (EV) koja se sastoji od tržišne vrijednosti vlasničke glavnice (dionica) i vrijednosti neto duga, pa je stoga pravilno da se u nazivniku nalazi mjera

⁴⁸ InvestingAnswers. Tracy P., *Price-to-Book Ratio*. (2020) [online] Dostupno na: <https://investinganswers.com/dictionary/p/price-book-ratio-pb> [07. travnja 2021]

⁴⁹ Kolačević, S., Hreljac, B. (2012): *Vrednovanje poduzeća. II dopunjeno i prošireno izdanje*. TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb, str. 325.

vrijednosti na koju pravo polažu vlasnici poduzeća i vlasnici dugova poduzeća. U ovom slučaju je to mjera poslovnog rezultata EBITDA ili zarade prije kamata, poreza i amortizacije, koja se računa kao razlika između operativnih prihoda i operativnih troškova, prije nego što se iz operativnog rezultata izuzmu troškovi amortizacije, trošak kamata te porez na dobit. Zato što je EBITDA rezultat operativne dobiti prije amortizacije, kamata i poreza, EBITDA predstavlja zarade na koje pravo polažu svi investitori. Isto tako, EBITDA se može smatrati približnom mjerom novčanog toka kojeg generira operativna imovina poduzeća, prije poreza i potrebe za reinvestiranjem.⁵⁰

3.3.5. Multiplikator EV/EBIT

Multiplikator EV/EBIT, koji je često korišten u industrijama koje kapitalne investicije koriste radi održavanja postojeće imovine te kod kojih su one približno jednake amortizaciji, izračunava se stavljanjem u omjer vrijednosti poduzeća i dobiti prije kamata i poreza (EBIT). Odnosno, računa se za ona poduzeća kod kojih analitičari nemaju potrebu gledati amortizaciju.⁵¹

Prema Kolačević S., i Hreljac B. (2012) model tada poprima sljedeći oblik:

$$V_F = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{EBIT}_{\text{usporedivog poduzeća}}} \times \text{EBIT}_{\text{vrednovanog poduzeća}}$$

Ovaj je omjer koristan kao alat za dobivanje ideje o stvarnoj vrijednosti poduzeća, pogotovo za poduzeća koja razmišljaju o kupovini ili preuzimanju nekog drugog poduzeća. Iako je rjeđe korišten od EV/EBITDA omjera, vrlo je važan pokazatelj pri usporedbi poduzeća. Koristi se za određivanje ciljane cijene u izvještajima koje analitičari objavljuju i u kojima daju prijedloge investitorima o tome treba li određenu dionicu kupiti, prodati ili držati. Ovaj je omjer također koristan za kapitalno-intenzivna poduzeća kod kojih je amortizacija stvarni ekonomski trošak.⁵²

⁵⁰ Damodaran, A. (2006) *Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., str. 299.

⁵¹ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb, str. 165.

⁵² CorporateFinanceInstitute. EV/EBIT Ratio. [online] Dostupno na:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/ev-ebit-ratio/> [07. travnja 2021]

4. PROCJENA VRIJEDNOSTI NA PRIMJERU PODUZEĆA BANK OF AMERICA

U ovom poglavlju analizira se poslovanje poduzeća Bank of America na temelju javno dostupnih informacija. Provedena je analiza poslovnog okruženja, analiza financijskih izvještaja poduzeća, te se primjenjuje metoda multiplikatora u svrhu procjene vrijednosti poduzeća. Prije nego što se počne s analizom, najprije su navedeni osnovni podaci o poduzeću i struktura dioničara. Zatim se detaljno analizira makroekonomsko okruženje poduzeća primjenom PESTLE analize. Nakon toga, provodi se analiza industrije u kojoj odabrano poduzeće posluje, te se na kraju spušta na razinu samog poduzeća kroz analizu financijskih izvještaja i vrednovanja poduzeća pomoću multiplikatora vrijednosti. Za kraj, radi se usporedba dobivenih vrijednosti multiplikatora.

4.1. Općenito o poduzeću

*Bank of America Corporation osnovana davne 1956. godine sa sjedištem u Charlotte, North Carolina, USA, jedan je od simbola američkog financijskog sustava. Kroz svoju povijest financijski div nadvladao je brojne izazove te kroz organski i akvizicijski rast uvijek stvarao novu vrijednost za dioničare te je izrastao u globalnog financijskog igrača koji posluje na svim kontinentima u značajnijim financijskim centrima.*⁵³ Sa 212.500 zaposlenika, Bank of America opslužuje 66 milijuna klijenata, na 4.300 lokacija i otprilike 17.000 bankomata diljem USA. Neki od proizvoda banke jesu bankarstvo za građane, poslovno bankarstvo, osiguranje, investicijsko bankarstvo, hipotekarni zajmovi, privatno bankarstvo, kreditne kartice.⁵⁴

Bank of America jedna je od najvećih bankarskih i financijskih institucija u USA. Kroz osam aspekata poslovanja, fokusira se na pružanje usluga pojedincima, malim i srednjim poduzećima kao i velikim korporacijama. Na slici 2 može se vidjeti prikaz svih područja rada Bank of America.

⁵³ Stojanović, I. (2016) Dolaze li bolji dani za Bank of America? [online] Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/analize/view-vijest-dolaze-li-bolji-dani-za-bank-of-america-42354> [20. siječnja 2021.]

⁵⁴ Bank of America [online] Dostupno na: <https://newsroom.bankofamerica.com/companyoverview> [20. siječnja 2021.]

Slika 2.: Aspekti poslovanja poduzeća Bank of America



Izvor: izrada autorice prema podacima na službenoj Bank of America stranici. Izvor: <https://about.bankofamerica.com/en-us/who-we-are/our-businesses.html#fbid=sV7Rf3JPCKi> [20. siječnja 2021.]

Pod **maloprodajom** podrazumijeva se da se američkim potrošačima nudi čitav niz financijskih proizvoda i usluga, od pomoći pri rješavanju različitih financijskih upita, do mogućnosti otvaranja kunskih, deviznih ili štednih računa, digitalnog bankarstva, obavljanje platnog prometa, davanja kredita. **Poslovanje s malim poduzećima** fokusira se na poticanje malih poduzetnika, putem financiranja istih, savjetovanja i podrške u pokretanju i održavanju poslovanja.⁵⁵ Vezano uz aspekt “**Merrill**”, misli se na izravne investicijske savjete i smjernice. Uz pomoć alata, ljudi i *know-how*-a nude pomoć pri postizanju individualnih ciljeva vezanih za razvoj poslovne strategije i strategije investiranja. Pod **privatnim bankarstvom**, nude personalizirane strategije upravljanja bogatstvom pojedincima i obiteljima, poput održivog investiranja, investicijskih alternativa, kreditnih rješenja, upravljanje nekretninama i sl.⁵⁶

Poslovno bankarstvo nudi integrirane financijske smjernice i rješenja - uključujući kredite, riznicu, trgovinu, devize, financiranje opreme i trgovačke usluge - malim i srednjim američkim tvrtkama. **Globalno komercijalno bankarstvo** pruža usluge riznice, zajmove,

⁵⁵ Bank of America [online] Dostupno na: <https://about.bankofamerica.com/en-us/what-guides-us/access-to-capital.html#fbid=sV7Rf3JPCKi> [20. siječnja 2021.]

⁵⁶ Bank of America [online] Dostupno na: <https://www.privatebank.bankofamerica.com/solutions/individuals-families.html> [20. siječnja 2021.]

leasing, financijske smjernice i usluge osiguranja duga i vlasničkih udjela za tvrtke na srednjem tržištu u svim djelatnostima. **Globalno korporativno i investicijsko bankarstvo** opslužuje velike korporativne klijente širom svijeta i u svim djelatnostima - kao i općinama i vladinim agencijama - rješenjima za različite usluge, pozajmljivanje, leasing, savjetodavne usluge i preuzimanje duga i kapitala. **Globalna tržišta** - Bank of America pruža usluge na svjetskim tržištima dugova, kapitala, robe i deviza. To uključuje likvidnost, strategije zaštite, neprocjenjive uvide i jednu od vodećih svjetskih istraživačkih platformi za klijente institucionalnih investitora, uključujući *hedge* fondove, menadžere imovine, mirovinske fondove i druge.⁵⁷

4.1.1. Struktura dioničara

Dionice poduzeća Bank of America kotiraju na New York Stock Exchange, pod simbolom BAC i to od 1979. godine.⁵⁸ Broj izdanih dionica poduzeća iznosi 8.65 mlrd, dok je tržišna kapitalizacija poduzeća 272.93 mlrd.⁵⁹ Dionice Bank of America nalaze se u dioničkim indeksima S&P 100 i S&P 500. S&P indeksi ili Standard & Poor's indeksi jesu dva glavna indeksa američkog tržišta dionica. Dionički indeksi sastoje se od određenog broja dionica, u ovom slučaju radi se o najvećim (po tržišnoj kapitalizaciji) američkim trgovačkim društvima izlistanim na NYSE-u i NASDAQ-u.

Institucionalni investitori posjeduju otprilike 70% svih izdanih dionica poduzeća. Kao što se može vidjeti u tablici 1, na prvom mjestu, s najvećim brojem dionica, nalazi se Berkshire Hathaway Inc, s 1 mlrd dionica, što predstavlja 11,68% svih izdanih dionica. Drugi po redu jest Vanguard Group Inc, sa 613.5 mil dionica, tj. 7,09% od ukupnog broja dionica. Slijede Blackrock Inc. s 509.9 mil dionica (5.89%), State Street Corporation s 320 mil dionica (3.70%), te Wellington Management Company, LLP s ukupno 183.4 mil dionica (2.12%).⁶⁰

⁵⁷ Bank of America [online] Dostupno na: <https://about.bankofamerica.com/en-us/who-we-are/our-businesses.html#fbid=sV7Rf3JPCKi> [20. siječnja 2021.]

⁵⁸ Bank of America [online] Dostupno na: http://investor.bankofamerica.com/stock-information/historical-price-lookup?8c7bdd83-a726-4a84-b969-494be2477e47%5BBAC%5D%5Bdate_month%5D=01&8c7bdd83-a726-4a84-b969-494be2477e47%5BBAC%5D%5Bdate_day%5D=24&8c7bdd83-a726-4a84-b969-494be2477e47%5BBAC%5D%5Bdate_year%5D=1979&url= [24. siječnja 2021.]

⁵⁹ Yahoo Finance [online] Dostupno na: <https://finance.yahoo.com/quote/BAC/key-statistics?p=BAC> [24. siječnja 2021.]

⁶⁰ SEC.gov [online] Dostupno na: <https://www.sec.gov/cgi-bin/own-disp?action=getissuer&CIK=0000070858> [24. siječnja 2021.]

Tablica 1: Institucije s najvećim udjelom vlasništva u poduzeću Bank of America

Institucija	Broj dionica	Postotak
Berkshire Hathaway Inc	1 mlrd	11,68%
Vanguard Group Inc	613.5 mil	7,09%
Blackrock Inc	509.9 mil	5.89%
State Street Corporation	320 mil	3.70%
Wellington Management Co	183.4 mil	2.12%
FMR, LLC	180.4 mil	2.09%
Price (T.Rowe) Associates Inc	144.2 mil	1.67%
Dodge & Cox Inc	129 mil	1.49%
Geode Capital Management, LLC	112.4 mil	1.30%
JP Morgan Chase & Company	111.5 mil	1.29%

Izvor: izrada autorice prema podacima preuzetim s: <https://finance.yahoo.com/quote/BAC/holders?p=BAC> [24. siječnja 2021.]

Nadalje, što se tiče uprave Bank of America, najveći broj dionica posjeduje COO (Chief Operating Officer) Tom Montag s 3.1 mil dionica (0.03%), a slijedi CEO (Chief Executive Officer) Brian Moynihan s 1.7 mil dionica (0.02%).⁶¹

4.2. Analiza poslovnog okruženja

Kod procjene vrijednosti poduzeća potrebno je na samom početku analizirati okolinu u kojoj to poduzeće posluje te je usred te potrebe razvijen „top-down“ pristup fundamentalne analize koji kreće od analize makroekonomskog okruženja, zatim se nastavlja na analizu industrije, da bi se tek tada spustio na razinu samog poduzeća.

4.2.1. Analiza makroekonomskog okruženja

Poslovno okruženje poduzeća sastoji se od svih vanjskih čimbenika koji utječu na njegove odluke i rezultate. Na takve čimbenike u pravilu je nemoguće utjecati, ali ih je potrebno

⁶¹ Market Screener [online] Dostupno na: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/BANK-OF-AMERICA-CORPORATI-11751/> [24. siječnja 2021.]

analizirati i nadzirati. PESTLE analiza, odnosno analiza vanjskog okruženja temelj je „top-down“ fundamentalne analize, a akronim je za *political, economic, social, technological, legal* te *environmental*, odnosno političko, ekonomsko, društveno, tehnološko, pravno te ekološko okruženje. Sama analiza pomaže razumjeti silne promjene makroekonomskih čimbenika kojima su poduzeća izložena te iskoristiti mogućnosti koje im one predstavljaju. Poduzeća koja uspješno prate i reagiraju na promjene u makro-okruženju mogu se vidljivo razlikovati od konkurencije i stvoriti konkurentsku prednost.⁶² **Političko okruženje** obuhvaća čimbenike poput političkih sustava koji su na snazi na međunarodnoj, državnoj i lokalnoj razini, oporbene snage te političku stabilnost. **Ekonomsko okruženje** obuhvaća opću ekonomsku situaciju, ekonomske trendove te strukturalne pomake na nacionalnoj i globalnoj razini. Iskazuje se ekonomskim pokazateljima, statistikama, promjenama, trendovima i prognozama. **Društveno okruženje** obuhvaća tradiciju, vrijednosti, stajališta, uvjerenja, norme, ukuse, uzorke ponašanja određenoga društva te njihove promjene. Ovo okruženje također obuhvaća i pokazatelje i trendove o značajkama stanovništva, kao na primjer broj stanovnika, stopa nataliteta, prirodni priraštaj, spolna i dobna struktura, zemljopisni raspored stanovništva itd. **Tehnološko okruženje** obuhvaća tehnološke trendove te promjene, kao što su: znanstvena unapređenja, dostignuća i inovacije. **Pravno okruženje** odnosi se na različite zakone, propise, pravne akte i odluke. **Prirodno okruženje** obuhvaća sve prirodne materijalne i ljudske resurse koji svojom kvalitetom i kvantitetom neizravno utječu na opstanak i razvitak poduzeća. Uključuje okoliš, tj. prirodno čovjekovo okruženje (zrak, tlo, vodu, klimu, i kulturnu baštinu).⁶³ Bitno je istaknuti pozornost koja se sve više posvećuje ekološkim čimbenicima. Na važnosti su dobili uslijed sve veće oskudice sirovina i neobnovljivih izvora energije, zagađenja te sve učestalijih zakona o praćenja emisija ugljikovog dioksida od strane vlade. Ti čimbenici uključuju dugoročni utjecaj klimatskih promjena, održivi razvoj, obveze smanjenja zagađenja, ulogu civilnog društva u kreiranju politika te ekološku osviještenost i odgovornost koju uključuje sve veći broj poduzeća kroz „Društveno odgovorno poslovanje“ – DOP.⁶⁴ Brojnost i utjecaj PESTLE čimbenika ovisi o industriji iz koje poduzeće dolazi. Navedeni čimbenici obrađeni su u nastavku.

⁶² Grant, R. M. (2016), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*. John Wiley & Sons, str. 64.

⁶³ Rašić Jelavić, S., Brkić I. (2016) *Pestle analiza opće okoline cementne industrije u Hrvatskoj*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. str. 67.-68. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/935209> [19. svibnja 2021.]

⁶⁴ Belak, V. (2014) *Menadžment u teoriji i praksi*. Zagreb: Belak excellens, str. 106-109., 123-124.

