

# METODE FINANCIJSKOG ODLUČIVANJA NA PRIMJERU PODUZEĆA PODRAVKA GRUPE

---

**Rom, Dijana**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2022**

*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:148:374640>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-14**



*Repository / Repozitorij:*

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Preddiplomski stručni studij Poslovne ekonomije**

**Smjer: Računovodstvo i financije**

**METODE FINANCIJSKOG ODLUČIVANJA NA PRIMJERU  
KOMPANIJE PODRAVKA GRUPA**

**Završni rad**

**Dijana Rom**

**Zagreb, lipanj, 2022.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Preddiplomski stručni studij Poslovne ekonomije**

**Smjer: Računovodstvo i financije**

**METODE FINANCIJSKOG ODLUČIVANJA NA PRIMJERU  
KOMPANIJE PODRAVKA GRUPA**

**METHODS OF FINANCIAL DECISION MAKING ON THE  
EXAMPLE OF PODRAVKA GROUP COMPANY**

**Završni rad**

**Ime i prezime: Dijana Rom**

**JMBAG:0067612350**

**Mentor: Prof.dr.sc Ivana Dražić Lutilsky**

**Zagreb, lipanj, 2022.**

## **Sažetak i ključne riječi**

Financijsko odlučivanje pri određenim poslovnim pothvatima je iznimno važna vještina koja se tiče svih onih koji vode poduzeće. Dobro primijenjene metode financijskog odlučivanja dovode do boljih poslovnih rezultata. Poduzeća koja imaju kvalitetne stručnjake, koje imaju razvijene sposobnosti donošenja i primijenjenjivanja pravilnih metoda financijskog odlučivanja poput čiste sadašnje vrijednosti i ukomponiranja istih s drugim temeljnim metodama financijskog odlučivanja, imaju visok postotak dobrih poslovnih rezultata. Po drugoj strani, nefikasno financijsko odlučivanje može prouzročiti veliki gubitak radnih sati ali i poslovnih gubitaka. Stoga, važno je educirati osoblje poduzeća da kvalitetno razviju financijsku pismenost i znanje, s ciljem razumijevanja i svladavanja poslovnih izazova. U radu je analizirana usporedba isplativosti financiranja leasinga u odnosu na kredit na primjeru poduzeća Podravka Grupa. Napravljena je analiza poslovanja Podravka Grupa na temelju njihovih objavljenih Izvješća u prethodne tri godine. Predmet rada je upoznavanje financijskog poslovanja poduzeća Podravka Grupe na temelju objavljenih financijskih izvješća za trogodišnje razdoblje od 2018 do 2020. Cilj rada je utvrditi da li je leasing bolja financijska opcija u odnosu na kredit za kompaniju Podravka Grupa. Primjenjena metodologija u okvirima ovog rada uključuje metode deskripcije, kompilacije, analize i komparacije i desk istraživanje.

Projekcijom slobodnih novčanih tokova i prihoda utvrđeno je da će Podravka grupa bilježiti značajan pozitivan rast i razvoj uz primjenu čiste sadašnje vrijednosti kao odgovarajuće metode financijskog odlučivanja. Sve će to dovesti do realizacije kvalitetnih investicijskih projekata u narednom razdoblju.

**Ključne riječi:** budžetiranje kapitala, financijsko odlučivanje, Podravka Grupa, poslovanje, financijska izvješća, metode

## Summary and key words

Financial decision-making in certain business enterprises is an extremely vindictive power over all those who act. Well-applied financial decision methods lead to better business results. Businesses with high-quality experts that have developed the competence to adopt and implement proper financial decision-making methods, such as cleaning current value and composting them with other basic financial decision-making methods, have a high percentage of good business results. On the other hand, making ineffective financial decisions can lead to large job losses and also business losses. It is therefore important to educate staff to develop quality literacy and knowledge effectively, with a view to understanding and overcoming business challenges. The paper analysed the comparison of the cost-effectiveness of leasing and financing in the underlying loan using the enterprise Podravka Group. An analysis of the operations of the Podravka Group was carried out on the basis of their published reports in the previous three years. The subject-matter of the final paper is to study the financial affairs of the enterprise Podravka Group on the basis of published financial statements for the three-year period 2018–2020. The aim of the final paper is to determine whether leasing is a better financial option than a loan for the enterprise Podravka Group. The applied methodology within descriptive, desk method, compilation, analysis, and comparison methods have been used in this final paper.

The projection of free cash flows and revenues has shown that the Podravka group will record significant positive growth and development with a clear current value as the corresponding financial decision-making methods. This will lead to the realisation of quality investment projects in the next period.

**Keywords:** Capital budgeting, financial decision-making, Podravka Group, business, financial reporting, method.

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad 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 rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

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

Dijana Rom

Zagreb , 30.06.2022.

## STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

I hereby declare and confirm by my signature that the final thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography.

I declare that no part of the thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from the non-cited work, and that no part of the thesis infringes any of the copyrights.

I also declare that no part of the thesis has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

Dijana Rom

Zagreb, 30.06.2022.

## Sadržaj:

1. UVOD .....	1
1.1. Predmet i cilj rada .....	1
1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka .....	2
1.3. Sadržaj i struktura rada .....	2
2. TEMELJNE ODREDNICE BUDŽETIRANJA KAPITALA.....	3
2.1. Budžetiranje kapitala u uvjetima rizika i neizvjesnosti .....	8
2.2. Nekonvencionalno budžetiranje kapitala.....	9
2.3. Trošak kapitala.....	10
2.4. Procjena novčanih tokova projekta.....	14
3. METODE FINANCIJSKOG ODLUČIVANJA .....	16
3.1. Razdoblje ili period povrata.....	16
3.2. Diskontirano razdoblje povrata.....	17
3.3. Čista sadašnja vrijednost.....	17
3.4. Interna stopa profitabilnosti .....	19
3.5. Indeks profitabilnosti .....	20
3.6. Kriterij anuiteta .....	21
4. PRIMJER FINANCIJSKOG ODLUČIVANJA – KOMPANIJA <i>PODRAVKA GRUPA</i> .....	22
4.1. Financijsko poslovanje kompanije <i>Podravka Grupa</i> .....	26
4.2. Analiza isplativosti financiranja leasingom u odnosu na kredit .....	35
4.3. Metode procjene: metoda čiste sadašnje vrijednosti i metoda interne stope profitabilnost.....	36
5. ZAKLJUČAK .....	37
Popis literature.....	39
Popis slika.....	41
Popis grafikona.....	41



Popis tablica.....	41
Prilozi .....	1
Životopis studenta .....	1

# 1. UVOD

Metode financijskog odlučivanja predstavljaju razdoblje investiranja, a to se odnosi na potrebno vrijeme da investicijski projekt počne proizvoditi profit i novčane tokove u određenom razdoblju.

Razumije se da su metode financijskog odlučivanja matematičke i statističke mjere kojima se utvrđuje koristi od investicijskog projekta: Tada poslovni ljudi dobiju odgovarajuće podatke te na temelju dobivenih podataka, odlučuje da li se kreće u projekt i kakav projekt i za koje razdoblje.

Najvažnije su dvije metode odlučivanja i istima treba posvetiti posebnu pozornost. To su: čista sadašnja vrijednost i interna stopa profitabilnosti, te će iste biti posebno istražene u ovom radu.

## 1.1. Predmet i cilj rada

Odlučivanje o optimalnom načinu financiranja poduzeća traži detaljno proučavanje i analizu opcija i njihovih utjecaja na poslovanje poduzeća, a takva analiza drugih oblika financiranja poduzeća svodi se na analizu prednosti i nedostataka i izbor prihvatljivije opcije. Ovaj rad istražuje temeljene odrednice poduzeća Podravka Grupe, poslovanje poduzeća, utjecaj različitih načina financiranja na poduzeće, te donosi primjer komparativne analize isplativosti financiranja leasingom u odnosu na kredit i to metodama procjene koje se najčešće koriste pri donošenju odluka o načinu financiranja – metoda čiste sadašnje vrijednosti i metoda interne stope profitabilnost. Stoga predmet rada je

Predmet rada je upoznavanje financijskog poslovanja poduzeća Podravka Grupe na temelju objavljenih financijskih izvješća za trogodišnje razdoblje od 2018 do 2020. Cilj rada je utvrditi da li je leasing bolja financijska opcija u odnosu na kredit za kompaniju Podravka Grupa.

## 1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka

Podaci za pisanje završnog rada prikupljeni su iz sekundarnih izvora. Izvori sekundarnih podataka koji su korišteni predstavljaju knjige, znanstvene članke, stručne publikacije, podatke s internetskih stranica tematski vezani uz predmet završnog rada, izvješća i stranice poduzeća Podravka Grupa, kao i druga financijska izvješća. U radu su korištene metode:

**Metoda deskripcije** uz koju su pobliže objašnjena teorijska definiranja metoda financijskog odlučivanja te teorijsku primjenu istih

Slijedi, **Metoda kompilacije** uz pomoć koje se na temelju spoznaja, dostupnih podataka i dokumenatacije i financijskih izvješća poduzeća Podravka grupe koje objavljuju na svojim službenim stranicama izvode vlastita opažanja i zaključci na temu metode financijskog odlučivanja na temu poduzeća Podravka grupa

**Metoda analize** kojom se analiziraju svi prikupljeni financijski podaci koji se odnose na poslovanje poduzeća Podravka Grupa.

**Metoda komparacija** koja služi za analizu isplativosti financiranja leasingom u odnosu na kredit u istoimenom poduzeću.