POLITIČKI ČIMBENICI

Sjedinjene Države imaju predsjednički sustav, te su federalna demokracija, koja se sastoji od izvršne, zakonodavne i sudske vlasti. Godina 2020. bila je obilježena izborima za novog predsjednika te u znaku mnogih nemira, ubojstava i prosvjeda. Iz Izvještaja o globalnoj konkurentnosti Svjetskog ekonomskog foruma, možemo vidjeti kako je prema kriteriju vlade koja osigurava stabilnost politike, SAD na 16. mjestu od ukupno 141. države. Nadalje, prema kriteriju vladine reakcije na promjenu, nalaze se na 11. mjestu, dok prema dugoročnoj viziji vlade na 17. mjestu.⁶⁵ Iz navedenih podataka možemo zaključiti kako je politička situacija u SAD-u vrlo povoljna u odnosu na ostale države. Politički čimbenici imaju izrazito velik utjecaj na banke i financijski sektor. Dvostruki bankarski sustav regulira banke u SAD-u gdje i savezne i državne vlasti imaju značajna regulatorna ovlaštenja. Također, kao odgovor na financijsku krizu 2008. godine, Obamina administracija donijela je Dodd-Frankov zakon o reformi i zaštiti potrošača na Wall Streetu.⁶⁶ Navedeni zakon promiče financijsku stabilnost, promiče transparentnost američkog financijskog sustava i štiti potrošače od potencijalnih negativnih praksi pružatelja financijskih usluga.⁶⁷

EKONOMSKI ČIMBENICI

SAD spada u sam svjetski vrh po gospodarskoj snazi i životnom standardu većine građana. Brojni su čimbenici koji su omogućili takvo stanje: golem prostor, povoljna klima, povoljni uvjeti za poljoprivredu, golemo rudno bogatstvo, brojno, različito i dobro školovano stanovništvo, dugotrajna neovisnost, dugotrajno razdoblje bez ratova na domaćem tlu, preskakanje feudalizma, vrlo jak sindikalni pokret, veliki kapital i politička stabilnost demokratskog sustava i tržišnog gospodarstva, pri čemu se demokratska smjena političkih stranaka na vlasti ne odražava bitnije na tijek razvoja gospodarstva i standard stanovnika.

Na grafikonu 1 može se vidjeti postotna promjena realnog Američkog BDP-a kroz kvartale. Veliki skokovi (pad u drugom i rast u trećem kvartalu) posljedica su COVID-19 pandemije koja je uzdrmala, kako cijeli svijet, tako i Američko gospodarstvo. Realni BDP Sjedinjenih Država smanjio se za 3.5% u 2020. godini, u odnosu na povećanje od 2.2% u 2019. godini. Pad BDP-a

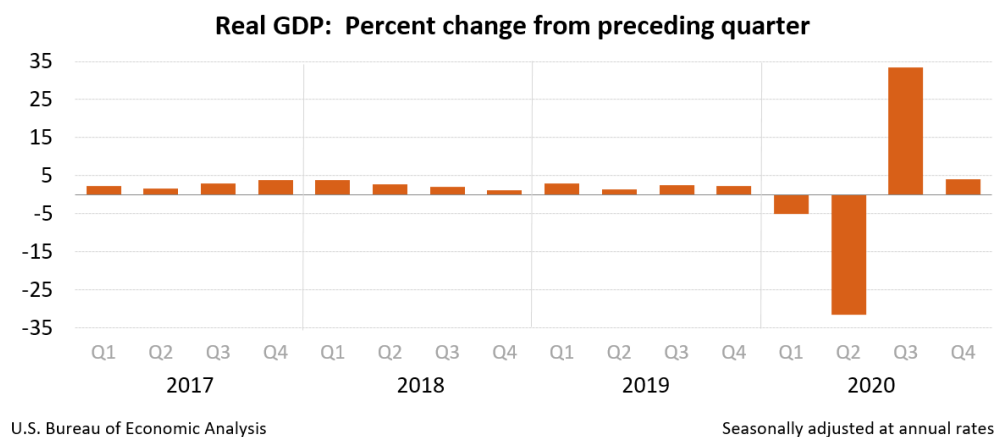
⁶⁵ World Economic Forum. The Global Competitiveness Report. [online] Dostupno na: <https://www.weforum.org/reports?utf8=%E2%9C%93&query=global+competitiveness> [3. ožujka 2021.]

⁶⁶ Notesmatic. *Banking Industry PESTEL Analysis*. [online] Dostupno na: <https://notesmatic.com/banking-industry-pestel-analysis/> [7. srpnja 2021.]

⁶⁷ Credit karma. *What is the Dodd-Frank Act?* [online] Dostupno na: <https://www.creditkarma.com/advice/i/what-is-the-dodd-frank-act> [7. srpnja 2021.]

u 2020. posljedica je pada osobne potrošnje, izvoza, investicija privatnog sektora, investicija nerezidenata i smanjenja potrošnje lokalne vlade (zbog povećanja državne potrošnje). Uvoz se također smanjio. Navedene komponente smanjile su se uslijed izolacije u svrhu sprječavanja širenja COVID-19 pandemije (zatvaranje ugostiteljskih objekata, smještajnih i rekreacijskih objekata, smanjivanje i ukidanje letova i putovanja...)⁶⁸

Grafikon 1. Postotna promjena realnog BDP-a Sjedinjenih Država kroz kvartale



Izvor: BEA. Dostupno na:

<https://www.bea.gov/news/2021/gross-domestic-product-fourth-quarter-and-year-2020-second-estimate> [5. ožujka 2021.]

Kao što se može iščitati iz tablice 2 i grafikona 2 koji prikazuju kamatne stope na trezorske obveznice s različitim rokovima dospjeća u Sjedinjenim Državama, stope su prilično niske. Ako se gledaju realne kamatne stope (nominalna stopa prilagođena za inflaciju), petogodišnja trezorska obveznica u SAD-u izdaje se uz kamatnu stopu od -1.76, desetogodišnja -0.78 te tridesetogodišnja 0.08.⁶⁹ Upravo iz tog razloga, što su realne kamatne stope negativne, pojedincima se trenutno ne isplati ulagati sredstva u takvu financijsku imovinu, te se ih se sve više okreće dioničkom tržištu.

⁶⁸ Bureau of Economic Analysis. Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2020 (Second Estimate). [online] Dostupno na: <https://www.bea.gov/news/2021/gross-domestic-product-fourth-quarter-and-year-2020-second-estimate> [5. ožujka 2021.]

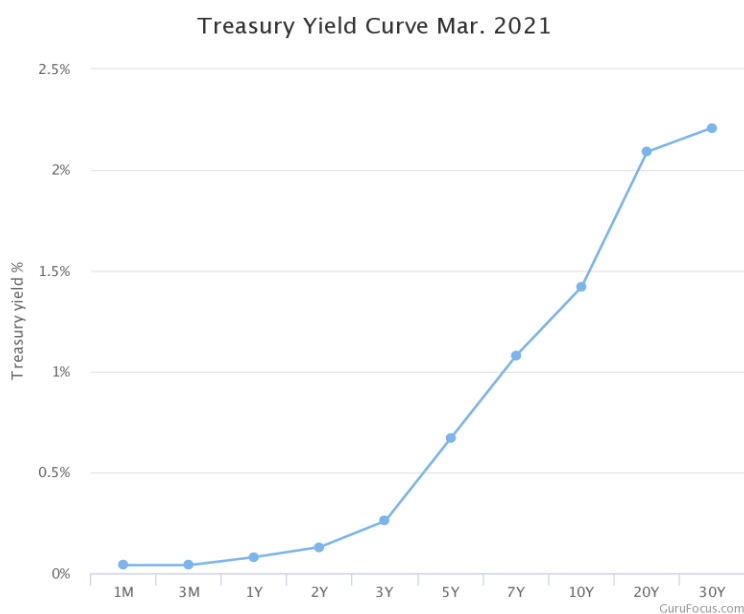
⁶⁹ U.S. Department of the Treasury. [online] Dostupno na: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=realyield> [2. ožujka 2021.]

Tablica 2: Kamatna stopa Američke trezorske obveznice s različitim rokovima dospijeća

Datum	1 Mo	2 Mo	6 Mo	1 Yr	2 Yr	5 Yr	10 Yr	30 Yr
2.3.2021.	0.04	0.04	0.06	0.08	0.13	0.67	1.42	2.21

Izvor: samostalna izrada autora prema podacima U.S. Department of the Treasury-a. Dostupno na: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yield> [2. ožujka 2021.]

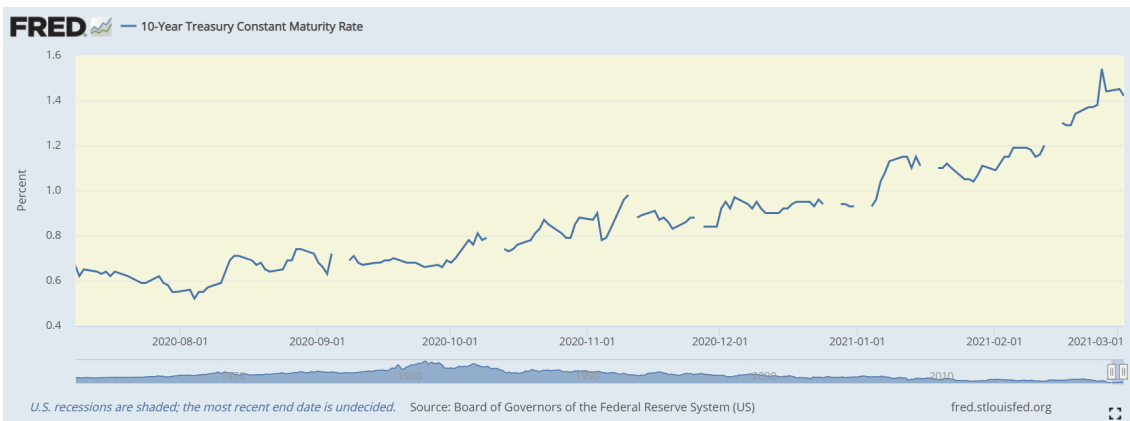
Grafikon 2.: Kamatna stopa Američke trezorske obveznice s različitim rokovima dospijeća



Izvor: Gurufocus. Dostupno na: https://www.gurufocus.com/yield_curve.php [2. ožujka 2021.]

Kao što se može vidjeti iz grafikona 3, u samo 6 mjeseci, kamatna stopa se na desetogodišnju Američku trezorsku obveznicu gotovo utrostručila tj. povećala se s 0.6% na 1.5%.

Grafikon 3.: Kamatna stopa na desetogodišnju Američku trezorsku obveznicu u posljednjih godinu dana



Izvor: FRED. Dostupno na: <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10> [2. ožujka 2021.]

Banke i gospodarstvo zemlje međusobno su povezani. Zdrava ekonomija zemlje dobra je za financijsku i bankarsku industriju, obrnuto. Investicijske banke igraju važnu ulogu u regionalnim gospodarstvima, a to se posebno odnosi na američko gospodarstvo.⁷⁰

DRUŠTVENI ČIMBENICI

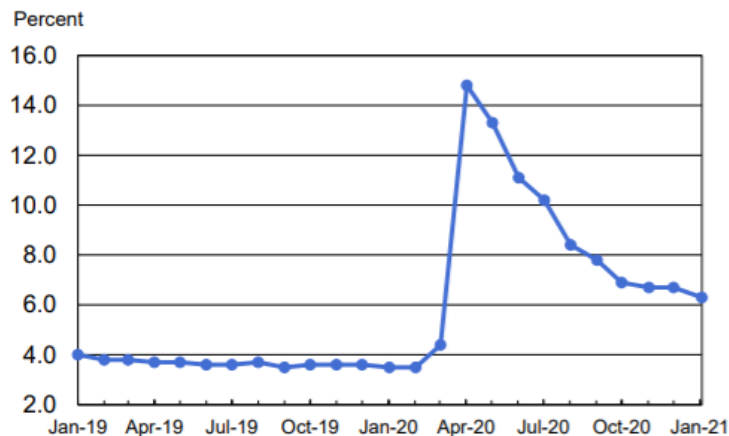
Populacija SAD-a 2019. godine bila je 328,2 milijuna, što ih čini trećom najmnogoljudnijom zemljom svijeta.⁷¹ Prema podacima s Worldometera, očekuje se da će do 2025. doći do 340 milijuna stanovnika. Stopa nataliteta (koja predstavlja prosječni broj djece rođene po jednoj ženi potreban da bi populacija ostala na istoj razini) u Sjedinjenim Državama iznosi 1.8. Vrijednost ispod 2.1 uzrokovati će smanjenje populacije, što znači da je u SAD-u trenutno na snazi trend opadanja domaćeg stanovništva.⁷² U siječnju 2021. godine, stopa nezaposlenosti pala je za 0.4%; na 6.3%, te je broj nezaposlenih pao na 10.1 milijuna. Iako su obje mjere puno niže nego one iz travnja 2020. (visokih razina nezaposlenosti uzrokovanih izbijanjem COVID-19 pandemije), i dalje su današnje razine puno više od onih prije pandemije, iz veljače 2020. (3.5%, te 5.7 milijuna).

Grafikon 4.: Stopa nezaposlenosti, sezonski prilagođena, od siječnja 2019. do siječnja 2021.

⁷⁰ Notesmatic. *Banking Industry PESTEL Analysis*. [online] Dostupno na: <https://notesmatic.com/banking-industry-pestel-analysis/> [7. srpnja 2021.]

⁷¹ Statista. [online] Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/241488/population-of-the-us-by-sex-and-age/> [16. ožujka 2021.]

⁷² Worldometer. [online] Dostupno na: <https://www.worldometers.info/demographics/us-demographics/> [4. ožujka 2021.]



Izvor: BLS. Dostupno na: <https://www.bls.gov/news.release/pdf/empsit.pdf> [2. ožujka 2021.]

Utjecaj COVID-19 pandemije na tržište rada

U siječnju 2021. godine, 14.8 milijuna ljudi prijavilo je da nisu bili u mogućnosti raditi jer je njihov poslodavac zatvorio ili izgubio poslovanje zbog COVID-19 pandemije. Nadalje, zbog mjera za suzbijanje širenja pandemije, sve više zaposlenika krenulo je raditi od doma, pa je tako u svibnju 2020. godine, više od trećine zaposlenog stanovništva radila od doma, točnije njih 35%.⁷³ U siječnju 2021. taj se broj smanjio na 23,2%.⁷⁴ Mnoga su poduzeća uvidjela prednosti rada od doma, pa se tako očekuje da će postotak ljudi koji rade od doma u budućnosti biti viši od onoga prije pandemije.

Društveni čimbenici imaju velik utjecaj na financijsku industriju. Promjena sklonosti i izbora ljudi natjerala bi tvrtke i banke da promijene svoje strategije planiranja i brenda. Ako se promotri stav i ponašanje ljudi u određenoj demografskoj skupini, tada bi se uočilo da se to u posljednje vrijeme jako promijenilo. Na primjer, milenijalci (ljudi iz 80-ih i 90-ih) obično koriste debitne/kreditne kartice za transakcije. Banke su se morale prilagoditi trendovima, te se sada može vidjeti kako se zadovoljstvo i orijentacija na kupca sve više stavlja u fokus.⁷⁵

TEHNOLOŠKI ČIMBENICI

⁷³ U.S. Bureau of Labor Statistics. [online] Dostupno na: <https://www.bls.gov/cps/effects-of-the-coronavirus-covid-19-pandemic.htm#highlights> [4. ožujka 2021.]

⁷⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics. [online] Dostupno na: <https://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm> [4. ožujka 2021.]

⁷⁵ Marketing tutor. *PESTLE Analysis of Banking Industry*. [online] Dostupno na: <https://www.marketingtutor.net/pestle-analysis-of-banking-industry/> [7. srpnja 2021.]