**Desk metoda** poslužila je za pretraživanje financijskih podataka o kompaniji Podravka Grupa.

## 1.3. Sadržaj i struktura rada

Završni rad sastoji se od pet međusobno povezanih cjelina koje započinju uvodom, a završavaju zaključkom. U uvodnom dijelu rada pojašnjeni su predmet i cilj rada, izvori prikupljanja podataka te sadržaj i struktura samog rada. Drugo poglavlje daje sažeti i kratki teorijski prikaz budžetiranja kapitala, pojašnjenja vezana za temeljne zadaće budžetiranja i primjene istog. Treće poglavlje odnosi se na cjelovitu teorijsku analizu postojećih metoda financijskog odlučivanja, kao što su metoda razdoblja povrata, čista sadašnja vrijednost, kriterij anuiteta i druge metode. Četvrto poglavlje je ključno poglavlje jer analizira financije odnosno financijsko poslovanje kompanije Podravka Grupa. Utvrđuje da li je leasing bolja financijska opcija u odnosu na kredit. Peto poglavlje odnosi se na zaključna razmatranja koja se dobivaju na temelju financijske analize poduzeća Podravka Grupa.

## 2. TEMELJNE ODREDNICE BUDŽETIRANJA KAPITALA

Budžetiranje kapitala (engl. *capital budgeting*) „postupak je donošenja odluka o dugoročnim investicijama u realnu poslovnu imovinu poduzeća“ (Orsag & Dedi, 2011, str. 14). To je financijsko odlučivanje za dugoročne investicijske projekte. Sam postupak provodi se „prognozom novčanih tokova projekata i ocjenu njihove financijske učinkovitosti te financijske efikasnosti primjenom kriterija financijskog odlučivanja adaptiranih u mnoge metode budžetiranja kapitala“ (Orsag & Dedi, 2002, str. 14). Isti autori pojašnjavaju da budžetiranje kapitala uključuje sve postupke, od pronalaženja investicijskih ideja do njihovog konzistentnog kandidiranja unutar poduzeća, preko njihove analize i ocjene, do donošenja odluke i provođenja investicije, uključujući i provedbu donesenih odluka.

„Budžetiranje kapitala označava postupak identifikacije, analize i odabira investicijskih projekata za koje se očekuje da će povrat biti nakon godinu dana,, (Van Horne & Wachowicz, 2008) Dodatno tomu, autori Moyer, McGuigan i Kretlow (Moyer, McGuigan, & Kretlow, 2006) navode da „kapitalno budžetiranje predstavlja proces planiranja kupovine imovine čiji se povrat očekuje nakon jedne godine“.

Ross, Westerfield, & Jordan, (2008) ističu da se „kapitalnim budžetiranjem naziva proces planiranja i upravljanja dugoročnim ulaganjima te da je suština istog procjena veličine, vremena i rizika budućih novčanih tokova“.

Budžetiranje kapitala znači „proces kojim se za dulje vrijeme unaprijed određuju okviri poslovnih performansi i vrijednosti poduzeća te odluke kao rezultat tog procesa imaju za posljedicu dugoročnu imobilizaciju novca u imovinske oblike niske likvidnosti“ (Orsag & Dedi, 2002, str. 10).

Proces budžetiranja kapitala čine sljedeći koraci (Orsag & Dedi, 2011, str. 40)

1. *generiranje investicijskih prilika,*
2. *prikupljanje potrebnih projektnih podataka,*
3. *procjena novčanih tokova potencijalnih projekata,*
4. *određivanje budžeta kapitala,*
5. *vrednovanje isplativosti projekta i odlučivanje o adekvatnosti projekta,*
6. *analiza izvođenja i prilagođavanja*

Razumijevanje važnosti budžetiranja temelji se na tome da je većina kapitalnih izdataka poduzeća veoma velike vrijednosti. Upravo što je vrijednost dugoročnog angažiranja novčanih i drugih sredstava u poduzeća veća, time je važnost prognoze učinaka njihova angažiranja još veća, ali potencijalni gubitak fleksibilnosti poduzeća time puno veći.

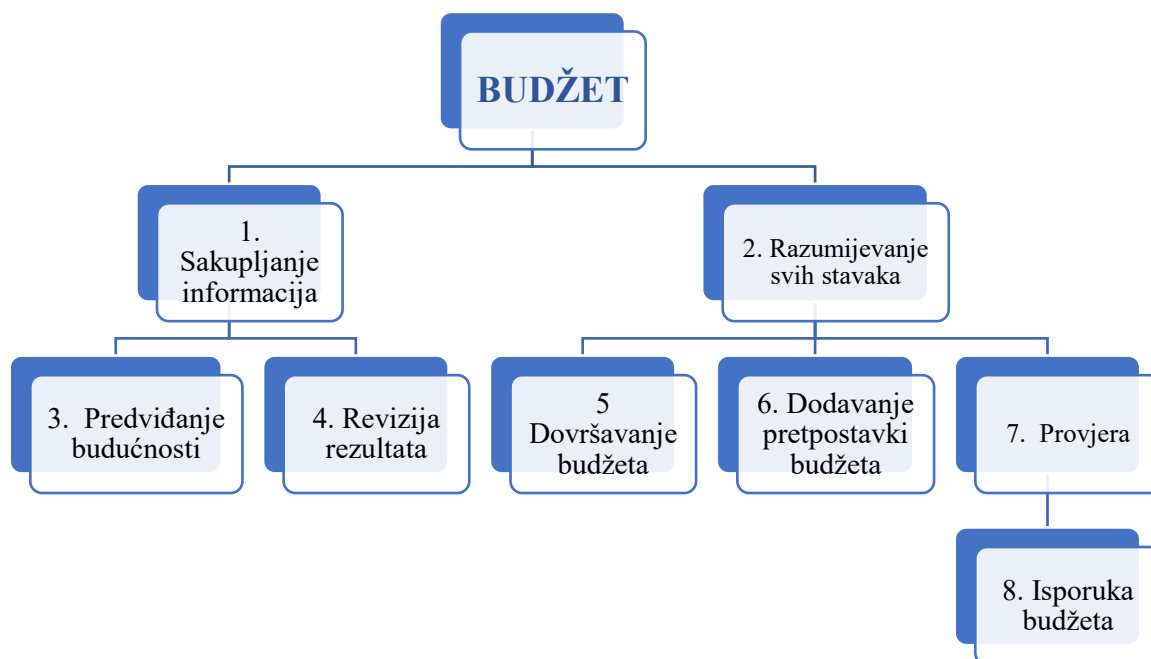
Budžetiranje kapitala obilježeno je ispitivanjem ekonomske te posebno financijske efikasnosti dugoročnih investicijskih projekata poduzeća. Stoga nužno je koristiti razne ekonomske i financijske kriterije odlučivanja. Manje više svi kriteriji baziraju se na tehnici vremenske vrijednosti novca, na tehnici izračuna sadašnje vrijednosti očekivanih novčanih učinaka investicijskih projekata, u čijoj je biti složeni kamatni račun koji se prvenstveno koristi kao diskontna tehnika (Orsag & Dedi, 2002). Iz toga se zaključuje da su to dugoročne financijske odluke poduzeća. Dugoročni realni investicijski projekti odnose se na dugoročno investiranje te za njihovo označavanje koristi sintagma *investicijski projekti*, kako bi se razlikovali od pojma investicija, kojim se prije svega, označuje ulaganje u financijsku imovinu. Namjerno se dodaje riječ projekt kako bi se istaknule složenost realnih investicija koje poduzimaju poduzeća i potreba složenije analize takvih investicija (Orsag, 2015). S tim da upotreba riječi „projekt za označavanje realnih investicija može se promatrati i sa stajališta dokumentacije koja je rezultat provedene analize investicije“ (Orsag, 2015, str.471). Orsag dodatno objašnjava da se dugoročni investicijski projekti odnose na ulaganja u fiksnu, materijalnu i opipljivu imovinu i zato se budžetiranje kapitala često definira kao proces donošenja odluke o ulaganjima u fiksnu imovinu poduzeća. Upozorava da je profitabilna upotreba fiksne imovine nemoguća bez angažiranja tekuće imovine (obrtna sredstva).

Pravila budžetiranja kapitala predstavljaju određeni kriterij kojima se prihvaćaju odnosno odbacuju investicijski projekti. Ti su kriteriji rezultat primjene određenih metoda financijskog odlučivanja unutar jednog poduzeća, zato se u nastavku rada analiziraju pojedinačno metode financijskog odlučivanja

U zaključnim razmatranjima o budžetiranju, polazi se od pretpostavke da budžetiranje nije samo zadatak koji treba obaviti da bi odjel financija određenog poduzeća bio zadovoljan. Planiranje i budžetiranje može samo pomoći nam u vođenju tima k uspjehu. Moguće su greške u tim koracima. Bolje je pronaći grešku tijekom planiranja nego imati ozbiljne probleme kasnije u uredu ili trgovini zato što greška nije uočena. Čak pokazalo se da planiranje u pravilu smanjuje trošak projektiranja čak do 10 puta (Kemp & Dunbar, 2017).

Treba krenuti od osnovnog pitanja: „Zašto izraditi budžet?“ ili pitanje „Tko sve čita budžet“. Razlozi su ljudi koji će čitati i koristiti budžet. Svi koriste budžet za različite svrhe. Ključna je timska suradnja među članovima tima i primjerena suradnja s nadređenim, u smislu da je budžet napravljen u skladu s propisima i ograničenjima. Dodatno, nadređeni je taj koji odobrava sredstva iz planiranog budžeta. Novac se može trošiti jedino u svrhu koja je označena u budžetu. Drugog nema. Osim tima i nadređenog, korisnicima budžeta mogu se smatrati odjeli unutar poduzeća. Na primjer, u slučaju Podravka Grupa, to su odjeli za financije, odjel računovodstva, odjel ljudskih resursa. I drugi odjeli, ovisno o vrsti budžeta koji se planira. Svi odjeli trebaju biti međusobno povezani. Izrada budžeta čini se u osam ključnih koraka koji su u nastavku shematski prikazani (Shema 1.).

**Shema 1. Koraci u izradi budžeta za poduzeće**



Izvor: Vlastita izrada prema Kemp, S. & Dunbar, E., 2017. *Budžetiranje za menadžere*. Zagreb: MATE d.o.o., str. 7-17

Shema 1. ukazala je na jasne korake koje treba ispuniti pri realizaciji budžeta za određeno poduzeće. Cilj je uočiti moguće greške tijekom planiranja i priprema budžeta.

Prvi korak je sakupljanje informacija. Čini se da je prvi korak jednostavan i treba sjesti za računalo te pretraži i dobiti sve potrebne informacije. No, često se događa da nema sačuvanih povijesnih podataka. Često se budžet za narednu godinu radi prije završetka tekuće godine ili prije nego su spremne konačne informacije o ovogodišnjim rashodima. Ponekad možemo saznati koliko smo potrošili, no nema čarobnog odgovora na pitanje: „Zašto?“ Za prvi korak, polazi se od pretpostavke da su prikupljene sve informacije.

Drugi korak je razumijevanje svih stavaka. U ovom slučaju, najbolje pojašnjenje je kroz primjer: „Zašto se potrošilo 3.000 HRK na zakup opreme?“ Provjerom ugovora o zakupu, vidljivo je da su sva tri stroja u programu petogodišnjeg operativnog zakupa za iznos od 100 HRK mjesečno. Zašto se onda potrošilo 300 HRK na običan bijeli fotokopirni papir? Provjeravaju se narudžbenice, zalihe ili brojači napravljenih kopija. Vidljivo je da je rađeno 5.000 kopija mjesečno, što zahtijeva 10 kutija papira po cijeni od 25 HRK. Slična pitanja se pitaju za svaku stavku.

Treći korak je predviđanje budućnosti. U ovom slučaju, treba pregledati sve stavke budžeta i pokušati predvidjeti budućnost, tako što se proučava ugovor o zakupu, a najbolje odgovore daju korisnici usluga.

Četvrti korak je revizija rezultata – pregled budžeta.

Peti korak je dovršetak budžeta. Prvo se dovrše velike stavke, ali treba dovršiti i one manje stavke. Treba sumirati manje stavke u, a one zajedno mogu činiti više od polovice budžeta. S druge strane, stavke malog iznosa obično neznatno povećavaju budžet i nisu vrijedne potrošenog vremena. Treba jednostavno napraviti procjenu.

Šesti korak je dodavanje pretpostavki budžetu. Polazi se od toga da budžet ne čine samo brojevi. Bitni su izvori informacija i rezoniranje u vezi s budžetom su veoma važni. S tim informacija može bilo tko revidirati budžet, usavršiti ili jednostavno proširiti na buduća razdoblja. Ako se pojave greške, moguće je doći do izvora greške. Možda je planiranje odrađeno kako treba, ali ulazni podaci nisu dobri. Zato treba sve informacije staviti u word dokument pod nazivom „pretpostavke budžeta“. Bitno da su bilješke kratke i jednostavne. Nema kompliciranja. Sedmi korak je provjera. Kako ne bi došlo do greške, treba prekontrolirati ne samo brojeve, već gramatiku, interpunkciju. Ne bi škodilo estetski složiti

odnosno oblikovati budžet u jedan primjereni font. Zadnji korak (osmi korak) je isporuka budžeta. Treba predstaviti budžet korisnicima budžeta (može u vidu power point prezentacije). Sažeto, kratko objasniti kako se došlo do iznosa u budžetu, o trošenju sredstava i praćenje rashoda tijekom godine. Tim treba biti odgovoran za praćenje potrošnje sredstava te dati do znanja da će im se sve omogućiti za rad ( Novak, 2004).

Dodatno, postoje različite vrste investicijskih projekata te se isti svrstaju s različitih aspekata. Tako, primjerice, s gledišta veličine investicijskih troškova može govoriti o velikim i malim projektima, s gledišta međuovisnosti, može se govoriti o međusobno vezanim i međusobno nevezanim projektima, s gledišta faze poslovanja poduzeća o investicijama u proizvodnju, investicijama u prodaju, investicijama u nabavu i sl.

Dodatno, važno obilježje investicijskih projekata je njihova gotovo neograničena djeljivost, nastala zbog toga što se vrijednosni papiri izdaju u velikom broju vrijednosno malih pojedinačnih apoen. Upravo to je razlog zašto se financijske aktivnosti mogu lako kombinirati u investicijskom portfoliju (Orsag, 2015).

Sljedeće obilježje je homogenost što znači da su zamjenjive jedne za druge . Razlog tomu jesu da su financijske investicije oblikovane tako da čine robu široke potrošnje s univerzalnim obilježjima (Orsag, 2015). Treće obilježje je dokumentiranost, a to znači mogućnost predviđanja budućnosti. Time se osigurava transparentnost tržišta s kojim se prometuje.

Klasifikacija projekata ovisi o obilježjima investicija i načinima njihove analize koje klasifikator žele naglasiti (Orsag & Dedi, 2002).

U analiza projekata, zasebno, navodi se veći broj projekata prema odgovarajućim obilježjima: *projekt prema aktivnosti* odnosi se na određeni investicijski projekt, s tim da se razlikuju projekti u osnovnu djelatnost, projekti u prateće djelatnosti poduzeća, kao i projekti istraživanja i razvoja.

Kada se govori o *proizvodnim investicijskim projektima*, govori o investicijama u zamjenu ili pak u ekspanziju. Prema tome, riječ je o projektima različite složenosti i provedbe u različitim uvjetima.

Nameće se potreba za investiranjem u istraživanjem i razvoj jer bi u protivnom takva poduzeća bila u zaostatku. Prognoza takvih mogućih učinaka ulaganja izrazito je



spekulativna, kako s obzirom na rezultate istraživanja i razvoja i vjerojatnost za njihovu realizaciju i vrijeme nastanka. Za ove projekte svakako idu posebne tehnike vrednovanja.

Projekti prema opsegu ulaganja (Orsag & Dedi, 2002), mogu biti mali i veliki, ovisni o analizi i pripremi za projekt, ovisno o tome o kojem području djelovanja je riječ.

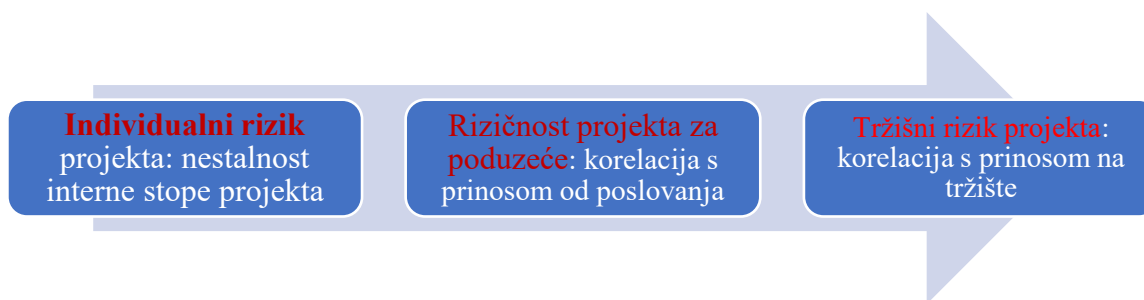
Projekti prema investicijskom razdoblju mogu biti projekti s dugim i kraćim razdobljem investiranja.

Ono što sve te projekte prati je rizik i neizvjesnost. Prema riječima autora rizik i neizvjesnost ovise prije svega o karakteru projekta. Ako je riječ o investicijama u zamjenu, rizik će biti manji nego kada je riječ o novim projektima, pogotovu onima usmjerenima osvajanju potpuno novih proizvodnih postupaka (Orsag, 2015). Nadalje, rizik i neizvjesnost potrebno je uočiti, predvidjeti i kvantificirati kao što je potrebno i uočiti i kvantificirati moguće pravce djelovanja ako se uočeni rizici pokažu vremenu efektuiranja projekta.

## **2.1. Budžetiranje kapitala u uvjetima rizika i neizvjesnosti**

Svaki projekt smatra se izoliranom investicijom ili kao jedan od skupa projekata poduzeća (Orsag & Dedi, 2002). Jasno da će se projekt odraziti i na poduzeće kao investiciju, a to znači da će se odraziti na postojeće stanje dionica na tržištu. Pri tome, važno je sagledati komponente rizika za svaki projekt, a prema riječima autora (Orsag & Dedi, 2002), to su: individualna rizičnost projekta, rizičnost projekta za poduzeće te tržišna rizičnost. Individualna rizičnost podrazumijeva rizik projekta u izolaciji. Individualna rizičnost sagleda se kao kontribucija rizika projekta naspram ukupnom riziku poduzeća. Tržišna rizičnost je šira komponenta rizika i odnosi se na relevantnu rizičnost projekta za dionice poduzeća koje drže investitori u dobro diversificiranom portfelju (Orsag & Dedi, 2002. str. 244). Navedene komponente reflektiraju se na stvaranje jedinstvenog suda o novčanim tokovima (primjer u četvrtom poglavlju je Podravka Grupa). Sve tri komponente služe za kreiranje ocjene rizika projekta i njegova uklapanja u samu srž poslovanja poduzeća te konačne odluke o tretmanu rizika projekta tijekom mjerenja učinkovitosti kriterijima budžetiranja kapitala i donošenje finalne odluke o izboru projekta ili da li ga uopće provoditi. Ilustrativni prikaz komponenti rizika projekta prikazuje se u shemi 2.