U kategoriji Poticanje i ekspanzija ulaganja u inovacije, istraživanje i izume koji mogu stvoriti nova "tržišta sutrašnjice" SAD pozicionirane su se na prvom mjestu prema Izvješću o globalnoj konkurentnosti Svjetskog ekonomskog foruma 2020. To se odnosi na ponajviše na poticanje znatiželje i kreativnosti u cilju razvijanja novih i revolucionarnih tehnologija, novih proizvoda, usluga i tržišta.⁷⁶

Nadalje, kako sve više poduzeća uvodi nove tehnologije u svoje poslovanje, dolazi do sve izraženijeg nedostatka kvalificirane radne snage za poslove sutrašnjice. Svjetski ekonomski forum u svojem Izvješću o budućim poslovima 2020 projicirao je kako će promjena u tehnologiji promijeniti i potražnju za poslovima u budućnosti, pa će se tako popularnije pozicije biti analitičko razmišljanje, kreativno i kritičko razmišljanje, te digitalne vještine.⁷⁷ Utjecaj koji tehnologija ima na bankarski sustav prilično je snažan. Tehnološka revolucija 21. stoljeća donijela je internetsko bankarstvo. Sada se gotovo sve financijske transakcije provode putem internetskog bankarstva. Ne samo transakcije, već i kupci mogu odabrati i koristiti razne bankarske usluge poput osiguranja, kartica i zajmova putem interneta. Svaka banka ima mobilnu aplikaciju kojom je možete koristiti za prijenos sredstava ili plaćanje računa. Vezano za privatnost i sigurnost, internetsko bankarstvo i tehnološki razvoj pokrenuli su neka ozbiljna pitanja poput privatnosti, sigurnosti, povjerenja i povjerljivosti. Osobni podaci postali su osjetljiviji nego ikad prije u povijesti. Dvostruki sustavi sigurnosti i provjere u velikoj su mjeri smanjili rizike.⁷⁸

PRAVNI ČIMBENICI

Prema Izvješću o globalnoj konkurentnosti Svjetskog ekonomskog foruma, Sjedinjene Države nalaze se na 2. mjestu među 141. državom, a prema učinkovitosti pravnog okvira za rješavanje sporova na 8. mjestu od 141. Prema troškovima pokretanja posla, SAD se nalaze na 24. mjestu, a prema vremenu potrebnom za pokretanje posla na 31. mjestu. Dok su na prvom mjestu prema prilagodljivosti pravnog okvira digitalnim poslovnim modelima.⁷⁹ Upravo su to brojke koje nam govore zašto toliko investitora rado investira u SAD te koliko je

⁷⁶ World Economic Forum. The Global Competitiveness Report. [online] Dostupno na: <https://www.weforum.org/reports?utf8=%E2%9C%93&query=global+competitiveness> [4. ožujka 2021.]

⁷⁷ World Economic Forum. The Future of Jobs Report 2020. [online] Preuzeto s: <https://www.weforum.org/reports/the-future-of-jobs-report-2020> [4. ožujka 2021.]

⁷⁸ Marketing tutor. *PESTLE Analysis of Banking Industry*. [online] Dostupno na: <https://www.marketingtutor.net/pestle-analysis-of-banking-industry/> [7. srpnja 2021.]

⁷⁹ World Economic Forum. The Global Competitiveness Report. [online] Dostupno na: <https://www.weforum.org/reports?utf8=%E2%9C%93&query=global+competitiveness> [4. ožujka 2021.]

učinkovit njihov pravni sustav. Također, nakon financijske krize, koja je poprimila globalne razmjere i uzdrmala svjetsku ekonomiju, u cilju očuvanja financijske stabilnosti, postalo je neophodno bolje regulirati financijski sektor. Niz mjera koje su poduzete nakon početka financijske krize doveo je do znatnog i konkretnog jačanja solventnosti banaka, financijske poluge i likvidnosnih pozicija, značajnog poboljšanja upravljanja u bankarskom sektoru i nadzoru nad njim te povećanja mogućnosti sanacije banaka. Glavna institucija u SAD-u koja se u današnje vrijeme bavi tom regulacijom jest FED (*Federal Reserve District*). Sustav federalnih rezervi privatna je institucija ovlaštena za regulaciju i kontrolu financijskih i monetarnih institucija i tržišta u SAD-u. Utemeljen je 1913. godine Zakonom o FED-u. Instrumenti koje FED koristi u poslovanju jesu obvezne rezerve, diskontne stope i operacije na otvorenom tržištu, te pomoću njih regulira količinu novca u opticaju i rad financijskog sektora.⁸⁰

Druga institucija koja regulira financijski sektor i tržišta jest SEC (*Securities and Exchange Commission*), osnovan 1934. godine. Radi se o jednoj od najsnažnijih i najsveobuhvatnijih agencija za financijsko reguliranje. SEC provodi savezne zakone o vrijednosnim papirima i regulira velik dio industrije vrijednosnih papira, uključujući američke burze i tržišta opcija. Upravljanje imovinom te financijske i savjetodavne usluge moraju se registrirati kod SEC-a.⁸¹

Nadalje, tu je i najstarija institucija; OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*), osnovan 1863. Ured nadzornika valute za primarnu zadaću ima ispitivati banke kroz analizu zajmova i ulaganja banaka, način na koji se upravlja fondovima, profil rizika banke i usklađenost banke s bankarskim zakonima o potrošačima.⁸² S.A.D. ima mnogo zakona koji kontroliraju i reguliraju bankarski sektor poput već spomenutog Dodd-Frankovog zakona, Glass Steagallovog zakona koji razdvaja komercijalno i investicijsko bankarstvo, Zakona o federalnim rezervama iz 1913. godine i mnogih drugih zakona. Zakonom o federalnim rezervama stvoren

⁸⁰ The Federal Reserve System. Purposes and Functions. Federal Reserve System Publication. [online] Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf [16. ožujka 2021.]

⁸¹ Maverick J. B., (2021) *What agencies oversee U.S. financial institutions?* [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/063015/what-are-some-major-regulatory-agencies-responsible-overseeing-financial-institutions-us.asp> [3. ožujka 2021.]

⁸² Schmidt M., (2021) *Financial Regulators: Who They Are and What They Do* [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/financial-regulatory-body.asp#office-of-the-comptroller-of-the-currency> [3. ožujka 2021.]

je sustav središnjeg bankarstva Sjedinjenih Država, odgovornog za upravljanje novčanom ponudom zemlje, davanje zajmova i pružanje nadzora nad bankama.⁸³

EKOLOŠKI ČIMBENICI

Posljednjih godina, pojavom globalizacije, ekološki čimbenici postali su vrlo značajni čimbenici koji utječu na poslovanje organizacija, kako u razvijenim ekonomijama, tako i u onima u razvoju. Sve je veći naglasak na ekološki održivom poslovanju, kao i na društveno odgovornom poslovanju. Financijski sektor, pogotovo banke, imaju važnu ulogu u smanjenju emisije ugljikova dioksida. Naime, financijske institucije svakodnevno odlučuju kome će posuditi financijska sredstva i u što će se ulagati. Na taj način, oni mogu utjecati na poslovne prakse poduzeća u dugom roku.⁸⁴ Mnoge banke već su krenule s integracijom održivosti u temeljne poslovne procese, ugrađujući ju u svoje dugoročne strategije. Mnoge su banke krenule poticati transakcije bez papira. Neke su počele uvoditi solarne bankomate, što bi mogao biti sljedeći korak prema ekološkoj održivosti. Na "Bank Governance Leadership Network" sastancima, održanim u veljači u Londonu i u ožujku u New Yorku, raspravljalo se o načinima na koje banke mogu pristupiti klimatskim rizicima i održivosti. Pomak se vidi i iz izvještaja poduzeća EY, koji pokazuje kako 52% banaka smatra utjecaj ekoloških i klimatskih promjena vrlo velikim problemom i rizikom u idućih 5 godina, za razliku od prošlogodišnjih 37%. Nadalje, banke su pod sve većim pritiskom zaposlenika, ali i investitora koji sve više pažnje obraćaju na navedeni problem.⁸⁵

Regulacije i zakoni sve su stroži, te sve više organizacija ukazuje na važnost održivog poslovanja, između ostalih i C2E2 (*Center for Climate and Energy Solutions*), koji djeluje kroz razne skupove, konferencije i seminare.⁸⁶ NGFS⁸⁷ (*Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System*), grupa od 54 člana koja predstavlja većinu središnjih

⁸³ Marketing tutor. *PESTLE Analysis of Banking Industry*. [online] Dostupno na:

<https://www.marketingtutor.net/pestle-analysis-of-banking-industry/> [7. srpnja 2021.]

⁸⁴ Chukwudumebi Obiora S., Bamisile O., Opoku-Mensah E., Nkrumah Kofi Frimpong A. (2020) *Impact of Banking and Financial Systems on Environmental Sustainability: An Overarching Study of Developing, Emerging, and Developed Economies*. [online] Preuzeto s: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/19/8074> [2. ožujka 2020.]

⁸⁵ EY. [online] Preuzeto s:

https://www.ey.com/en_gl/banking-capital-markets/how-banks-are-defining-and-internalizing-sustainability-goals [3. ožujka 2021.]

⁸⁶ C2E2. [online] Preuzeto s: <https://www.c2es.org/about/> [3. ožujka 2021.]

⁸⁷ NGFS. [online] Preuzeto s: <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> [3. ožujka 2021.]

banaka, ima za cilj „ozeleniti financijski sustav i ojačati napore financijskog sektora u postizanju ciljeva Pariškog klimatskog sporazuma".

4.2.2. Analiza industrije

Analiza industrije, kao i makroekonomsko okruženje, pomaže u razumijevanju razlika između industrijskih konkurenata te je također važan faktor na kojeg valja obratiti pozornost prije pristupanja samoj analizi poduzeća. Dok neke industrije snažno osciliraju s kretanjem cjelokupnog gospodarstva, druge su znatno stabilnije, ali ujedno nude i manji potencijal rasta. Atraktivne su one industrije u kojoj prosječna poduzeća posluju s profitom višim od prosjeka sektora i/ili gospodarstva u cijelosti i u kojoj se može identificirati isti ili bolji profitni potencijal u budućnosti.⁸⁸

Jedna od najsystematičnijih metoda analize industrije jest Porterov model pet sila. Radi se o alatu za stratešku analizu jedne djelatnosti (sektora, industrije). Razvoj i struktura djelatnosti direktno utječu na konkurenciju, a zatim i indirektno na strategiju koja jedno poduzeće može primijeniti. Pod industrijskom okolinom smatramo onaj segment eksterne okoline koji obuhvaća skupinu istorodnih poduzeća. Može se zaključiti, da se radi o neposrednim konkurentima pojedinačnih snaga koji će prema Porteru ovisiti o pet konkurentskih sila: pregovaračkoj moći dobavljača, pregovaračkoj moći kupaca, prijetnji novih konkurenata, prijetnji supstituta te intenzitetu postojeće konkurencije.⁸⁹

Slika 3.: Porterov model pet sila

⁸⁸ Tipurić, D. i dr. (1999) *Konkurentna sposobnost poduzeća*. Sinergija. str. 3.

⁸⁹ Buble M. (2005) *Strateški menadžment*. Sinergija, Zagreb. str. 21



Izvor: izrada autora prema Porter, M. (2008) *Konkurentna prednost*. Masmedia, Zagreb. str. 23.-24.

Pregovaračka moć kupaca

U analizi razlikovati će se pregovaračka moć individualnih i velikih potrošača. Prvi, individualni potrošači, nisu velika prijetnja banci zahvaljujući srednjim ili visokim troškovima prebacivanja. To znači, da ako klijent ima hipoteku u određenoj banci, kreditnu karticu, zajam za automobil ili sl., nije se jednostavno i jeftino prebaciti u drugu banku. Zbog navedenog, zaključuje se kako individualni kupci u ovoj industriji nemaju veliku pregovaračku moć. S druge strane nalaze se veliki potrošači (korporativni klijenti), koji također nailaze na visoke troškove prebacivanja iz banke u banku za vrijeme financiranja svojih projekata, u smislu da im nije lako pronaći drugu banku koja će im odobriti ogromne količine novca na kredit. Zaključuje se da je i njihova pregovaračka moć prilično niska, no ipak viša od individualnih potrošača.⁹⁰

Pregovaračka moć dobavljača

Dva su glavna dobavljača kada se gleda bankarski sektor. Prva grupa sastoji se od pravnih i fizičkih osoba koje polažu svoja sredstva u banke i na taj način bankama omogućuju daljnje plasiranje tih sredstava kroz kredite drugim pojedincima ili poduzećima. Pojedinci s malo sredstava nemaju veliku pregovaračku moć jer su iznosi koje oni polažu u banke najčešće mali, dok su potencijalno veća prijetnja veća poduzeća i pojedinci s velikim depozitima. Druga grupa su zaposlenici banaka, koji, osim ako su na visokim pozicijama, također nemaju

⁹⁰ GraduateWay (2019). *Bank of America Five Force Analysis*. [online] Dostupno na: <https://graduateway.com/bank-of-america-five-force-analysis/> [30. ožujka 2021.]

preveliku pregovaračku moć. Način na koji banke zadržavaju najbolje radnike jesu veće plaće i pogodnosti.⁹¹

Rivalitet među postojećim konkurentima

Rivalitet je u ovoj industriji izrazito visok, što u određenoj mjeri snižava cijene i smanjuje sveukupnu profitabilnost industrije. S obzirom na to koliko dugo postoje, više - manje svi koji trebaju bankarske usluge, iste i imaju. Ono što Bank of America može napraviti kako bi bila konkurentnija jest raditi na diferencijaciji proizvoda i usluga, fokusirati se na temeljne potrebe kupaca te graditi ekonomiju opsega koja će joj na kraju omogućiti još više smanjivanje cijena i to da bude konkurentnija na tržištu.⁹²

Opasnost od supstituta

Opasnost od supstituta sve se više povećava u bankarskom sektoru, kako su poduzeća izvan industrije počela nuditi neke od usluga koje su tradicionalno bile dostupne samo od strane banaka. Tu spadaju usluge poput *PayPal*-a i *Apple Pay*-a. Online usluge *peer-to-peer* posudbe koje se mogu pronaći na internetskim stranicama Prosper.com ili LendingClub.com, način je na koji pojedinci mogu pozajmljivati novac pojedincima ili tvrtkama.⁹³ Još jedna opasnost jest ta da su nebankovne financijske institucije počele nuditi usluge slične bankovnim; osiguranje, investicijski fondovi, vrijednosne papire s fiksnim dohotkom.⁹⁴

Opasnost od ulaska novih konkurenata

Bankarski sektor ima poprilične zapreke pri ulasku novih poduzeća zbog visokih kapitalnih izdataka. Nadalje, Središnje banke zahtijevaju visok stupanj kredibilitnosti, koji nije lako postići kao novi igrač na tržištu. Inovacije, novi načini provođenja zadataka i nove strategije stvaraju pritisak na Bank of America u smjeru smanjivanja troškova i davanja više vrijednosti potrošačima. Tako da moraju prilagođavati svoje strategije cijena i stvarati barijere za ulazak konkurenata. Bank of America to radi koristeći ekonomiju obujma, i na taj način smanjujući

⁹¹ Investopedia (2020). Maverick J. B. *Analyzing Porter's Five Forces on JPMorgan*. [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/markets/020916/analyzing-porters-five-forces-jpmorgan-chase-jpm.asp> [31. ožujka 2021.]

⁹² FernFortUniversity (2019). *Bank of America Corporation Porter Five Forces Analysis*. [online] Dostupno na: <http://fernfortuniversity.com/term-papers/porter5/analysis/1028-bank-of-america-corporation.php> [30. ožujka 2021.]

⁹³ Investopedia (2020). Maverick J. B. *Analyzing Porter's Five Forces on JPMorgan*. [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/markets/020916/analyzing-porters-five-forces-jpmorgan-chase-jpm.asp> [31. ožujka 2021.]