## Shema 2. Komponente rizika projekta



Izvor: Orsag, S., & Dedi, L. (2002). *Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata*. Zagreb: MASMEDIA, str. 245

Shema 1. prikazuje međusobnu povezanost tri posve različite komponente za procjenu rizika projekta. Pojašnjava da procjena rizika za projekta kreće od pojedinačnom k općem pri čemu nužno je procijeniti financijske rezultate pri tome. Rizičnost projekta je uvijek povezana s prinosom od poslovanja dok tržišni rizik snosi rizik prinosa od tržišta.

Diskontna stopa prilagođena riziku najčešće je u upotrebi pri uključivanju rizika u ocjenu efikasnosti projekta. Razlog tomu je širi raspon mogućnosti poboljšanja financijskog odlučivanja primjenom takve diskontne stope prilagođene riziku u odnosu na ekvivalent sigurnosti (Orsag & Dedi, 2002).

## 2.2. Nekonvencionalno budžetiranje kapitala

Cjelokupni tradicionalni okvir budžetiranje kapitala temelji se na ekonomskoj vrijednosti određenoj sadašnjom vrijednošću budućih novčanih tokova ili obrnuto. Za to je potrebna prognoza životnog vijeka investicijskog projekta, prognoza veličine i dinamike svih novčanih tokova kroz njegov životni vijek te prognoza diskontne stope prilagođene riziku (Orsag & Dedi, 2002).

Tradicionalni pristup financijskoj analizi projekta rezultira negativnom čistom sadašnjom vrijednošću. Razlog tomu je velika vjerojatnost da će doći do negativnih novčanih tokova, ako se ne računa s mogućnošću napuštanja projekta u fazama kada još nije izazvao visoke investicijske troškove. Zbog visoke rizičnosti, projekt nije prihvatljiv u tradicionalnoj financijskoj analizi jer ima negativnu čistu sadašnju vrijednost.

Međutim korištenjem stabla odlučivanja tradicionalnoj financijskoj analizi pridodani su elementi upravljanja rizikom u razdoblju investiranja. Tako je dobiven realan uvid u čistu sadašnju vrijednost investicijskog projekta, jer zbog ranije spoznaje nepovoljnih okolnosti (na primjer, pandemija SARS CoV-2), poduzeće neće poduzimati dodatne investicijske troškove, što je rezultira pozitivnom čistom sadašnjom vrijednošću (Orsag & Dedi, 2011).

Pristup stvarnih opcija potrebno je primijeniti, kada postoji velika neizvjesnost i kada je čista sadašnja vrijednost projekta blizu granične ili malo negativna. Tada je vrijednost stvarnih opcija najveća. Odnosno ako je vrijednost stvarnih opcija veća od čiste sadašnje vrijednosti, opravdano je prihvatiti projekte s negativnom tradicionalnom čistom vrijednošću. Opcijskom terminologijom, najbolji kandidat za primjenu pristupa stvarnih opcija su projekti koji su pri novcu ili malo izvan novca, Ako je čista sadašnja vrijednost projekta velika, vrijednost stvarnih opcija beznačajna jer su vjerojatno iskorištene u najbolje vrijeme. Ako je čista sadašnja vrijednost vrlo negativna, projekt ne može postati efikasan niti uz najveću vrijednost stvarnih opcija. Korištenjem pristupa stvarnih opcija kao načina razmišljanja, menadžeri promatraju neizvjesnost kao mogućnost za stvaranje vrijednosti. S obzirom na to da pristup stvarnih opcija inkorporira model učenja, management donosi bolje strateške odluke kada je razriješena određena razina neizvjesnosti. Tako postavlja se postupak nekonvencionalnog ili suvremenog budžetiranja kapitala koji zahtijeva pažljivu interpretaciju rezultata, primjenu jednog od modela stvarnih opcija i izračun čiste sadašnje vrijednosti (Orsag & Dedi, 2002).

Došlo je do snažnih promjena u uvjetima poslovanja uslijed informacijske ekonomije. Sve više je neizvjesnosti te rasta pojave složenih okolinskih uvjeta unutar i van poduzeća. Zato budžetiranje kapitala postaje sve veći i složeniji zahvat za poduzeća, kompanije i druge. Tradicionalne metode više nisu od pomoći odnosno za donošenje optimalne odluke o investiciji. Javlja potreba za dinamiziranje tog procesa koje se vrši vrednovanjem stvarnih opcija (Čičin-Šain, et al., 2017)

### **2.3. Trošak kapitala**

Trošak kapitala definira se kao“ stopa povrata od ulaganja koja je potrebna za održavanje tržišne vrijednosti društva“ (Shim & Siegel, 2007, p. 308). Uprava mora poznavati trošak kapitala koji se često naziva minimalno zahtijevana stopa povrata od ulaganja prilikom donošenja odluke od budžetiranju kapitala, prilikom izrade optimalne strukture kapitala i

donošenja odluka kao što je najam, otkup obveznica prihodima od prodaje nove serije obveznica i upravljanja obrtnim kapitalom (Shim & Siegel, 2007). Isti autori objašnjavaju da se trošak kapitala izračunava kao ponderirani prosjek različitih komponenti kapitala koje predstavljaju stavke na desnoj strani bilance ( pasiva) kao što su obveze, povlaštene dionice, redovite dionice i zadržana dobit.

Središnje pitanje koje se postavlja je: „ Kako procijeniti trošak kapitala poduzeća za usporedbu? Ili promatrajući ili izvodeći stopu povrata koju zahtijevaju ulagači. Općenito, poduzeća obično imaju dvije vrste ulagača; zajmodavce i dioničare. Rizik koji ti ulagači nose je rizik ulaganja koje je financirano njihovim kapitalom (Narayanan & Vikram, 2004). Zajedno nose cjelokupni rizik poduzeća, te stoga, zajedno zahtijevaju trošak kapitala koji je u vezi s rizikom poduzeća. Međutim, ove dvije vrste ulagača imaju različite stupnjeve rizika. Zajmodavci snose manji rizik u odnosu na dioničare. Zajmodavce čak treba prije isplatiti nego dioničare i to u propisanom roku. Time se pruža način procjene kapitala referentne vrijednosti projekta: procjena troškova zaduženosti i troška dioničkog kapitala, a nakon toga izračun vaganog prosjeka oba troška dioničkog kapitala. Slijedi izračun vaganog prosjeka oba troška s tim da ponderi su udjeli zaduženosti i dioničkog kapitala u strukturi kapitala referentnog poduzeća za usporedbu. Budući da je to vagani prosjek, često se naziva vagani prosječni trošak kapitala ili skraćeno WACC (engl. *weighted average cost of capital*) a da bi se izračunao WACC, trebaju tri stvari: trošak zaduženosti, trošak dioničkog društva i udjeli zaduženosti i dioničkog kapitala. Za referentno poduzeće koje služi za usporedbu (obično poduzeće koje se bavi jednom djelatnošću) ti se podaci mogu dobiti ili procijeniti iz javno dostupnih podataka (Narayanan & Vikram, 2004).

Praktičan primjer izračuna prosječne ponderirane cijene kapitala prikazuje se u Tablici 1. Uz to radi se usporedba cijene kapitala za različita hrvatska poduzeća.

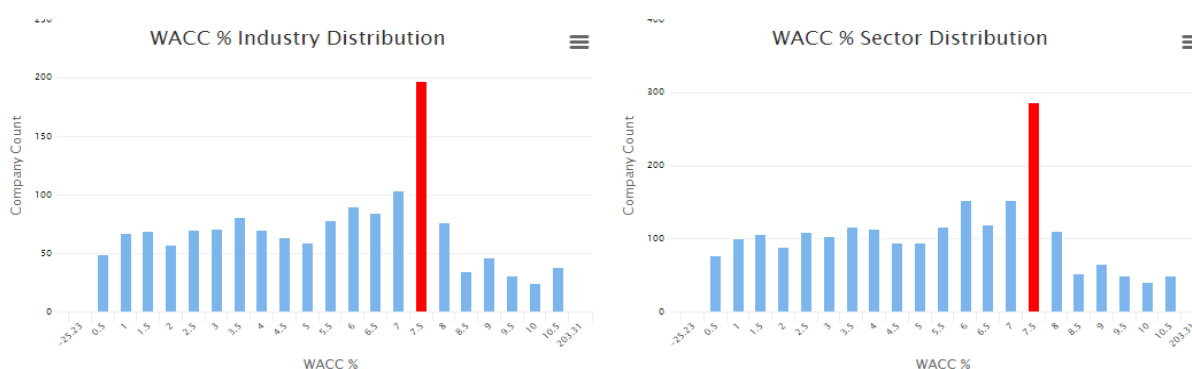
**Tablica 1. Prosječna ponderirana cijena kapitala različitih poduzeća u RH**

Competitive Comparison Data (Podaci za usporedbu konkurencije)		
Poduzeće	Tržišna kapitalizacija %	WACC
Podravka GRUPA	\$ 691.64	7.52
Atlantic Grupa dd	\$ 850.31	6.76
Čakovečki Mlinovi DD	\$ 119.87	7.37
Ledo DD	\$ 19.84	0.00
Ledo DD	\$ 18.31	0.00
Zvijezda DD	\$ 2.92	0.00
Franck DD	\$ 0.00	0.00
PIK DD	\$ 0.00	0.00
Granolio D.D	\$ 0.00	0.00
Brionka DD	\$ 0.00	0.00

*Legenda: WACC- prosječna ponderirana cijena kapitala*

Izvor: Autor rada prema <https://www.gurufocus.com/term/wacc/ZAG:PODR/WACC-Percentage/Podravka%20DD>

Podaci iz tablice 1. ukazali su na to da najveću prosječnu ponderiranu vrijednost cijene kapitala ima Podravka Grupa (WACC=7,52), dok najmanju ponderiranu cijenu kapitala ima Atlantic Grupa d.d. Uočeno je da više hrvatskih poduzeća (Ledo d.d., Zvijezda, Franck. dd, nemaju uopće prosječnu ponderiranu cijenu kapitala (0,00). Uočava se dobra pozicija poznate međimurske tvrtke Čakovečki Mlinovi DD koja ima ponderiranu cijenu kapitala u iznosu od 7.37.



**Slika 1. Ponderirana cijena kapitala za distribuciju**

Izvor: <https://www.gurufocus.com/term/wacc/ZAG:PODR/WACC-Percentage/Podravka%20DD>. Datum pristupa: 20.02.2022. godine

Zaključno, WACC je u biti trošak kapitala poduzeća. WACC je prosjek troškova izvora financiranja, od kojih je svaki ponderiran prema njegovoj upotrebi u danoj situaciji. Uzimajući ponderirani prosjek, može se vidjeti koliko kamata poduzeće Podravka Grupa mora platiti za svaki dolar koji financira

Struktura i trošak kapitala dioničkog društva razumije se tako da su dionička društva kao kapitalski oblik organiziranja gospodarskih aktivnosti zahtijeva uz značajno drugačiji odnos prema kapitalu i dugoročnom financiranju poslovanja jer svaki izvor financiranja implicira svoje specifične troškove (Novak, 2002). Isti autor dodaje da je trošak kapitala važan iz tri osnovna razloga.

Prvi razlog je maksimiziranje vrijednosti poduzeća jer se moraju minimizirati troškovi svih inputa, što svakako, uključuje i kapital. Da bi se mogao minimizirati trošak kapitala, treba izvršiti procjenu.

Drugi razlog je upravo ta procjena jer je ista jedini način kako bi se donijela odgovarajuća odluka o kapitalnom proračunu odnosno o dugoročnom ulaganju. I druge financijske odluke (odluka o leasingu, refundiranju obveznica i politici obrtnog kapitala) zahtijevaju procjenu troškova kapitala (Novak, 2004, str.155).

Većina dioničkih društava financira nabavke osnovnih sredstava, ali i vlasničkih udjela pri preuzimanju drugih društava, dugoročnom zaduživanjem (na primjer, obveznicama), prioritetnim dionicama, izdavanjem običnih dionica iz zadržanog dijela dobiti (Novak, 2002, str. 156). Ključno je prepoznati stavke na desnoj strani bilance poduzeća- razni oblici dugoročnih obveza, prioritetne dionice te obične dionice sa zadržanim dijelom dobiti, definiraju se kao komponente kapitala.

Svaki porast dugotrajne imovine- fiksne aktive – mora se financirati povećanjem jedne ili više komponenata kapitala (Novak, 2004, str.155). Svaka od tih komponenata ima svoj trošak kapitala koji se može nazvati troškom komponenata. Označeni su sljedećim simbolima a isti prikazani u Tablici 2.

**Tablica 2. Simboli za komponente troška kapitala**

Simbol	Opis komponente
$k_d$	Kamatna stopa na najnoviji dug poduzeća, ili tzv. trošak komponente prije odbitka poreza
$k_d$	(I-T) Trošak komponente duga nakon odbitka poreza, gdje je T granična stopa oporezivanja poduzeća. Ovaj iznos se koristi kao trošak kod računanja ponderiranog prosječnog troška kapitala
$k_p$	Trošak komponente prioriternih dionica
$k_s$	Trošak komponente zadržane dobiti ( interna glavnica)
$k_e$	Trošak komponente eksternog kapitala
$k_a$	Prosječni trošak kapitala

Izvor: Vlastita izrada prema Novak, B., 2002. *Odlučivanje o financijskom upravljanju*. Osijek: EFOS., str.

156

Simboli koji su predstavljeni u Tablici 2. treba uvijek imati u vidu i pri tome uzeti u obzir činjenicu da se kamata izuzima iz oporezivanja. Zato je trošak komponente duga  $k_d$  (I - T). Razlog za to je taj da vrijednost dionice koju treba nastojati maksimizirati ovisi o tijeku gotovine po odbitku poreza.

## 2.4. Procjena novčanih tokova projekta

Procjena novčanih tokova projekta je najteži dio procesa budžetiranja kapitala. Nužno je utvrditi sve novčane tokove. Novčane tokove investicijskog projekta procjenjuju odgovarajući stručnjaci iz različitih odjela. Treba samo dobra koordinacija što je najbolje pojasniti primjerom u Tablici 3.

**Tablica 3. Dinamika čistih novčanih tokova projekta-2010 - 2015**

Prihodi i troškovi	Godina efektuiranja					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Prodajne jedinice	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Prodajna cijena	11,00	11,55	12,13	12,47	13,38	14,05
Prodaja	275.000	288.750	303.250	318.500	334.500	351.250
Varijabilni troškovi	178.750	187.688	197.113	207.025	217.425	228.313
Kontribucija	96.250	101.062	106.137	117.075	111.475	122.937
Režija	40.000	42.000	44.100	46.305	48.620	51.051
Amortizacija zgrade	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
Amortizacija opreme	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500
Zarade prije poreza	46.550	49.362	52.337	55.470	58.755	62.186
Porezi 30%	13.965	14.809	15.701	16.641	17.624	18.658
Neto dobit	32.585	34.553	36.638	38.829	41.128	43.530
Amortizacija	9.700	9.700	9.700	9.700	9.700	9.700
Novčani tok iz poslovanja	42.285	44.253	46.336	48.529	50.828	53.230
Investicije u neto obrtni kapital	1.513	1.595	1.678	1.760	1.843	38.389
Rezidualna vrijednost						
Ukupni novčani tokovi projekta	40.772	42.658	44.658	46.769	48.985	119.709

Izvor: Orsag&Dedi, 2002, str. 167

Tablica 3., prikazala je reinvestiranje novčanih tokova projekta u inflacijom povećane potrebe za neto obrtnim kapitalom. Povećanej potreba i dodatne investicije utvrđene su metodom postotka od prodaje. Početna razina ulaganja u povećanje neto obrtni obrtni kapital (u 2015. godini bio je 1.513 HRK i isti je izračunat kao postotak od prodaje prve godine efektuiranja, a ima još pet godina poslije. Primjenom istog postotka računate su potrebe za neto obrtnim kapitalom u svakoj od preostalih godina efektuiranja investicijskog projekta.

Uočeno je da ukupni novčani tokovi od 2015 p do 2020 godine porasli u iznosu od 78,937 HRK., a na temelju toga ocjenjuje se efikasnost projekta. Dodatno, dodatna ulaganja u neto obrtni kapital procijenjena ma temelju utvrđenog potrebnog kapitala u visini cca. 11% od veličine prodaje. Tako u svakoj godini treba ulagati 11% od povećanja vrijednosti prihoda od prodaje. Na kraju zadnje godine efektuiranja dolazi do definitivnog oslobađanja neto obrtnog kapitala u visini početnog uloga i svakog dodatnog reinvestiranja tijekom razdoblja efektuiranja.

U nastavku, analiziraju se metode financijskog odlučivanja.



### 3. METODE FINANCIJSKOG ODLUČIVANJA

Metode financijskog odlučivanja jesu razdoblje investiranja, a to se odnosi na potrebno vrijeme da investicijski projekt počne proizvoditi profit i novčane tokove u određenom razdoblju. Druga metoda odlučivanja je razdoblje efektuiranja, a isto se odnosi na razdoblje u kojem se stvara profit i novčani tokovi. Naravno, što je razdoblje efektuiranja duže time je financijska učinkovitost veća.

Navedene metode su, u biti, matematičke i statističke mjere kojim se utvrđuje korist od investicijskog projekta i kada poslovni ljudi dobiju odgovarajuće podatke, onda se odlučuje da li se kreće u projekt i kakav projekt i za koje razdoblje.

Polazne pretpostavke metoda jesu: jednake kamatne stope na primljene i odobrene zajmove i jednake kamatne stope za sve pojedince i poduzeća (sve je vidljivo u godišnjim financijskim izvješćima određenog poduzeća).

Dvije su temeljne metode financijskog odlučivanja: čista sadašnja vrijednost i interna stopa profitabilnosti.

Posebne metode financijskog odlučivanja su metode diferencije. Modificirana interna stopa profitabilnosti, kriterij anuiteta, dok dodatne metode su razdoblje povrata, diskontirano razdoblje povrata, indeks profitabilnosti i sadašnja vrijednost budućih troškova. U specifične metode financijskog odlučivanja spadaju MAPI metoda i metoda diskontiranog novčanog toka. Postoje još metode kao što je metoda prosječne godišnje računovodstvene profitabilnosti.

#### 3.1. Razdoblje ili period povrata

Razdoblje povrata (engl. *payback period* - *PBP*) najjednostavnija je metoda financijskog odlučivanja o realnim investicijama (Orsag, 2015; Orsag & Dedi, 2011). Razdoblje povrata je broj razdoblja, po pravilu godina, u kojima će se vratiti novac u određeni projekt (Orsag, 2015; Orsag & Dedi, 2011). Istovremeno, Damodaran (2012) tumači kako razdoblje povrata mjera koliko brzo novčani tokovi generirani projektom pokrivaju početno ulaganje. Slično tome, autori Van Horne i Wachowicz (2008) navode da „razdoblje povrata investicijskog

projekta govori koliko je godina potrebno da se nadoknadi početno ulaganje u gotovini, na temelju očekivanih novčanih tokova projekta“ (Van Horne & Wachowicz, 2008).