⁹⁴ GraduateWay (2019). *Bank of America Five Force Analysis*. [online] Dostupno na: <https://graduateway.com/bank-of-america-five-force-analysis/> [30. ožujka 2021.]

fiksne troškove. Sve više investiraju u istraživanje i razvoj, u izgradnju novih kapaciteta te redefiniranje standarda, kako bi učinili industriju dinamičnijom.⁹⁵

4.3. Analiza financijskih izvještaja poduzeća

Nakon analize makroekonomskog okruženja i industrije, u ovom dijelu rada fokus se stavlja na kvantitativni dio, odnosno analizu financijskih izvještaja poduzeća. Uvidom u financijske izvještaje te provođenjem analize financijskih izvještaja dolazi se do informacija značajnih za razumijevanje financijske uspješnosti promatranog poduzeća, a koji će kasnije poslužiti prilikom procesa vrednovanja. Pri analizi financijskog poslovanja poduzeća, koriste se računovodstvene informacije objavljene od strane odabranog poduzeća te na temelju njih radi se analiza. Izrazito važnu ulogu imaju temeljni financijski izvještaji, bilanca, račun dobiti i gubitka i izvještaj o novčanom toku. Promatraju se i analiziraju financijski izvještaji za posljednjih 5 godina, odnosno u razdoblju 2016.-2020 godine.

4.3.1. Bilanca

Bilanca prikazuje financijski položaj banke koji se određuje kao „*stanje i međudnos imovine, obveza i kapitala određenog poduzeća*“.⁹⁶ U tom smislu bilanca predstavlja sistematizirani pregled stanja imovine, kapitala i obveza na određeni datum i statički je financijski izvještaj.⁹⁷ Bilance banaka ponešto se razlikuju od bilanci ostalih poduzeća, tj. imaju određene specifičnosti. Na primjer, u bilancama banaka ne nalaze se pozicije poput potraživanja od kupaca ili sitan inventar, dok se s druge strane mogu pronaći obvezne pričuve, plasmani i zajmovi drugim bankama, financijska imovinu radi trgovanja itd. U nastavku može se vidjeti skraćena bilanca za poduzeće Bank of America.

Tablica 3.: Skraćeni oblik bilance poduzeća Bank of America za razdoblje 2016-2020

(u mil. \$)	2016	2017	2018	2019	2020
AKTIVA					
Novac i potraživanja od banaka	30.719	29.480	29.063	30.152	36.430

⁹⁵ FernFortUniversity (2019). *Bank of America Corporation Porter Five Forces Analysis*. [online] Dostupno na: <http://fernfortuniversity.com/term-papers/porter5/analysis/1028-bank-of-america-corporation.php> [30. ožujka 2021.]

⁹⁶ Žager, K. i Žager, L. (1999) *Analiza financijskih izvještaja*. Masmedia, Zagreb. str. 34.

⁹⁷ Volarević, H. i Varović, M. (2013) *Računovodstvo 1*. Mate, Zagreb. str. 131.

Obvezne pričuve kod FED-a	117.019	127.954	148.341	131.408	344.033
Novac i novčani ekvivalenti	147.738	157.434	177.404	161.560	380.463
Oročeni depoziti i druga kratkoročna ulaganja	9.861	11.153	7.494	7.107	6.546
Prodani FED fondovi i kupljeni ili posuđeni VP namijenjeni za prodaju	198.224	212.747	261.131	274.597	304.058
Vrijednosni papiri i drugi financijski instrumenti koji se drže radi trgovanja	180.209	209.358	214.348	229.826	198.854
Derivativna financijska imovina	42.512	37.762	43.725	40.485	47.179
Ulaganje u dužničke vrijednosne papire:					
- Iskazani prema fer vrijednosti	313.660	315.117	238.101	256.467	246.601
- Vrijednosni papiri i drugi financijski instrumenti koji se drže do dospeljeća	117.071	125.013	203.652	215.730	438.249
Ukupni dužnički vrijednosni papiri	430.731	440.130	441.753	472.197	684.850
Najmovi i zajmovi	906.683	936.749	946.753	983.426	927.862
Rezerviranja za kreditne gubitke	-11.237	-10.393	-9.601	-9.416	-18.802
Najmovi i zajmovi, neto rezerviranja	895.446	926.356	937.294	974.010	909.059
Prostor i oprema, neto	9.139	9.247	9.906	10.561	11.000
Goodwill	68.969	68.951	68.951	68.951	68.951
Potraživanja od klijenata i ostala potraživanja	58.759	61.623	10.367	55.937	64.221
Ostala imovina	123.996	132.741	116.320	129.690	135.203
Ukupna aktiva	2.188.067	2.281.234	2.354.507	2.434.079	2.819.627
PASIVA					
Depoziti u US institucijama					
- nekamatonosni	438.125	430.650	412.587	403.305	650.674
- kamatonosni	750.891	796.576	891.636	940.731	1.038.341
Depoziti izvan US institucija					
- nekamatonosni	12.039	14.024	14.060	13.719	17.698
- kamatonosni	59.879	68.295	63.193	77.048	88.767
Ukupni depoziti	1.260.934	1.309.545	1.381.476	1.434.803	1.795.480
Kupljeni FED fondovi i izdani ili prodani VP namijenjeni za otkup	170.291	176.865	186.988	165.109	170.323
Financijske obveze kojima se trguje	63.031	81.187	68.220	83.270	71.320
Derivatne financijske obveze	39.480	34.300	37.891	38.229	45.526

Kratkoročni krediti	23.944	32.666	20.189	24.204	19.321
Obračunati troškovi i ostale obveze	147.369	152.123	165.078	182.798	181.799
Dugoročne obveze	216.823	227.402	229.340	240.856	262.934
Ukupne obveze	1.921.872	2.014.088	2.089.182	2.169.269	2.546.703
Dionički kapital					
- preferencijalne dionice	25.220	22.323	22.326	23.401	24.510
- obične dionice	147.038	138.089	118.896	91.723	85.982
Zadržana dobit	101.225	113.816	136.314	156.319	164.088
Ukupni kapital	266.195	267.146	265.325	264.810	272.924
Ukupna pasiva	2.188.067	2.281.234	2.354.507	2.434.079	2.819.627

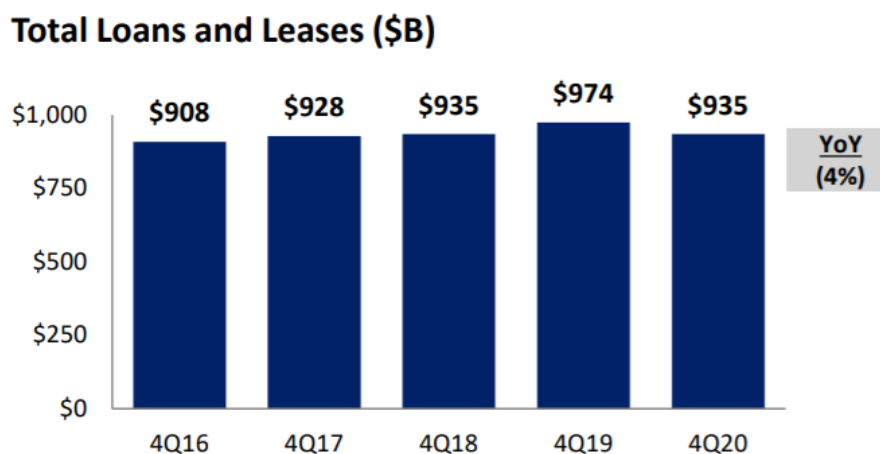
Izvor: samostalna izrada autora prema podacima iz financijskih izvještaja poduzeća Bank of America

Aktiva bilance

Promatrajući bilancu Bank of America-e, može se primijetiti kako se ukupna imovina konzistentno povećava u zadnjih 5 godina, te je u prosincu 2020. godine iznosila 2.8 milijarde američkih dolara, odnosno 385.5 milijardi američkih dolara više nego u prosincu 2019. To predstavlja povećanje od 15.84% u odnosu na 2019. godinu. Porast ukupne imovine najviše je posljedica povećanja depozita potrošača i porast ulaganja u dužničke vrijednosne papire, dok istovremeno smanjenje pozicije zajmova djelomično utječe na usporavanje povećanja ukupne imovine. Došlo je do povećanja pozicije novac i novčani ekvivalenti za više od duplo u 2020. godini u odnosu na 2019. godinu; točnije za 218.9 milijardi američkih dolara. Stavka zajmovi i najmovi, koji ujedno predstavljaju i najveću stavku aktive, smanjila se. To može biti posljedica toga da se potrošači boje zaduživati i postaju oprezniji pri zaduživanju, ili je banka odlučila postati više selektivna pri davanju zajmova potrošačima i poduzećima. Promjene navedene pozicije može se uočiti na grafikonu 5. U bilanci može se primijetiti porast pozicije dužničkih vrijednosnih papira, koji primarno uključiti Američke trezorske zapise, hipotekarne vrijednosne papire, korporativne vrijednosne papire te ulaganje u inozemne obveznice. Radi se o rastu pozicije od 212.7 milijardi američkih dolara, odnosno 45% porast u 2020. u odnosu na 2019. godinu. Dužničke vrijednosne papire Bank of America koristi primarno za upravljanje kamatnom stopom i rizikom likvidnosti, te za iskorištavanje uvjeta na tržištu pomoću kojih ostvaruje povrate na te investicije. Naglasak je na prilično konzervativnom pristupu ulaganja u dužničke vrijednosne papire, ponajviše na ulaganje u sigurne vrijednosnice poput trezorskih zapisa i domaćih i stranih obveznica, čime se osigurava

likvidnost banaka. Još jedan pokazatelj opreznog poslovanja Bank of America-e i adaptacije na nove gospodarske uvjete uzrokovane pandemijom očita se u poziciji rezervacije za kreditne gubitke (engl. *Allowance for credit losses*) koja je narasla za 100% u 2020. godini u odnosu na 2019., te se time banka priprema na potencijalnu nemogućnost potrošača da vrate kredite. U apsolutnom iznosu, stavka je s 9.4 milijarde američkih dolara narasla na 18.8 milijardi američkih dolara, tj. 9.4 milijardi američkih dolara. Pozicija prodani FED fondovi podrazumijeva pozajmljivanje viška sredstava komercijalnih banaka Federalnim rezervama na kratkoročnoj osnovi, dok pozicija kupljeni ili posuđeni vrijednosni papiri namijenjeni za prodaju podrazumijevaju dio portfelja raspoloživog za prodaju, te se može uočiti rast pozicije u kroz svih 5 prikazanih godina. Manji udio ukupne aktive odlazi na materijalnu imovinu, koja služi za obavljanje djelatnosti banaka, što je i općenito karakteristično za bilance banaka.

Grafikon 5.: Prikaz ukupnih najмова i zajmova Bank of America-e od 2016. do 2020. godine



Izvor: Bank of America 4Q20 Financial Results (2021) [online] Dostupno na: <https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/806/9028/presentation/The+Presentation+Materials.pdf> [14. travnja 2021.]

Pasiva bilance

U pasivi bilance može se uočiti podatak da sveukupne obveze iznose nešto više od 2.5 milijardi američkih dolara. Taj broj može zvučati veliko, no s obzirom na to da su depoziti više od 70% od tog iznosa, to je u granicama normale; ne smije se smetnuti s uma da je to način na koji financijske institucije posluju, primajući sredstva od potrošača te ih dalje plasirajući drugim potrošačima uz određenu kamatu. Vjerojatnost da će svi ljudi odjednom doći u banku i zahtijevati svoj novac nije velika. Bank of America zapravo ima manju polugu (engl. *leverage*) od drugih banaka i vode prilično konzervativnu politiku rezervi kako se ne bi

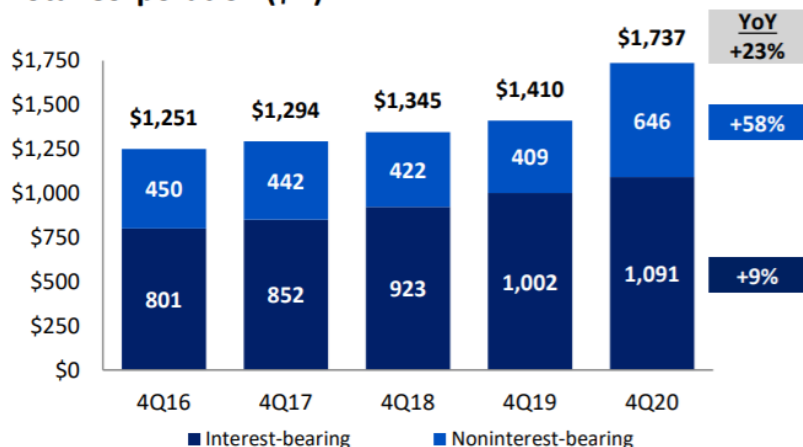
izlagali velikom riziku. U bilanci može se primijetiti kako ukupni depoziti rastu iz godine u godinu, te su u 2020. u odnosu na 2019. narasli za 23%, i to na 1.795.480 milijuna američkih dolara. To je prilično velik skok te je taj broj interesantan, jer uz silne gubitke radnih mjesta uzrokovane pandemijom, ljudi su očito sve više sredstava stavljali na štednju, potencijalno u strahu od daljnjeg razvoja događaja vezano za pandemiju i neizvjesne buduće gospodarske situacije. Povećanje ukupnih depozita pozitivna je stvar za Bank of America, budući da oni prikupljaju novčana sredstva od potrošača te ih dalje plasiraju drugim potrošačima, na što dodaju kamate. Na grafikonu 6 može se vidjeti grafički prikaz rasta depozita kroz vrijeme prema depozitima na koje se plaća kamata i onima na koje se kamata ne plaća te se također može vidjeti postotna godišnja promjena navedene pozicije. Stavka kupljeni FED fondovi odnose se na posuđivanje rezervi fondova na kratkoročnoj bazi, dok se izdani ili prodani vrijednosni papiri prema dogovoru da se ponovno kupe odnose na kolateralne izdane ili prodane vrijednosne papire, odnosno osigurane instrumente u svrhu prikupljanja novčanih sredstava. Navedena pozicija povećala se 5.2 milijardi američkih dolara, što ispada 3% u relativnom iznosu i to primarno potaknuta aktivnošću klijenata na globalnom tržištu. Stavka kratkoročne pozajmice dodatan je izvor financiranja te prvenstveno uključuje zajmove kod FHLB-a (Federalna banka zajmova kod kuće) koji dospijevaju unutar godine dana. Kratkoročna zaduživanja Bank of America-e u 2020. godini smanjila su se za 4.9 milijardi američkih dolara u odnosu na 2019, ponajprije zbog više depozita koje je banka primila. Dugoročni dug povećava se kroz zadnjih 5 promatranih godina, u prosjeku 5% godišnje, dok je u prošloj godini ostvario najveći porast porast, 9%. Ukupni kapital povećao se za 8.1 milijardu američkih dolara potaknut povećanjem neto dohotka i povećanjem tržišne vrijednosti dužničkih vrijednosnih papira te emisijom povlaštenih i običnih dionica, umanjen za isplaćena sredstva dioničarima u ukupnom iznosu od 14.7 milijardi američkih dolara kroz otkup dionica i obične i povlaštene dividende. Slučaj kada poduzeće otkupljuje svoje dionice pogodan je za investitore i predstavlja dobar znak. Preostale dionice koje drže investitori vrijede više nego prije otkupa te to također pokazuje financijsku snagu poduzeća.

Grafikon 6.: Prikaz ukupnih depozita Bank of America-e od 2016. do 2020. godine

Average Deposits

Bank of America Ranked #1 in U.S. Deposit Market Share ¹

Total Corporation (\$B)



Izvor: Bank of America 4Q20 Financial Results (2021) [online] Dostupno na:

https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/806/9028/presentation/The+Presentation+Materials.pdf [14. travnja 2021.]