Glavno obilježje razdoblja povrata je jednostavnost izračunavanja i s njome povezano tumačenje - pravilo može koristiti svatko, čak i one osobe koje nisu upućene u sve tajne financijskog načina rezoniranja o poslovima i poslovanju poduzeća. Ovo je jak razlog zašto je razdoblje povrata često u upotrebi. Drugo temeljno obilježje je forsiranje likvidnosti projekta - polazi se od očekivanih novčanih tokova investicijskog projekta, favoriziraju se projekti koji brže vraćaju uloženi novac u visini investicijskih troškova (Van Horne & Wachowicz, 2008).

### **3.2. Diskontirano razdoblje povrata**

Metoda diskontiranog razdoblja povrata slična je varijanti originalne metode razdoblja povrata, u kojoj se nastoji maknuti nedostatak zanemarivanja vremenske vrijednosti novca. Ovom metodom izračunava se vrijeme koje je potrebno da diskontirani tokovi investicijskih projekata pokriju vrijednost njegovih investicijskih troškova (Brigham & Ehrhardt, 2010).

Diskontirano razdoblje povrata investicije je minimalni broj razdoblja (godina) u kojima će diskontirani neto novčani tokovi vratiti investicijske troškove. Modifikacija je originalnog razdoblja povrata, uz vremensku vrijednost novca. Ne razmatra cjelokupni vijek trajanja projekta (Brigham & Ehrhardt, 2010). Pri odluci o projektu, potrebno je dobiti procjenu duljine trajanja razdoblja povrata. Ukoliko je razdoblje povrata kraće od zahtijevanog razdoblja povrata, onda je određeni projekt prihvatljiv, ako je dulje, onda projekt nije prihvatljiv. Iz svega, zaključuje se da osnovna karakteristika diskontiranog razdoblja povrata je vremenska vrijednost novca. Bit je izračunavanje vremena u kojem će se vratiti investicijski troškovi s pokrićem troškova kapitala poduzeća. Favoriziranjem projekata koji brže vraćaju investicijske troškove i diskontinuirano razdoblje povrata neizravno smanjuje rizik nadoknade uložene vrijednosti projekta. Vrijeme povrata može se iskoristiti kao pokazatelj rizičnosti investiranja u projekte (Orsag, 2015).

### **3.3. Čista sadašnja vrijednost**

Osnovno obilježje čiste sadašnje vrijednosti jeste upoznavanje i korištenja troška kapitala poduzeća poradi izračunavanja sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova projekta. Svako

poduzeće ima godišnje financijsko izvješće koje je prikazano na internetskim stranicama te se može prosuditi financijsko stanje na temelju obavljenih financijskih podataka poput troška kapitala

U poslovnom svijetu, poslovni ljudi često konfrontiraju s pitanjima koja se odnose na financijsko zdravlje određenog poduzeća. Tako da poslovnim ljudima, čista sadašnja vrijednost kao metoda financijskog odlučivanja treba i mora biti dobro poznata, posebno financijskim menadžerima. Čista sadašnja vrijednost (NPV) je metoda koja se koristi u financiranju i poslovanju za određivanje vrste investicijskog projekta (Anthony, 2019). Točna formula za NPV nije jednostavna. Uzimaju se u obzir novčani tokovi primljeni u određenim razdobljima, ukupni početni troškovi ulaganja, ukupni broj vremenskih razdoblja i pretpostavljena diskontna stopa, obično na temelju standardne kamatne stope. Čista sadašnja vrijednost formule za NPV uzima se u obzir četiri varijable:

$C(t)$  = neto novčani tok tijekom razdoblja

$C(0)$  = ukupni početni iznos

$r$  = diskontna stopa

$t$  = Broj rokova = neto sadašnja vrijednost = zbroj:  $(C(t) / (1 + r)^t) - C(0)$  (Anthony, 2019)

Projekti s čistom sadašnjom vrijednošću (znači veće od nule) imaju profitabilnost od one koja se zahtijeva na tržištu. Kako su naknade vjerovnicima fiksne, cjelokupna će extra profitabilnost projekta pripasti dioničarima (Orsag, 2015).

Postupak izračunavanja čiste sadašnje vrijednosti nekog investicijskog projekta može se opisati pomoću sljedeća tri koraka (Orsag & Dedi, 2011).

1. izračunavanje sadašnje vrijednosti očekivanih novčanih tokova u cjelokupnom vijekuefektuiranja projekta
2. sumiranje diskontiranih čistih novčanih tokova u cijelom vijeku efektuiranja projekta
3. utvrđivanje čiste sadašnje vrijednosti oduzimanjem investicijskih troškova od zbroja sadašnje vrijednosti novčanih tokova u cijelom vijeku efektuiranja projekta.

Glavno obilježje čiste sadašnje vrijednosti jest ukomponiranost s ciljem maksimiranja bogatstva dioničara kroz dugoročno uvećanje vrijednosti dionica na tržištu. Čista sadašnja

vrijednost poštuje vremensku vrijednost novca kroz trošak kapitala i dinamiku novčanih tokova i vodi računa o cjelokupnom vijeku efektuiranja.

Veličina čiste sadašnje vrijednosti izrazito je osjetljiva na visinu diskontne stope, pa tako primjena više diskontne stope smanjuje veličinu sadašnje vrijednosti projekta i obrnuto, odnosno prisutno je inverzno kretanje čiste sadašnje vrijednosti prema visini diskontne stope (Orsag & Dedi, 2011; Shim & Siegel, 2007; Vidučić, 2006). Isti autori navode da se javlja dodatna teškoća - problem pristranog utjecaja na diskontnu stopu koja se treba primijeniti na neki investicijski projekt.

### **3.4. Interna stopa profitabilnosti**

Interna stopa profitabilnosti se javlja kao nepoznanica u jednadžbi. Funkcija interne stope profitabilnosti u toj jednadžbi je da buduće čiste novčane tokove izjednači s investicijskim troškovima. Kriterij odlučivanja: povezan je s kriterijem sadašnje vrijednosti a to pak dovodi do poboljšanja investicijskih odluka (Orsag & Dedi, 2002). Javljaju se dva ozbiljna problema a to su:

1. PROBLEM: Reinvestiranje ostvarenih novčanih tokova projekta
2. PROBLEM: Postojanje više ostvarenih novčanih tokova

Pretpostavka reinvestiranja uz profitabilnost koja odgovara trošku kapitala teorijski je zasnovan na marginalnoj analizi i pretpostavci učinkovitog tržišta na kojem javna dionička društva mogu neograničeno pribavljati kapital. Ovakve teorijske pretpostavke koje se koriste za dokazivanje „zakonomjernosti kroz financijsko modeliranje mogle bi se i provocirati u uvjetima stvarnog svijeta i s postojanjem ograničenja potpuno učinkovitim djelovanju tržišta“ (Orsag & Dedi, 2002, str. 124).

Interna stopa profitabilnost nije najbolji jer treba više vremena za izračun, pogotovu, kada novčani tijekomovi nisu jednaki, iako većina poslovnih računala ima program za izračun interne stope povrata. Tu je još jedan problem. Ne priznaje varijabilnost veličine ulaganja u projekte koji se razmatraju i njihovu profitabilnost (Shim & Siegel, 2007, str. 244), za razliku od čiste sadašnje vrijednosti koja u obzir uzima faktor profitabilnosti.

### 3.5. Indeks profitabilnosti

Indeks profitabilnosti je metoda koji se temelje na novčanim tokovima investicijskog projekta diskontiranim uz trošak kapitala poduzeća (Orsag & Dedi, 2002). Postoji razlika između čiste sadašnje vrijednosti i indeksa profitabilnosti je u tome što čista sadašnja vrijednost promatra apsolutnu veličinu kontribucije projekta povećanja vrijednosti dionica poduzeća, dok indeks profitabilnosti promatra profitabilnost sadašnje vrijednosti tekućih novčanih tokova investicijskog projekta na jedinicu, u njega, uloženi sredstava.

Prema autorima Shim i Siegel (2007) metoda indeksa profitabilnosti ima neka ograničenja, i jedan od ozbiljnijih ( ograničenja) je da nije učinkovita kad god se u obzir uzima više od jednog izvora. Jedan od općenitijih pristupa rješavanju problema kontrole kapitala upotreba matematičkog ( li nula-jedan) programiranja.

Znači cilj je odabrati one projekte koji će povećati NPV, uz uvjet ograničenja budžeta

Dodatno, budući da je metoda indeksa profitabilnosti izvedenica od metode čiste sadašnje vrijednosti, prag efikasnosti projekata utvrđuje se identično čistoj sadašnjoj vrijednosti jednakošću sadašnje vrijednosti čistih novčanih tokova projekata i njegovih investicijskih troškova. U tom slučaju, indeks profitabilnosti je jednak jedan, tako da projekti ne smiju imati indeks profitabilnosti manji od jedan (Orsag & Dedi, 2011).Indeks profitabilnosti računa se istim brojem koraka kao i čista sadašnja vrijednost Prva dva koraka: račun sadašnje vrijednosti novčanih tokova i njihovo sumiranje ista su kao i kod čiste sadašnje vrijednosti (Orsag, 2015). Razlika je u trećem koraku, gdje se uspoređuju diskontirani novčani tokovi i investicijski troškovi. Za razliku od čiste sadašnje vrijednosti kod indeksa profitabilnostim diskontirani se novčani tokovi dijele s investicijskim troškovima, kao što je prikazano u sljedećoj tablici.

**Tablica 4. Indeks profitabilnosti projekata A, B i C**

<b>ELEMENT</b>	<b>PROJEKT A</b>	<b>PROJEKT B</b>	<b>PROJEKT B</b>
Sadašnja vrijednost čistih novčanih tokova	10.651	11.370	12.089
Investicijski troškovi	10.000	10.000	10.000
Indeks profitabilnosti	1,07	1,13	1,21

Izvor: Orsag, S., 2015. Poslovne financije. Zagreb: Avantis., str. 535

Tablica 4. prikazala je kako je indeks profitabilnosti projekt C najveći i ono iznosi 1,21, dok najmanji indeks profitabilnosti ima projekt A. Vidi se da je lakše izračunati kada su očekivani

čisti novčani tokovi projekta konstatntni u cjelokupnom vijeku njegova efektuiranja (Orsag, 2015). Indeks profitabilnosti upotrebljava se samo radi unaprijeđenja investicijskih odluka. Može samo poboljšati investicijsku odluku i upotreba indeksa profitabilnosti dolazi do izražaja pri rangiranju projekata kada može drukčije rangirati projekte od kriterija sadašnje vrijednosti.

### **3.6. Kriterij anuiteta**

Kriterij anuiteta je razrađen kao „pomoćno sredstvo za poboljšanje investicijske odluke te je izvedenica čiste sadašnje vrijednosti“ (Orsag & Dedi, 2002). Bitna razlika kriterija anuiteta u odnosu na druge metode financijskog odlučivanja što koristi žrtve projekta i ne sagledava ih u njihovoj ukupnoj sadašnjoj vrijednosti već u prosječnim godišnjim iznosima (godišnja financijska i nefinancijska izvješća poduzeća). Zato se i ova metoda naziva metoda naziva metoda anuiteta- godišnje. Metoda anuiteta povezana je s metodom čiste sadašnje vrijednosti i uočava se da je razlika je u tome što efekti investicijskog projekata razmatraju na prosječnog godišnjoj razini, a ne u ukupnom iznosu u sadašnjosti. Tu se tehnika izračunavanja vremenske vrijednosti novca ne koristi za svođenje svih efekata na sadašnju vrijednost, već za svođenje svih efekata na prosječnu godišnju razinu. Tako suma svih anuiteta može promatrati i kao anuitet čiste sadašnje vrijednosti investicijskog projekta (Orsag & Dedi, 2002). bČista sadašnja vrijednost pokazuje veličinu očekivane promjene vrijednosti ukupnih dionica poduzeća u odnosu na njihovu tekuću vrijednost. Razlika anuiteta u anuitetskoj metodi to povećavanje vrijednosti dionica poduzeća svodi na prosječnu godišnju razinu kroz vijek efektuiranja projekta. Zbog toga metoda anuiteta može u određenim uvjetima različito rangirati projekte u odnosu na čistu sadašnju vrijednost, a time se donosi dobra i cjelovita investicijska odluka (Orsag & Dedi, 2002).

## 4. PRIMJER FINANCIJSKOG ODLUČIVANJA – KOMPANIJA *PODRAVKA GRUPA*

U ovom poglavlju, analizira se financijsko odlučivanje na primjeru Podravka Grupa koja iznimno visoko kotira na hrvatskom tržištu. Proizvodi koje plasira Podravka Grupa veoma popularni na hrvatskom, europskom tržištu. No, mogu se pronaći Podravkini proizvodi na američkom tržištu u vidu malih dućana koji prodaju proizvode koji su potrebni hrvatskim građanima koji žive u Sjedinjenim Američkim državama.



**Slika 2. Podravka d.o.o.**

Izvor: <https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/18.2.2022.godine>

Vizija kompanije: „Poboljšanju svakodnevne kvalitete života potrošača, kupaca i zaposlenika putem inovativnosti i internacionaliziranosti“.

Misija: „Nuditi inovativno kulinarsko iskustvo i zdrava životna rješenja za potrošače.“

Pružaju se temeljni podaci o poduzeću Podravka Grupa d.o.o. (Tablica 5).

**Tablica 5. Temeljni podaci o Podravka Grupa d.d.**

<b>PODRAVKA GRUPA</b>	
<b>NAZIV I LOKACIJA SJEDIŠTA KOMPANIJE :</b>	Ante Starčevića 32, 48000 Koprivnica
<b>ORGANIZACIJSKA STRUKTURA:</b>	Prehrane i farmaceutika
<b>PREHRANA</b>	Može se pratiti kroz poslovanje poslovnih programa vezanih uz pojedine grupe proizvoda: žito i lagris, kulinarstvo, podravka hrana, dječja hrana, slastice i snack, mesni proizvodi, jela i namazi, riba te trading.
<b>OPERATIVNO POSLOVANJE</b>	Regiju Adria i internacionalna tržišta. Regiju Adria čini Tržište Republike Hrvatske i Tržište jugoistočne Europe. Internacionalna tržišta obuhvaćaju Tržište centralne Europe, Tržište zapadne Europe i prekoceanskih zemalja, Tržište istočne Europe i Nova tržišta.
<b>KORPORATIVNE FUNKCIJE</b>	Ljudski potencijali i pravo, Korporativna i informacijska sigurnost Riznica Korporativno računovodstvo Kontroling i Informatika.
<b>ORGANIZACIJSKA STRUKTURA</b>	Ljudski potencijali i pravo, Korporativna i informacijska sigurnost Riznica Korporativno računovodstvo Kontroling i Informatika.
<b>UPRAVLJAČKE SLUŽBE</b>	Ured Uprave, Globalni razvoj poslovanja, Poslovna kvaliteta i održivi razvoj i Uredi potpredsjednika

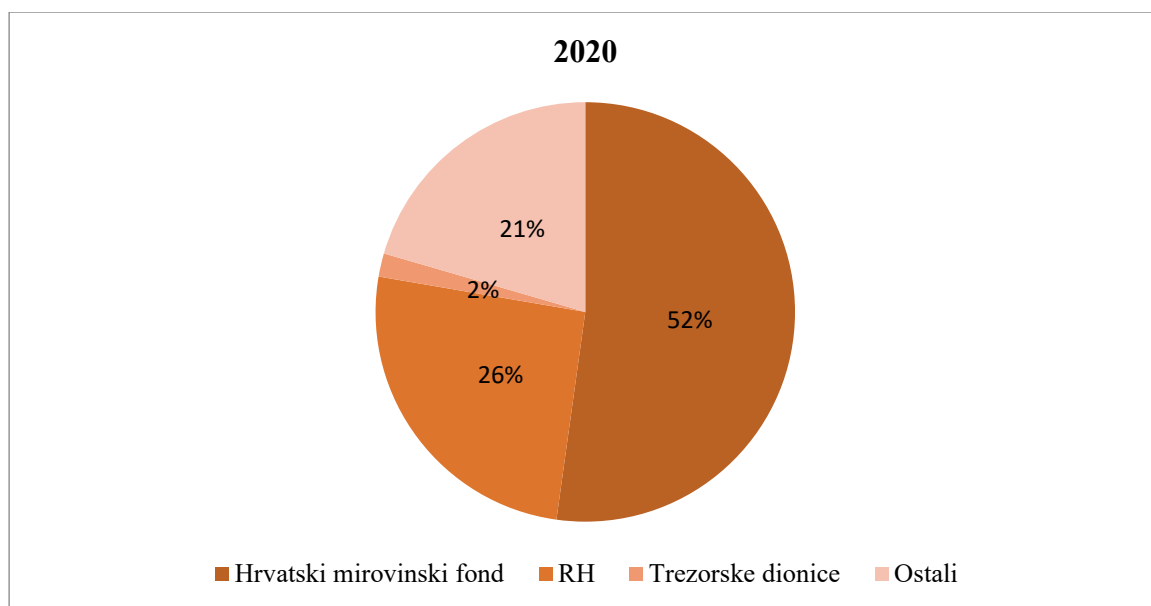
Izvor: Autor rada prema <https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/financijska-izvjesca/18.2.2022>. godine

Iz Tablice 1, vidljivo je da Podravka Grupa prodaje proizvode koji se tiču prehrane i lijekova, a to znači da je za široku potrošnju. Operativno poslovanje Podravka grupa širi se izvan granica Hrvatske- djeluju na području Jugoistočne Europe. U organizacijskoj strukturi primjećuju se sve veća primjena digitalizacije posebno naglasak se stavlja na informacijsku sigurnost i cyber zaštitu. U upravljačke službe uključeni su: Ured za poslovnu kvalitetu i održivi razvoj koja postaje sve ključnija komponenta u razvoju poslovanja navedene kompanije.

Vlasnička struktura prikazana je u Grafikonu 1.



**Grafikon 1. Vlasnička struktura Podravka Grupa**



Sukladno objavljenim podacima u Grafikonu 1., Hrvatski mirovinski fond (obavezni i dobrovoljni) zauzima najveći dio vlasničke strukture Podravka Grupa u postotku od 52%, dok najmanje jesu zastupljene trezorske dionice (2%). 26 % dionica kompanije ima u posjedu RH, dok 21% drže ostali, pod koje spadaju članovi Nadzornog odbora i Uprave.

Broj zaposlenih prikazan je u Grafikonu 2.