4.3.2. Račun dobiti i gubitka

Račun dobiti i gubitka odnosi se na financijski izvještaj utemeljen na pokazivanju uspješnosti poslovanja tvrtke kroz izvjesni vremenski period. U računu dobiti i gubitka prikazani su svi prihodi i rashodi te ostvareni financijski rezultat u promatranom periodu. Preko računa dobiti i gubitka može se saznati je li banka profitabilna ili ne. Kao što se može i zaključiti po samom nazivu, sastoji se od prihoda, rashoda te financijskog rezultata, pri čemu vrijedi da banka posluje s dobiti ako su prihodi veći od rashoda, odnosno u gubitku ako su rashodi veći od primitaka.⁹⁸ U nastavku je prikazan račun dobiti i gubitka poduzeća Bank of America za posljednjih 5 godina.

Tablica 4.: Skraćeni oblik RDG-a poduzeća Bank of America za razdoblje 2016-2020

(u mil. \$)	2016	2017	2018	2019	2020
Neto kamatni prihodi	41.486	45.239	48.162	48.891	43.360
Neto nekamatni prihodi	42.012	42.887	42.858	42.353	42.168
Ukupni prihodi	83.498	87.126	91.020	91.244	85.528

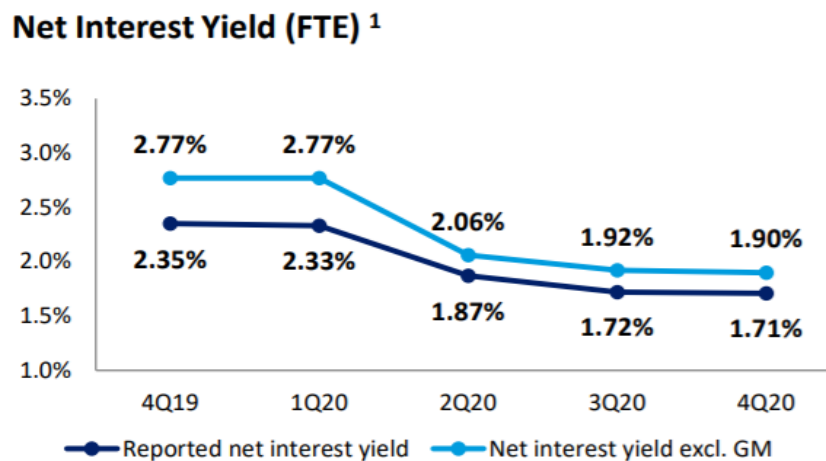
⁹⁸ Žager, K. i Žager, L. (1999) *Analiza financijskih izvještaja*. Masmedia, Zagreb. str. 47.

Rezerviranja za kreditne gubitke	3.597	3.396	3.282	3.590	11.320
Ostali troškovi	54.880	54.517	53.154	54.900	55.213
Dobit prije oporezivanja	25.021	29.213	34.584	32.754	18.995
Porez na dobit	7.199	10.981	6.437	5.324	1.101
Dobit/gubitak tekuće godine	17.822	18.232	28.147	27.430	17.894

Izvor: samostalna izrada autora prema podacima iz financijskih izvještaja poduzeća Bank of America

Prva navedena pozicija, neto kamatni prihod, odnosi se na prihode od kamata od ulaganja u financijsku imovinu, te se može uočiti kako se u 2020. godini u odnosu na 2019. taj iznos smanjio za 5.5 milijardi američkih dolara. Smanjenje je prvenstveno posljedica smanjenja kamatnih stopa. Zbog smanjenja kamatnih stopa smanjio se i BoA-in neto prinost od kamata na otprilike 1.9% u 2020., kao što se može vidjeti na grafikonu 7 i postoji mogućnost da će ostati na tim ili nižim razinama kao posljedica nastojanja FED-a da zadrži kamatne stope na čim nižim razinama.

Grafikon 7: Neto prinost od kamata po kvartalima; od četvrtog kvartala 2019. do četvrtog kvartala 2020. godine

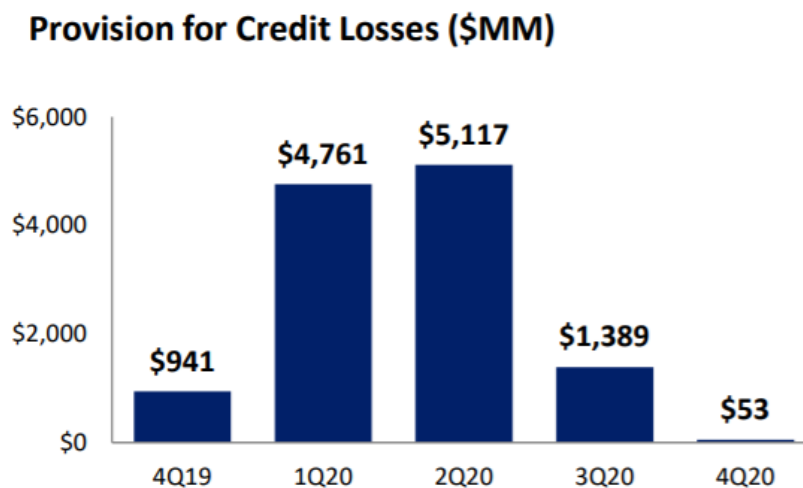


Izvor: Bank of America 4Q20 Financial Results (2021) [online] Dostupno na: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/806/9028/presentation/The+Presentation+Materials.pdf [14. travnja 2021.]

Druga skupina prihoda, koji se ne odnose na one od kamata, uključuje prihode od naplaćivanja godišnjih naknada za kartice (gdje se bilježi pad od 141 milijun američkih dolara najviše uslijed pada potrošnje potrošača zbog pandemije), naknade za pružanje usluga (bilježe pad od 533 milijuna američkih dolara zbog slabije aktivnosti klijenata), te naknade za investicijske i brokerske usluge banke (koje bilježe povećanje od 672 milijuna američkih

dolara kao posljedica veće aktivnosti klijenata na financijskom tržištu). S obzirom da su se i jedna i druga navedena pozicija koje utječu na stavku sveukupnih prihoda smanjile, smanjili su i ukupni prihodi u relativnom iznosu 6.3% u 2020. godini u odnosu na 2019. Stavka ukupni prihodi od 2016. godine do 2019. sporo je rasla, u prosjeku za 3% godišnje. Nadalje, stavka rezervacije za kreditne gubitke povećala se za 7.7 milijardi američkih dolara u 2020. u odnosu na 2019. godinu, potaknuta slabom gospodarskom situacijom uzrokovanom pandemijom. Na grafikonu 8 može se uočiti nagli skok iznosa rezervacija na početku 2020. godine, te smanjivanje iznosa rezervacija kako se 2020. bližila kraju.

Grafikon 8.: Prikaz pozicije rezervacija za kreditne gubitke po kvartalima; od četvrtog kvartala 2019. do četvrtog kvartala 2020. godine



Izvor: Bank of America 4Q20 Financial Results (2021) [online] Dostupno na: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/806/9028/presentation/The+Presentation+Materials.pdf [14. travnja 2021.]

Kao sljedeću poziciju može se primijetiti ostale troškove tj. gubitke iz operativne djelatnosti, koji između ostalog uključuju plaće zaposlenika, bonuse, najam imovine, trošak informatičke tehnologije, odnosno sve troškove vođenja banke. Ta je kategorija porasla za samo 313 milijuna američkih dolara u 2020. u odnosu na 2019. Trošak poreza na dohodak iznosio je 1.1 milijardu američkih dolara, u usporedbi s 5.3 milijardi u 2019, rezultirajući efektivnu poreznu stopu od 5.8% u 2020. u odnosu od 16.3% u 2019.

Pozicija koja je dosta pala jesu neto zarade, i to ponajviše zbog povećanja stavke rezervacija za kreditne gubitke. S obzirom da taj novac nije napustio banku, već je jednostavno stavljen sa strane za slučaj da se dogodi izvanredna situacija, taj će se trend pada neto prihoda vjerojatno u budućnosti početi vraćati u normalnu, kako se iznos rezervacija krene

smanjivati. Neto prihod poduzeća Bank of America od 2016. do 2019. godine u pravilu je rastao ili bio na više manje istoj razini.

4.3.3. Novčani tok

Izvjestaj o novčanim tokovima je sastavni dio temeljnih financijskih izvještaja. Prikazuje izvore pribavljanja kao i način uporabe novca. Izvjestaj o novčanim tokovima iskazuje novčane tokove, tj. priljev i odljev novca i novčanih ekvivalenata u određenom vremenskom razdoblju.⁹⁹ U nastavku može se vidjeti skraćeni oblik izvještaja o novčanom toku odabranog poduzeća.

Tablica 5.: Skraćeni oblik izvještaja o novčanom toku poduzeća Bank of America za razdoblje 2016-2020

(u mil. \$)	2016	2017	2018	2019	2020
Poslovne aktivnosti					
Dobit/gubitak tekuće godine	17.822	18.232	28.147	27.430	17.894
Usklađenja:					
- rezerviranja za kreditne gubitke	3.597	3.396	3.282	3.590	11.320
- primici od prodaje vrijednosnih papira	-490	-255	-154	-217	-411
- amortizacija materijalne imovine	1.511	1.482	2.063	1.729	1.843
- vrijednosni papiri koji se vode po amortiziranom trošku	3.134	2.251	1.824	2.066	4.101
- odgođeno plaćanje poreza	5.793	8.175	3.041	2.435	-1.737
- ostala usklađenja iz poslovne aktivnosti	2.097	2.270	1.729	4.046	2.031
Kreditni namijenjeni za prodaju	-1.731	-3.447	901	1.317	-608
Ostale promjene iz poslovne aktivnosti	-13.372	-21.701	-1.313	19.381	3.560
Neto novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti	18.361	10.403	39.520	61.777	37.993
Investicijske aktivnosti					
Primici/izdaci od kratkoročnih ulaganja	-7.859	-15.815	-44.725	-13.079	-28.900
Primici od naplate/plaćanja za kupnju vrijednosnih papira	-30.144	-8.183	-10.201	-24.007	-189.969
Primici/plaćanja na temelju najмова i zajmova	-25.247	-35.954	-14.556	-40.570	44.693

⁹⁹ Žager, L. i Žager, K. (1999) *Analiza financijskih izvještaja*. Masmedia, Zagreb.

Ostali primici/plaćanja iz investicijskih aktivnosti	107	8.411	-1.986	-2.974	-3.489
Neto novčani tokovi iz investicijskih aktivnosti	-63.143	-51.541	-71.468	-80.630	-177.665
Financijske aktivnosti					
Primici/izdaci od depozita	63.675	48.611	71.931	53.327	360.677
Primici/izdaci na bazi kupljenih FED fondova i izdanih ili prodanih VP namijenjenih za otkup	-4.000	7.024	10.070	-21.879	5.214
Povećanje/smanjenje kratkoročnih kredita	-4.014	8.538	-12.478	4.004	-4.893
Primici od izdavanja/smanjenja dugoročnog duga	-16.312	3.933	11.232	1.626	9.065
Primici od izdavanja preferencijalnih dionica	2.947	-	3	1.075	1.109
Otkup običnih dionica	-5.112	-12.814	-20.094	-28.144	-7.025
Isplaćena dividenda	-4.194	-5.700	-6.895	-5.934	-7.727
Ostale promjene iz financijske aktivnosti	-63	-397	-651	-698	-601
Neto novčani tokovi iz financijske aktivnosti	32.927	49.195	53.118	3.377	355.819
Efekt deviznog tečaja na novčani tok	240	2.105	-1.200	-368	2.756
Neto povećanje/smanjenje novca i novčanih ekvivalenata	-11.615	9.696	19.970	-15.844	218.903
Novac i novčani ekvivalenti na dan 1. siječnja	159.353	147.738	157.434	177.404	161.560
Novac i novčani ekvivalenti na dan 31. prosinca	147.738	157.434	177.404	161.560	380.463

Izvor: samostalna izrada autora prema podacima iz financijskih izvještaja poduzeća Bank of America

Primici i izdaci od poslovne aktivnosti te sposobnost poduzeća Bank of America da generira novac kroz kratkoročna i dugoročna zaduživanja uspješno podupiru i financiraju njihove potrebe za financijskom likvidnošću. Investicijske aktivnosti poduzeća ponajprije uključuju portfelj dužničkih vrijednosnih papira te najmove i zajmove. Financijske aktivnosti primarno odražavaju novčane tokove povezane s depozitima kupaca, ugovorima o financiranju vrijednosnih papira te dugoročni dug. Prema izvještaju o novčanom toku, najznačajniji izvor prihoda poduzeća Bank of America jesu oni iz financijske aktivnosti. Neto novčani tok

poduzeća u 2020. godini iznosio je 218 milijardi američkih dolara, od čega je najveći udio otišao na novčani tok od financijskih aktivnosti.

Iz izvještaja o novčanom toku vidljivo je kako je novčani tok iz poslovnih aktivnosti pao u 2020. u odnosu na 2019. i to s 61 milijardu na 31 milijardu američkih dolara. Vidljivo je također kako je tok iz investicijskih aktivnosti konstantno negativan, te je u 2020. dosegao -177 milijardi dolara; za više od duplo u odnosu na prošlu godinu. Tome je najviše pridonijela kupnja vrijednosnih papira, koja se u 2020. godini povećala za 690% u odnosu na 2019. Naposljetku, već spomenuti novčani tokovi od financijske aktivnosti, koji sudjeluju u ukupnim novčanim tokovima u najvećem postotku, najviše su pod utjecajem promjene količine depozita. Vidljivo je kako su depoziti s iznosa od 53 milijarde dolara u 2019., narasli na 360 milijardi u 2020., što iznosi povećanje od 576%. Na kraju može se uočiti porast pozicije novca i novčanih ekvivalenata na kraju godine u odnosu na 2019., sa 161 milijardu, na 380 milijardi američkih dolara.

Tablica 6 obuhvaća proces otkupa običnih dionica kroz 2018., 2019. i 2020. godinu. Može se zaključiti kako Bank of America konzistentno otkupljuje svoje dionice te na taj način povećava vrijednost onim dionicama koje ostaju na tržištu. Naime, u posljednjih 10 godina obične se dionice na tržištu u prosjeku smanjuju za 1%, što je neoporezivi način na koji se nagrađuje dioničare za ulaganje u poduzeće i znači da dioničari uz sve ostalo nepromijenjeno povećavaju svoj udio u vlasništvu poduzeća u prosjeku za 1% godišnje. Iz 2018. u 2019. godinu može se primijetiti porast broja otkupljenih dionica. Naime, u prvoj je polovici 2020., zbog neizvjesne budućnosti kao posljedica pandemije, FED odlučio kako sve velike banke moraju obustaviti otkup dionica. Kroz 2020. tako se otkup dionica usporio i iznosio je 227 milijuna običnih dionica, što je ukupno doseglo vrijednost od 7 milijardi američkih dolara. Također, iz godišnjeg izvještaja poduzeća Bank of America može se iščitati kako su godišnje dividende za obične dionice bile \$0.54 u 2018., \$0.66 u 2019., te konačno \$0.72 u 2020. godini, no s obzirom na to da se dividende isplaćuju kvartalno, u tablici 7 vidljivo je kako to ispadne 0.18 američkih dolara svaki kvartal. Omjerom isplate dividendi jest 38.5%, dok je prinos od dividende 1.86%, što predstavlja omjer godišnje dividende i cijene dionice. Ti omjeri smatraju se povoljnim, jer ostavljaju priličan prostor za manevar u tom pogledu, tj. povećanje dividende. U prilog zaključku kako bi se pozitivan trend ophođenja prema dioničarima mogao nastaviti pokazuje i činjenica kako Bank of America povećava svoju dividendu posljednjih 7 godina.

Tablica 6.: Otkup običnih dionica u posljednje 3 godine poduzeća Bank of America

Common Stock Repurchase Summary

(in millions)	2020	2019	2018
Total share repurchases, including CCAR capital plan repurchases	227	956	676
Purchase price of shares repurchased and retired			
CCAR capital plan repurchases	\$ 7,025	\$ 25,644	\$ 16,754
Other authorized repurchases	—	2,500	3,340
Total shares repurchased	\$ 7,025	\$ 28,144	\$ 20,094

Izvor: Bank of America *Annual Report* 2020 (2021) [online] Dostupno na: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/867/9129/annual_report/BAC_2020_Annual_Report.pdf [15. travnja 2021.]

Tablica 7.: Kvartalni iznosi isplate dividendi za 2020. godinu, i prvi kvartal 2021.

Declaration Date	Record Date	Payment Date	Dividend Per Share
January 19, 2021	March 5, 2021	March 26, 2021	\$ 0.18
October 21, 2020	December 4, 2020	December 24, 2020	0.18
July 22, 2020	September 4, 2020	September 25, 2020	0.18
April 22, 2020	June 5, 2020	June 26, 2020	0.18
January 29, 2020	March 6, 2020	March 27, 2020	0.18

Izvor: Bank of America *Annual Report* 2020 (2021) [online] Dostupno na: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/867/9129/annual_report/BAC_2020_Annual_Report.pdf [15. travnja 2021.]

4.4. Vrednovanje poduzeća pomoću metode multiplikatora

Definicija vrednovanja poduzeća pomoću multiplikatora, kao i objašnjenje postupka i definicija usporedivih poduzeća navedeni su u trećem poglavlju ovoga rada. U ovom poglavlju u cilju je na konkretnom primjeru odabranog poduzeća provesti vrednovanje pomoću metode multiplikatora te multiplikator "peer" grupe iskoristiti za procjenu vrijednosti dionice Bank of America. Koristeći razne online izvore, poput platforme Bloomberg, Yahoo Finance, GuruFocus, NYSE te Market Watch, pronađena su usporediva poduzeća te izračunati njihovi multiplikatori.

4.4.1. Multiplikator P/E

U brojnik za izračun P/E multiplikatora potrebno je uvrstiti neto zarade Bank of America umanjene za dividende isplaćene za preferencijalne dionice, kako bi se dobile neto zarade koje se odnosi na dioničare običnih dionica, 20.49 milijardi dolara. Broj izdanih dionica je

8.79 milijardi. Pomoću prethodno navedenih podataka izračunava se EPS - neto zarade po dionici, na način da se podijeli 20.49 milijarde dolara s 8.79 milijardi dionica, što iznosi 2.33 dolara zarada po dionici. Navedeni postupak može se zapisati na sljedeći način:

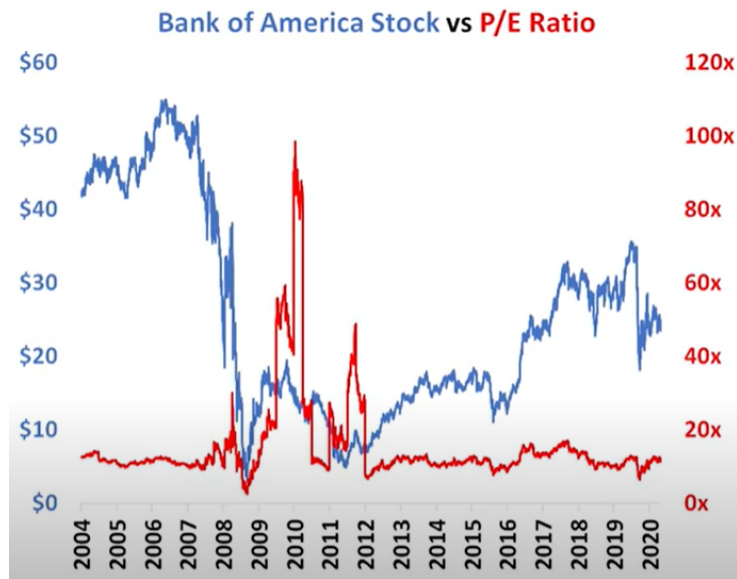
$$EPS = \frac{\text{Neto dobit} - \text{Dividende na preferencijalne dionice}}{\text{Broj izdanih dionica}} = \frac{20.490.000}{8.790.000} = 2,33$$

Trenutna cijena po dionici, na dan 9. lipnja 2021., iznosi 42,88 dolara, pa se P/E multiplikator računa kako je prikazano u nastavku:

$$P/E = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Neto dobit po dionici}} = \frac{42,88}{2,33} = 18,40$$

Rezultat iznosi 18,40 što znači da su investitori spremni platiti 18,40 dolara za jedan dolar neto zarada. Iz grafikona 9 može se iščitati kako P/E omjer ne prati vjerodostojno cijenu dionice poduzeća Bank of America i ne pomaže puno pri odluci o tome kada kupiti dionicu poduzeća. Na grafikonu se mogu vidjeti veliki skokovi i promijene P/E omjera, što je djelomično posljedica toga da ponekad zarade poduzeća prilično variraju. Velik skok uočljiv na grafikonu u 2010. godini dogodio se u vrijeme krize, kada su zarade poduzeća jako pale, što objašnjava visok P/E.

Grafikon 9.: Usporedba cijene dionice poduzeća Bank of America i P/E omjera u razdoblju 2004-2020.



Izvor: samostalna izrada autora prema podacima s Yahoo Finance i finansijskih izvještaja poduzeća Bank of America

4.4.2. Multiplikator P/B

Knjigovodstvena vrijednost poduzeća može se pronaći u bilanci, tako da se od sveukupne imovine oduzmu sveukupne obveze. Kako bi se došlo do knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice po dionici, dobiveni iznos potrebno je podijeliti s brojem izdanih dionica. Za izračun P/B multiplikatora potrebna je knjigovodstvena vrijednost obične glavnice po dionici, koja u slučaju poduzeća Bank of America iznosi 28,72. U nastavku u omjer je stavljena cijena dionice i knjigovodstvena vrijednost obične glavnice po dionici kako bi se došlo do P/B omjera.

$$P/B = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice po dionici}} = \frac{42,88}{28,72} = 1,49$$

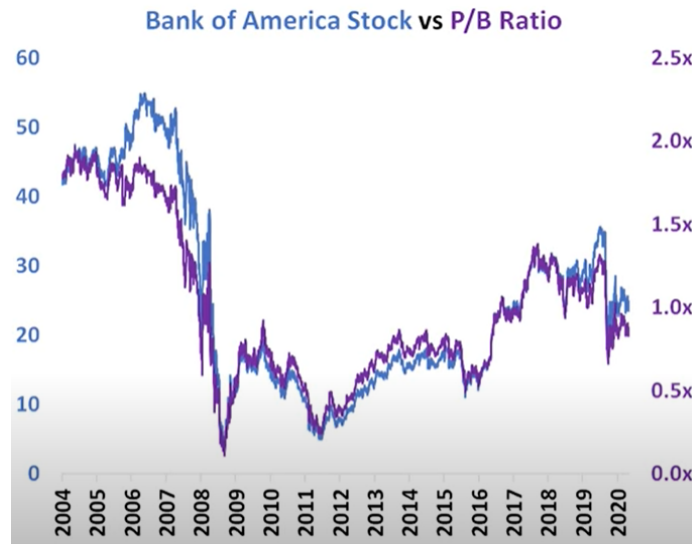
Rezultat izračuna jest 1.49, što označava da su investitori spremni 1,49 dolara za jedan dolar knjigovodstvene vrijednosti koju dobivaju.

Za razliku od P/E omjera koji ne prati cijenu dionice Bank of America najpreciznije, grafikon 10 prikazuje kako P/B omjer prati cijenu dionice prilično vjerodostojno. P/B omjer općenito je u većini slučajeva pogodniji za procjenu finansijskih poduzeća.¹⁰⁰ Razlog takvog ujednačenog pomicanja navedenog multiplikatora i cijene dionice poduzeća je taj što knjigovodstvena

¹⁰⁰ Motilaloswal. [online] Dostupno na: <https://www.motilaloswal.com/blog-details/why-is-p-bv-a-more-popular-measure-for-banking-stocks/2114> [04. svibnja 2021.]

vrijednost u pravilu nije tako volatilna kao zarade poduzeća. U cilju je investitora platiti manje za dionicu od iznosa knjigovodstvene vrijednosti po dionici. Ako se na grafikonu 10 povuče vodoravna linija od oznako 1.0x, to predstavlja granicu, odnosno ispod te crte investitori bi trebali razmišljati o kupnji određene dionice.

Grafikon 10.: Usporedba cijene dionice poduzeća Bank of America i P/B omjera u razdoblju 2004-2020.



Izvor: samostalna izrada autora prema podacima s Yahoo Finance i financijskih izvještaja poduzeća Bank of America

Kroz posljednjih 10 godina P/B omjer mijenjao se kao što je prikazano u tablici 8. Vidljivo je kako je prosječan multiplikator za navedeno razdoblje bio 1.1x, i kada se to usporedi s trenutnim, zaključuje se kako se trenutno trguje većim omjerom, odnosno kako je poduzeće precijenjeno.

Tablica 8.: P/B omjer kroz posljednjih 10 godina za odabrano poduzeće

BAC	P/B
2011	0.4x
2012	0.8x
2013	1.1x
2014	1.1x
2015	1.0x
2016	1.2x
2017	1.5x
2018	1.3x
2019	1.6x
2020	1.3x

Prosjek	1.1x
---------	------

Izvor: samostalna izrada autora prema financijskim podacima objavljenim od poduzeća Bank of America

4.4.3. Multiplikator P/S, EV/EBITDA i EV/EBIT

Multiplikator P/S računa se na način da se tržišna kapitalizacija poduzeća stavi u omjer s prihodom od prodaje. Prihod od prodaje poduzeća Bank of America iznosi 46.60 milijardi dolara, dok tržišna kapitalizacija iznosi 367.28 milijarde dolara. Tržišna kapitalizacija dobije se množenjem broja izdanih dionica s tržišnom cijenom po dionici. P/S multiplikator tako računamo na sljedeći način:

$$P/S = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Prihod od prodaje}} = \frac{367.280.000}{46.600.000} = 7,88$$

P/S multiplikator za poduzeće Bank of America iznosi 7,88.

Kada je riječ o multiplikatoru EV/EBITDA i EV/EBIT banke funkcioniraju na principu da plaćaju pojedincima i poduzećima da im "posude" novac (npr. kamate na štednom računu), te taj isti novac dalje pozajmljuju pojedincima i poduzećima za veću kamatnu stopu u obliku kredita. Budući da se u ovom radu procjenjuje banka, kojoj je u srži poslovanja primanje depozita i izdavanje kredita, EBITDA, koja uzima u obzir zarade prije kamata, irelevantan je pokazatelj. Isto se može zaključiti i za EBIT pokazatelj. Ni jedan ni drugi ne pokazuju realnu i točnu financijsku situaciju banaka.

4.4.4. „PEER“ Grupa

U trećem je poglavlju navedena definicija *PEER* grupe, te je objašnjeno kako je potreban prosječni multiplikator *PEER* grupe koji će se koristiti za izračun cijene dionice poduzeća Bank of America. Ova se metoda koristi često u praksi.

Važna pretpostavka za početak vrednovanja korištenjem metode usporedivih poduzeća jest kvalitetna selekcija skupine usporedivih poduzeća. Karakteristike odabranih poduzeća bi trebale biti u skladu s operativnim i financijskim karakteristikama odabranog poduzeća. Za usporedbu odabrana su poduzeća koja veličinom i djelatnošću odgovaraju poduzeću koje se procjenjuje. Poduzeća odabrana za usporedbu jesu konkurenti Bank of America-e; Wells Fargo, JPMorgan Chase & Co., Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs i U.S. Bancorp. Sve navedene banke isplaćuju dividende te su sve u sastavu S&P indeksa. Prva tri navedena

konkurenta, skupa s Bank of America poznate su i pod nazivom “*big four*” banki u Sjedinjenim državama, iz razloga što drže oko 45% svih depozita klijenata u SAD-u.¹⁰¹

Wells Fargo & Company (NYSE: WFC) vodeće je poduzeće za financijske usluge koja ima približno 1,9 bilijuna američkih dolara imovine i opslužuje jedno od tri američka kućanstva i više od 10% svih tvrtki na srednjem tržištu u SAD-u. Nude raznolik set bankarskih usluga, investicijske i hipotekarne proizvode i usluge, kao i potrošačko i komercijalno financiranje, kroz četiri poslovna segmenta o kojima se izvještava: potrošačko bankarstvo i kreditiranje, komercijalno bankarstvo, korporativno i investicijsko bankarstvo i upravljanje bogatstvom i ulaganjima.

JPMorgan Chase & Co. (NYSE: JPM) djeluje kao poduzeće za financijske usluge širom svijeta. JPMorgan Chase & Co. osnovana je 1799. godine sa sjedištem u New Yorku u državi New York. Također djeluje u četiri segmenta, a to su: potrošačko i zajedničko bankarstvo, korporativno i investicijsko bankarstvo, komercijalno bankarstvo i upravljanje imovinom i bogatstvom.

Citigroup Inc. (NYSE: C) osnovan je 1812. godine sa sjedištem u New Yorku u državi New York. Radi se o poduzeću koje pruža različite financijske proizvode i usluge u Sjevernoj Americi, Latinskoj Americi, Aziji, Europi, Bliskom Istoku i Africi. Tvrtka djeluje u dva segmenta, globalno potrošačko bankarstvo i bankarstvo za institucionalne klijente.

Morgan Stanley (NYSE: MS) američka je multinacionalna investicijska banka i poduzeće za financijske usluge sa sjedištem u New Yorku. Poduzeće djeluje u tri segmenta: institucionalni vrijednosni papiri, upravljanje bogatstvom i upravljanje investicijama.

Goldman Sachs Group, Inc. (NYSE: GS) američka je multinacionalna investicijska banka i poduzeće za financijske usluge sa sjedištem u New Yorku. Nudi usluge u upravljanju investicijama, vrijednosnim papirima, upravljanju imovinom, glavnom posredovanju i osiguranju vrijednosnih papira.

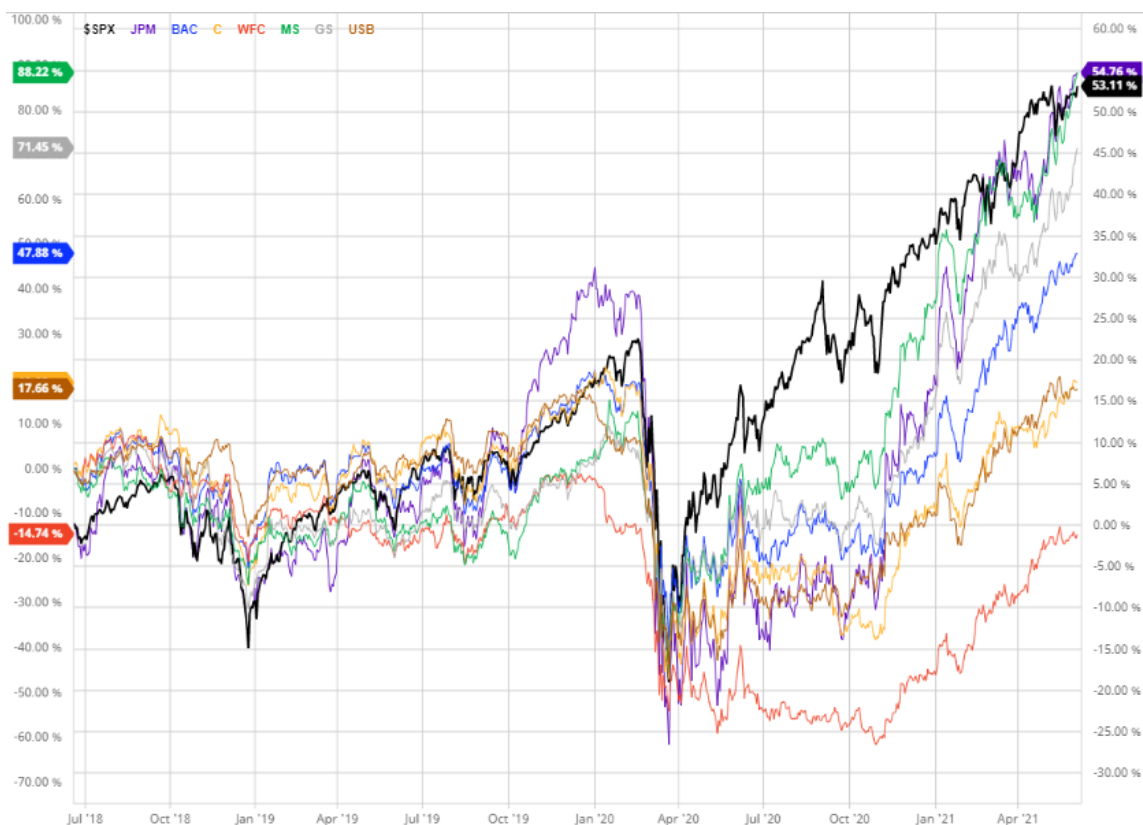
U.S. Bancorp (NYSE: USB), koji je prema tržišnoj kapitalizaciji najmanje poduzeće od svih navedenih, američko je bankarsko holding poduzeće sa sjedištem u Minneapolisu u državi Minnesota. Matično je poduzeće američkog nacionalnog udruženja i peta je najveća

¹⁰¹ The Balance.com (2020) Oneil E. *The Biggest Banks in the United States* [online] Dostupno na: <https://www.thebalance.com/the-big-4-us-banks-315130> [19. travnja 2021.]

bankarska institucija u Sjedinjenim Državama. Pruža bankarske, investicijske, hipotekarne i platne usluge pojedincima, poduzećima, vladinim tijelima i drugim financijskim institucijama.

Iz grafikona 11 vidljiva je usporedba poduzeća Bank of America i odabranih poduzeća PEER grupe u odnosu na S&P indeks u posljednje 3 godine prema postotnoj promjeni cijene dionice. Za početak, može se uočiti kako se sva poduzeća kreću manje više usklađeno; kada jedno raste, rastu i druga i kada jedno pada, padaju i ostala. Može se također primijetiti kako je najbolje napredovalo poduzeće Morgan Stanley s postotnom promjenom cijene od 88.22%. Prate ga Goldman Sachs, JP Morgan, te Bank of America. U promatranom je razdoblju najslabije napredovalo poduzeće Wells Fargo, s postotnom promjenom cijene od -14.74%. Sve u svemu, vidi se uzlazni trend kretanja dionica kod većine poduzeća, uz iznimku snažnog pada uzrokovanog pandemijom.

Grafikon 11.: Usporedba odabranih poduzeća s S&P indeksom u posljednje 3 godine prema postotnoj promjeni cijene



Izvor: Barchart.com Interactive Chart. [online] Dostupno na: [https://www.barchart.com/stocks/quotes/\\$SPX/interactive-chart](https://www.barchart.com/stocks/quotes/$SPX/interactive-chart) [6. lipnja 2021.]

4.4.5. Usporedba dobivenih vrijednosti multiplikatora s odabranim poduzećima i procjena vrijednosti Bank of America

Iz tablice 9 mogu se iščitati podaci o prosjeku industrije, kao i multiplikatori za svako odabrano poduzeće. Vidljivo je kako je vrednovano poduzeće Bank of America prema P/E i P/S multiplikatorima više od prosjeka, dok je prema P/B multiplikatoru otprilike jednako prosjeku, što nam daje negativan signal u ovom trenutku. Wells Fargo sudeći po multiplikatoru P/E daleko je iznad prosjeka, dok gledajući P/S i P/B multiplikator, nalazi se ispod prosjeka industrije. Sva su ostala poduzeća prema P/E multiplikatoru ispod prosječnih vrijednosti industrije, što je pozitivan signal. Uzimajući u obzir kriterij da bi P/E omjer trebao biti manji od 15, isplati se razmišljati o ulaganju u sva poduzeća izuzev BAC, WFC i USB. No, P/E pokazatelj nikada se neće uzimati kao jedini pokazatelj pri odluci o ulaganju.

Tablica 9.: Usporedba odabranih poduzeća prema multiplikatorima s industrijskim prosjecima

Poduzeće	P/E	P/S	P/B
Bank of America	18,40	7,88	1,50
Wells Fargo	32,83	4,47	1,17
JPMorgan Chase	13,15	8,40	2,04
Citigroup	10,87	3,07	0,91
Morgan Stanley	12,23	3,05	1,70
Goldman Sachs	9,65	2,16	1,56
U.S. Bancorp	15,97	6,40	1,99
Prosjek industrije	16,15	5,06	1,55

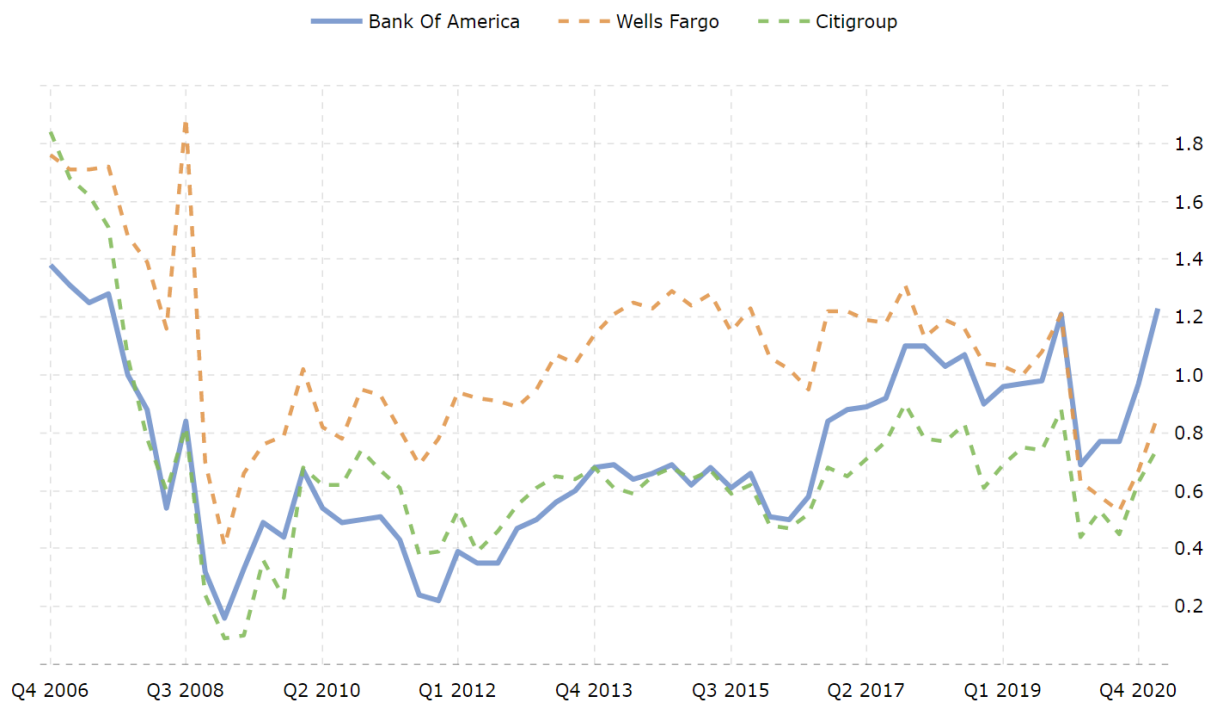
Izvor: Financial Visualizations [online] Dostupno na: <https://finviz.com/> [8. lipnja 2021.]

Kao što je u radu već navedeno, u slučaju odabranog poduzeća pogodniji multiplikator za vrednovanje je P/B omjer.¹⁰² Na grafikonima 12 i 13 vidljivo je kretanje navedenog omjera i odabranih poduzeća u razdoblju od 2006. do četvrtog kvartala 2020. Ako bi se povukla vodoravna linija u razini oznake 1.0, to bi bila točka gdje investitori plaćaju 1 dolar za 1 dolar knjigovodstvene vrijednosti poduzeća kojeg dobivaju. U cilju je investitora platiti manje od

¹⁰² Motilaloswal. [online] Dostupno na: <https://www.motilaloswal.com/blog-details/why-is-p-bv-a-more-popular-measure-for-banking-stocks/2114> [04. svibnja 2021.]

jednog dolara za jedan dolar knjigovodstvene vrijednosti, tako da bi investitori trebali razmišljati o ulaganju ispod te razine 1.0. Iz grafikona je primjerice vidljivo kako se poduzeće Citigroup gotovo cijelo promatrano razdoblje nalazi ispod 1.0 oznake, što bi prema navedenom multiplikatoru značilo potencijalno dobru investiciju kroz cijelo promatrano razdoblje. Bank of America prema promatranom multiplikatoru trenutno je na najvišoj razini u odnosu na posljednjih 13 godina, što bi sugeriralo na precijenjenu investiciju u ovom trenutku. No, investicijske odluke nikada se ne donose na temelju samo jednog indikatora.

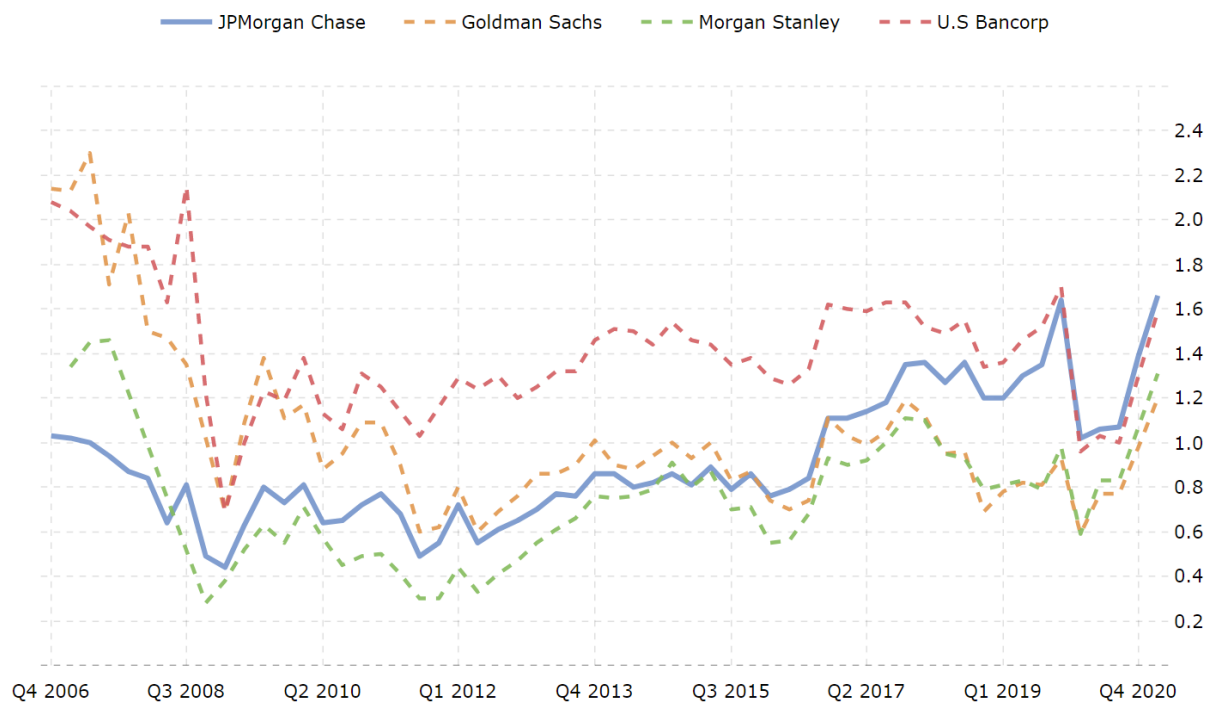
Grafikon 12.: Usporedba kretanja P/B omjera poduzeća (u razdoblju 2006-2020) koja u promatranom trenutku imaju P/B omjer ispod prosjeka industrije



Izvor: Macrotrends [online] Dostupno na:

<https://www.macrotrends.net/stocks/stock-comparison?s=price-book&axis=single&comp=BAC:WFC:>
 [8. lipnja 2021.]

Grafikon 13.: Usporedba kretanja P/B omjera poduzeća (u razdoblju 2006-2020) koja u promatranom trenutku imaju P/B omjer iznad prosjeka industrije



Izvor: Macrotrends [online] Dostupno na:

<https://www.macrotrends.net/stocks/stock-comparison?s=price-book&axis=single&comp=JPM:GS:M:S:USB> [8. lipnja 2021.]

Množenjem prosječnog multiplikatora cijene i zarada sa standardiziranim zaradama po dionici dobiva se procijenjena vrijednost dionice društva, a kada se ta vrijednost pomnoži s brojem običnih dionica dobiva se procijenjena vrijednost društva. U slučaju Bank of America, može se uzeti EPS koji iznosi 2,33 i pomnožiti se s prosječnim P/E omjerom „PEER“ grupe u kojoj posluje.

$$\text{Ciljana cijena dionice} = 2,33 \times 16,15 = 37,63 \text{ dolara}$$

Korištenjem prosječnog P/E odnosa „PEER“ grupe od 16,15, procijenjena vrijednost dionice iznosi 37,63 dolara. Uspoređena s trenutnom cijenom poduzeća od 42,88 dolara govori kako je cijena dionice trenutno previsoka. Kada se procijenjena vrijednost po dionici 37,63 pomnoži s brojem običnih dionica 8.790.000, dobiva se procijenjena vrijednost Bank of America od 330.767.700 dolara. Taj se iznos može usporediti s trenutnom tržišnom kapitalizacijom poduzeća od 367.280.000.

Temeljem dobivenih rezultata može se vidjeti kako je trenutna cijena poduzeća viša od procijenjene, što upućuje na to da odabrano poduzeće trenutno ne bi bila dobra investicija.

5. ZAKLJUČAK

Cilj ovog diplomskog rada bio je istražiti multiplikatore vrednovanja kao kriterij ocjene podcijenjenosti ili precijenjenosti određenog poduzeća. Nakon objašnjenja multiplikatora, na odabranom poduzeću primijenila se teorija kako bi se izveo zaključak. Rezultati dobiveni samo jednom metodom procjene vrijednosti poduzeća nikada nisu u potpunosti pouzdani, već bi se trebala provesti i procjena drugim metodama (npr. diskontiranih novčanih tokova). Metoda procjene pomoću multiplikatora svakako je korisna kao brza i jednostavna metoda određivanja potencijalne dobre investicije.

Primjenom metode multiplikatora vrijednosti došlo se do sljedećih zaključaka:

- Najprije je upotrebljen P/E pokazatelj koji se koristi da bi se procijenila atraktivnosti potencijalne investicije bazirano na cijeni dionice poduzeća u odnosu na zarade po dionici. Korištenjem P/E omjera, došlo se do rezultata 18,40 što označava da su investitori spremni platiti 18,40 dolara za jedan dolar neto zarada poduzeća Bank of America. Usporedivši to s prosjekom industrije od 16,15, odabrano poduzeće prodaje se ponešto skuplje. Također, prema Benjaminu Grahamu, navedeni omjer trebao bi biti ispod 15, pa je prema njemu trenutni omjer odabranog poduzeća previsok i ne bi bilo uzeto u obzir kao potencijalna investicija.
- Korištenjem P/B multiplikatora dolazi se do zaključka da su investitori spremni dati 1,49 dolara za jedan dolar knjigovodstvene vrijednosti koju dobivaju u slučaju odabranog poduzeća. U cilju je investitora platiti manje od jednog dolara za jedan dolar knjigovodstvene vrijednosti, pa imajući to na umu, prema P/B multiplikatoru investitor ne bi uzeo u obzir kupnju poduzeća po trenutnoj cijeni.
- Nadalje, trenutna cijena dionice poduzeća Bank of America iznosi 42,88 dolara. Pomnoživši EPS poduzeća s P/E multiplikatorom industrije, dolazi se ciljane cijene od 37,63 dolara, koja je niža od trenutne cijene i samim time dolazi se do zaključka da poduzeće trenutno precijenjeno.

Iako, kao što je već rečeno, investicijske odluke teško je donosi koristeći samo jednu metodu procjene vrijednosti poduzeća, nakon provedene procjene koristeći multiplikatore vrijednosti, može se zaključiti kako je poduzeće Bank of America trenutno precijenjeno.

Popis literature

1. Belak, V. (2014) *Menadžment u teoriji i praksi*. Zagreb: Belak excellens.
2. Bobik, C. (2005) *Deliverables of the Investment Bank*. U: M&A Process. Popratni materijal edukacijskog tečaja CA IB Corporate Finance Analyst Training Program.
3. Bodie Z., Kane A., Marcus A. J., (2010) *Essentials of Investments*. Eighth Edition. McGraw Hill. International Edition. str. 398.-401.
4. Buble M., Kulović DŽ., Kuzman S. (2010): *Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća*. Kemigrafika d.o.o., Sarajevo.
5. Buble M. (2005) *Strateški menadžment*. Sinergija, Zagreb. str. 21
6. CFA Institute (2009) *Corporate Finance: CFA Program Curriculum - Volume 3 - Level II* 2009. Boston, USA: Pearson Custom Publishing, str. 272-273.
7. Chandra, P. (2008) *Financial Management: Theory and Practice*. 7th ed. New Delhi, India: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited.
8. Copeland, T., Koller, T. i Murrin, J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd edition, John Wiley & Sons, INC.
9. Damodaran, A. (2006) *Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
10. Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation*. Second Edition. John Wiley and Sons, New York.
11. Grant, R. M. (2016), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*. John Wiley & Sons.
12. Kolačević, S., Hreljac, B. (2012): *Vrednovanje poduzeća. II dopunjeno i prošireno izdanje*. TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb.
13. Koletnik, F. (1991) *Koliko vrijedi poduzeće: teorijski i praktični aspekti vrednovanja poduzeća*. Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb.
14. Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Ekonomski fakultet. Zagreb.
15. Orsag S. (2015) *Investicijska analiza*. Zagreb: Avantis.
16. Orsag, S. (1997) *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest.
17. Perić, J. (2005) *Osnove vrednovanja poduzeća*. Fintrade&tours d.o.o., Rijeka.

18. Peterson C. D. (1990.) *How to sell your business*. McGraw-Hill Publishing Company, Chicago.
19. Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R. & Stowe, J. D., 2015. *Equity asset valuation*. 2nd ur. Hoboken New Jersey: CFA Institute Investment Series, Wiley. str. 320.
20. Porter, M. (2008) *Konkurentska prednost*. Masmedia, Zagreb. str. 23.-24.
21. Stowe, D. John et al. (2002) *Analysis of Equity Investments - Valuation*. Baltimore; United Book Press.
22. Tipurić, D. i dr. (1999) *Konkurentska sposobnost poduzeća*. Sinergija. str. 3.
23. Volarević, H. i Varović, M. (2013) *Računovodstvo 1*. Mate, Zagreb. str. 131.
24. Žager, K. i Žager, L. (1999) *Analiza financijskih izvještaja*. Masmedia, Zagreb. str. 34.

Internet

1. Bank of America [online] Dostupno na: <https://www.privatebank.bankofamerica.com/solutions/individuals-families.html> [20. siječnja 2021.]
2. Bank of America [online] Dostupno na: <https://about.bankofamerica.com/en-us/who-we-are/our-businesses.html#fbid=sV7Rf3JPCKi> [20. siječnja 2021.]
3. Bank of America Annual Report 2020 (2021) [online] Dostupno na: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/867/9129/annual_report/BAC_2020_Annual_Report.pdf [15. travnja 2021.]
4. Bank of America 4Q20 Financial Results (2021) [online] Dostupno na: https://d1io3yog0oux5.cloudfront.net/_3df141ec51841f930f96ec6f431f31b0/bankofamerica/db/806/9028/presentation/The+Presentation+Materials.pdf [14. travnja 2021.]
5. Barchart.com Interactive Chart. [online] Dostupno na: [https://www.barchart.com/stocks/quotes/\\$SPX/interactive-chart](https://www.barchart.com/stocks/quotes/$SPX/interactive-chart) [6. lipnja 2021.]
6. Bureau of Economic Analysis. Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2020 (Second Estimate). [online] Dostupno na: <https://www.bea.gov/news/2021/gross-domestic-product-fourth-quarter-and-year-2020-second-estimate> [5. ožujka 2021.]

7. Chen J. (2020) Absolute Value [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/a/absolute-value.asp> [27. veljače 2021]
8. Chen J. (2020) Relative Value [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/r/relative-value.asp> [17. siječnja 2021]
9. Cheng, C. S. A. and McNamara R. (2000) *The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods*. Review of Quantitative Finance and Accounting. [online] Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/225891100_The_Valuation_Accuracy_of_the_Price-Earnings_and_Price-Book_Benchmark_Valuation_Methods [23. ožujka 2021]
10. Chukwudumebi Obiora S., Bamisile O., Opoku-Mensah E., Nkrumah Kofi Frimpong A. (2020) *Impact of Banking and Financial Systems on Environmental Sustainability: An Overarching Study of Developing, Emerging, and Developed Economies*. [online] Preuzeto s: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/19/8074> [2. ožujka 2021.]
11. CorporateFinanceInstitute. EV/EBIT Ratio. [online] Dostupno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/ev-ebit-ratio/> [07. travnja 2021]
12. Credit karma. *What is the Dodd-Frank Act?* [online] Dostupno na: <https://www.creditkarma.com/advice/i/what-is-the-dodd-frank-act> [7. srpnja 2021.]
13. C2E2. [online] Preuzeto s: <https://www.c2es.org/about/> [3. ožujka 2021.]
14. Damodaran, A. Damodaran Online [online]. Dostupno na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/background/valintro.htm [13. siječnja 2021.]
15. Damodaran A. (2006) *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Stern School of Business. [online] Dostupno na: <https://www.iberfinance.nl/app/download/6004295263/Valuation+approaches+and+metrics.pdf?t=1378126502> [23. ožujka 2021]
16. EY. [online] Preuzeto s: https://www.ey.com/en_gl/banking-capital-markets/how-banks-are-defining-and-internalizing-sustainability-goals [3. ožujka 2020.]

17. Fernandez, P. (2001) *Valuation using multiples*. How do analysts reach their conclusions? Working Paper. IESE Business School. [online] Dostupno na: <http://pruss.narod.ru/ValMult.pdf> [23. ožujka 2021]
18. FernFortUniversity (2019). *Bank of America Corporation Porter Five Forces Analysis*. [online] Dostupno na: <http://fernfortuniversity.com/term-papers/porter5/analysis/1028-bank-of-america-corporation.php> [30. ožujka 2021.]
19. Financial Visualizations [online] Dostupno na: <https://finviz.com/> [8. lipnja 2021.]
20. FRED. [online] Dostupno na: <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10> [2. ožujka 2020.]
21. GraduateWay (2019). *Bank of America Five Force Analysis*. [online] Dostupno na: <https://graduateway.com/bank-of-america-five-force-analysis/> [30. ožujka 2021.]
22. Gurufocus. [online] Dostupno na: https://www.gurufocus.com/yield_curve.php [2. ožujka 2020.]
23. InvestingAnswers. Tracy P., *Price-to-Book Ratio*. (2020) [online] Dostupno na: <https://investinganswers.com/dictionary/p/price-book-ratio-pb> [07. travnja 2021]
24. InvestingAnswers. Tracy P., *Price-to-Sales Ratio*. (2020) [online] Dostupno na: <https://investinganswers.com/dictionary/p/price-sales-ratio-ps> [07. travnja 2021]
25. Investopedia (2020). Maverick J. B. *Analyzing Porter's Five Forces on JPMorgan*. [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/markets/020916/analyzing-porters-five-forces-jpmorgan-chase-jpm.asp> [31. ožujka 2021.]
26. Lie E., Lie H. J., (2002) *Multiples Used to Estimate Corporate Value*. Financial Analysts Journal. [online] Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/228226656_Multiples_Used_to_Estimate_Corporate_Value [23. ožujka 2021]
27. Liu J., Nissim D., i Thomas, J. (2002) *Equity Valuation Using Multiples*. Journal of Accounting Research. [online] Dostupno na: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=41102012608211711209212212207010211806505207305806800512206811712200111000612302201505604000512307009800508308202603403807902209310312408811601412210607400705702007711>

[7081112098091125001120116073065112010006024115127070119011086000107097118065&EXT=pdf&INDEX=TRUE](https://www.macrotrends.net/stocks/stock-comparison?s=price-book&axis=single&comp=BAC:WFC:C) [23. ožujka 2021.]

28. Macrotrends [online] Dostupno na: <https://www.macrotrends.net/stocks/stock-comparison?s=price-book&axis=single&comp=BAC:WFC:C> [8. lipnja 2021.]
29. Market Screener [online] Dostupno na: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/BANK-OF-AMERICA-CORPORATI-11751/> [24. siječnja 2021.]
30. Marketing tutor. *PESTLE Analysis of Banking Industry*. [online] Dostupno na: <https://www.marketingtutor.net/pestle-analysis-of-banking-industry/> [7. srpnja 2021.]
31. Maverick J. B., (2021) *What agencies oversee U.S. financial institutions?* [online] Dostupno na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/063015/what-are-some-major-regulatory-agencies-responsible-overseeing-financial-institutions-us.asp> [3. ožujka 2021.]
32. Motilaloswal. [online] Dostupno na: <https://www.motilaloswal.com/blog-details/why-is-p-bv-a-more-popular-measure-for-banking-stocks/2114> [04. svibnja 2021.]
33. Nel S., Le Roux N. *Journal of Economics and Behavioral Studies (2015). An Optimal Peer Group Selection Strategy for Multiples-Based Modeling in the South African Equity Market*. Vol. 7, No. 3, pp. 30-46. [online] Dostupno na: <https://core.ac.uk/download/pdf/288022852.pdf> [23. ožujka 2021.]
34. NGFS. [online] Preuzeto s: <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> [3. ožujka 2021.]
35. Notesmatic. *Banking Industry PESTEL Analysis*. [online] Dostupno na: <https://notesmatic.com/banking-industry-pestel-analysis/> [7. srpnja 2021.]
36. Rašić Jelavić, S., Brkić I. (2016) *Pestle analiza opće okoline cementne industrije u Hrvatskoj*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. str. 67.-68. Dostupno na: <https://www.bib.irb.hr/935209> [19. svibnja 2021.]
37. Schmidt M., (2021) *Financial Regulators: Who They Are and What They Do* [online] Dostupno na:

- <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/financial-regulatory-body.asp#office-of-the-comptroller-of-the-currency> [3. ožujka 2021.]
38. SEC.gov [online] Dostupno na: <https://www.sec.gov/cgi-bin/own-disp?action=getissuer&CIK=0000070858> [24. siječnja 2021.]
39. Statista. [online] Dostupno na: <https://www.statista.com/statistics/241488/population-of-the-us-by-sex-and-age/> [16. ožujka 2021.]
40. Stojanović, I. (2016) Dolaze li bolji dani za Bank of America? [online] Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/analize/view-vijest-dolaze-li-bolji-dani-za-bank-of-america-42354> [20. siječnja 2021.]
41. Suozzo P., Cooper S., Sutherland G., Deng Z., (2001) *Valuation Multiples: A Primer*. Global Equity Research. UBS Warburg. [online] Dostupno na: <http://www.rgquintero.com/media/91f679831d8e9521ffff80e8ffffe906.pdf> [23. ožujka 2021.]
42. The Balance.com (2020) Oneil E. *The Biggest Banks in the United States* [online] Dostupno na: <https://www.thebalance.com/the-big-4-us-banks-315130> [19. travnja 2021.]
43. The Federal Reserve System. Purposes and Functions. Federal Reserve System Publication. [online] Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf [16. ožujka 2021.]
44. U.S. Bureau of Labor Statistics. [online] Dostupno na: <https://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm> [4. ožujka 2021.]
45. U.S. Bureau of Labor Statistics. [online] Dostupno na: <https://www.bls.gov/cps/effects-of-the-coronavirus-covid-19-pandemic.htm#highlights> [4. ožujka 2021.]
46. U.S. Department of the Treasury. [online] Dostupno na: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=realyield> [2. ožujka 2021.]
47. World Economic Forum. The Future of Jobs Report 2020. [online] Preuzeto s: <https://www.weforum.org/reports/the-future-of-jobs-report-2020> [4. ožujka 2021.]

48. World Economic Forum. The Global Competitiveness Report. [online] Dostupno na: <https://www.weforum.org/reports?utf8=%E2%9C%93&query=global+competitiveness> [3. ožujka 2021.]
49. Worldometer. [online] Dostupno na: <https://www.worldometers.info/demographics/us-demographics/> [4. ožujka 2021.]
50. Yahoo Financije [online] Dostupno na: <https://finance.yahoo.com/quote/BAC/holders?p=BAC> [24. siječnja 2021.]

Popis tablica

- Tablica 1.: Institucije s najvećim udjelom vlasništva u poduzeću Bank of America
- Tablica 2.: Kamatna stopa Američke trezorske obveznice s različitim rokovima dospjeća
- Tablica 3.: Skraćeni oblik bilance poduzeća Bank of America za razdoblje 2016-2020
- Tablica 4.: Skraćeni oblik RDG-a poduzeća Bank of America za razdoblje 2016-2020
- Tablica 5.: Skraćeni oblik izvještaja o novčanom toku poduzeća Bank of America za razdoblje 2016-2020
- Tablica 6.: Otkup običnih dionica u posljednje 3 godine poduzeća Bank of America
- Tablica 7.: Kvartalni iznosi isplate dividendi za 2020. godinu, i prvi kvartal 2021.
- Tablica 8.: P/B omjer kroz posljednjih 10 godina za odabrano poduzeće
- Tablica 9.: Usporedba odabranih poduzeća prema multiplikatorima s industrijskim prosjecima

Popis slika

- Slika 1.: Proces procjene vrijednosti
- Slika 2.: Aspekti poslovanja poduzeća Bank of America
- Slika 3.: Porterov model pet sila

Popis grafikona

- Grafikon 1. Postotna promjena realnog BDP-a Sjedinjenih Država kroz kvartale
- Grafikon 2.: Kamatna stopa Američke trezorske obveznice s različitim rokovima dospjeća

Grafikon 3.: Kamatna stopa na desetogodišnju Američku trezorsku obveznicu u posljednjih godinu dana

Grafikon 4.: Stopa nezaposlenosti, sezonski prilagođena, od siječnja 2019. do siječnja 2021.

Grafikon 5.: Prikaz ukupnih najмова i zajmova Bank of America-e od 2016. do 2020. godine

Grafikon 6.: Prikaz ukupnih depozita Bank of America-e od 2016. do 2020. godine

Grafikon 7.: Neto prinos od kamata po kvartalima od četvrtog kvartala 2019. do četvrtog kvartala 2020. godine

Grafikon 8.: Prikaz pozicije rezervacija za kreditne gubitke po kvartalima; od četvrtog kvartala 2019. do četvrtog kvartala 2020. godine

Grafikon 9.: Usporedba cijene dionice poduzeća Bank of America i P/E omjera u razdoblju 2004-2020.

Grafikon 10.: Usporedba cijene dionice poduzeća Bank of America i P/B omjera u razdoblju 2004-2020.

Grafikon 11.: Usporedba odabranih poduzeća s S&P indeksom u posljednje 3 godine

Grafikon 12.: Usporedba kretanja P/B omjera poduzeća (u razdoblju 2006-2020) koja u promatranom trenutku imaju P/B omjer ispod prosjeka industrije

Grafikon 13.: Usporedba kretanja P/B omjera poduzeća (u razdoblju 2006-2020) koja u promatranom trenutku imaju P/B omjer iznad prosjeka industrije