**Grafikon 2. Broj zaposlenih u Podravka Grupa za 2021-2020 godina**

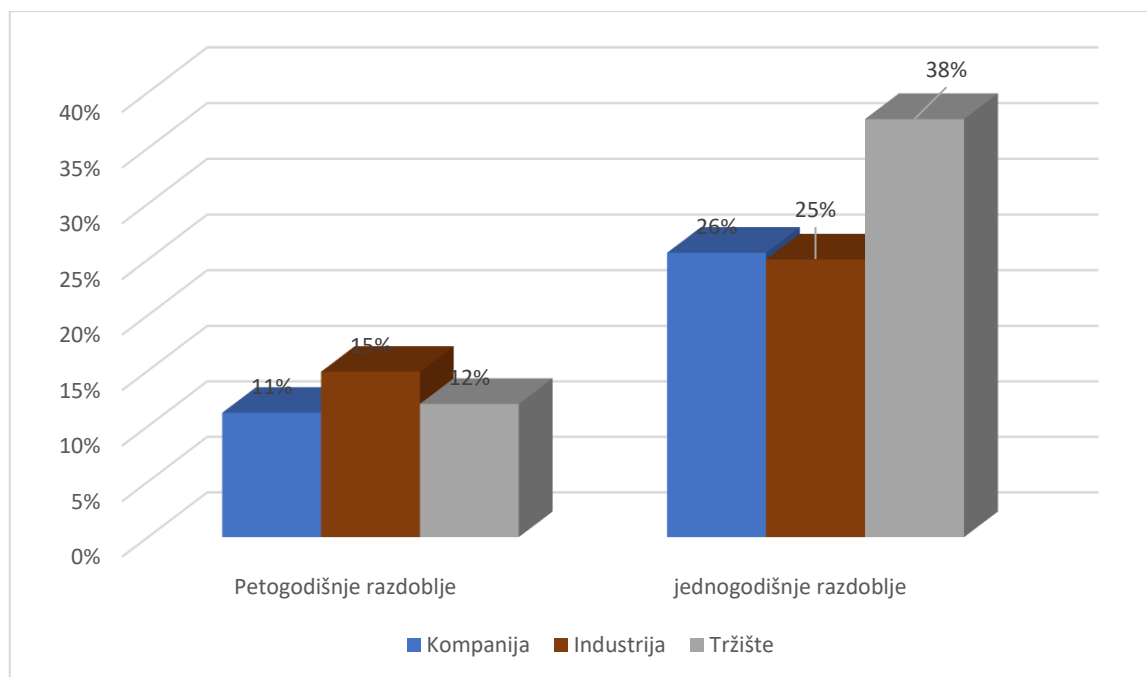


Izvor: Autor rada prema podacima Podravka Grupa

Sukladno dobivenim podacima iz Grafikona 2., o broju zaposlenih u kompaniji Podravka Grupa u 2021 godini iznosio je 6,746, zaposlenih radnika, dok je u 2020. godini iznosio 6,650. Prema tome došlo je do porasta zaposlenih u iznosu od 1,4% odnosno 96

novozaposlenih u godinu dana, što upućuje da nije bilo potreba za iznimno velikim brojnačajnog proširenja poslova i asortimana proizvoda. Razlog može biti globalna pandemija SARS CoV-2 jer je bio proglašen lockdown pa nije omogućen uobičajen rad kompanije.

**Grafikon 3. Usporedba rasta prihoda na petogodišnjoj i jednogodišnjoj razini po područjima**



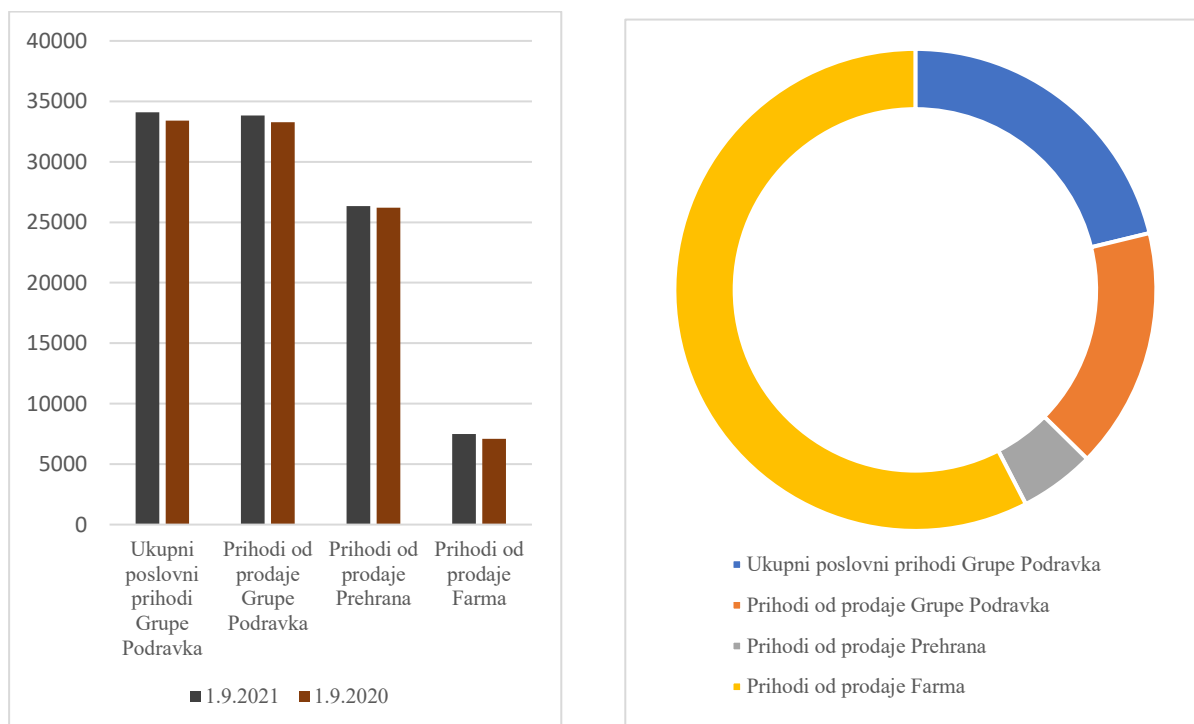
Obrađena je usporedba odnosno analiza prihoda Podravka grupa u dva segmenta: petogodišnja analiza i jednogodišnja analiza, s tim da se jednogodišnja analiza odnosi na 2021. godinu, a petogodišnja na razdoblje od 2016-2020. godine. Rezultat je veoma zanimljiv i ukazao je na akceleraciju zarade u jednogodišnjem razdoblju posebno u području tržišta u prosjeku od 38%, dok je zarada u petogodišnjem razdoblju iznosila 12%. To čini razliku od 26%, što je visok postotak za tako kratko vrijeme. Uočen je porast zarade kompanije u prosjeku od 15%, te industrije u prosjeku od 10%.

Slijedi analiza financijskog poslovanja Podravka Grupe.

## 4.1. Financijsko poslovanje kompanije *Podravka Grupa*

Financijsko poslovanje kompanije Podravka Grupa vidljivo je na službenim stranicama kompanije, ali ista obvezna je objaviti financijsko i nefinancijsko izvješće za svaku godinu, uz analizu i komparaciju za prethodnu godinu. Tako na primjer, financijsko izvješće za 2020. godinu, navodi izvješće za 2019. godinu, dodatno, s ciljem komparacije dobivenih financijskih podataka. Analiziraju se, u nastavku, ukupni poslovni prihodi (Grafikon 4).

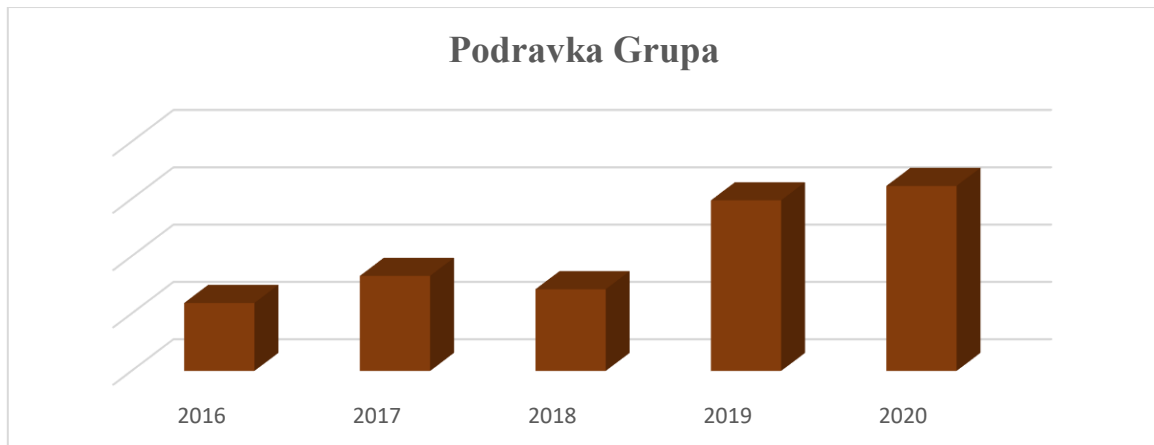
**Grafikon 4. Ukupni poslovni prihodi Podravka 2021-2020 (izraženo u milijunima)**



Izvor: Autor rada prema <https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/kljucni-financijski-podaci/>

Grafikon 4., pružio je podatke o ukupnim poslovnim prihodima za razdoblje od siječnja do rujna 2020 -2021. godine. Uočen je neznatan porast poslovnih prihoda u iznosu od 709 tisuća kuna, zatim prihodi od prodaje Grupa neznatno je porastao u iznosu od 549 tisuća kuna. Prihodi od prodaje Prehrane ne bilježe neku značajnu razliku - 143 tisuće kuna od prodaje. Postoji vjerojatnost da je pandemija SARS Cov-2 utjecala na prodaju proizvoda a može se dodati i slabija ekonomska moć građana na području Republike Hrvatske. Također, prihodi od prodaje Farma bilježi rast od 406 tisuća kuna.

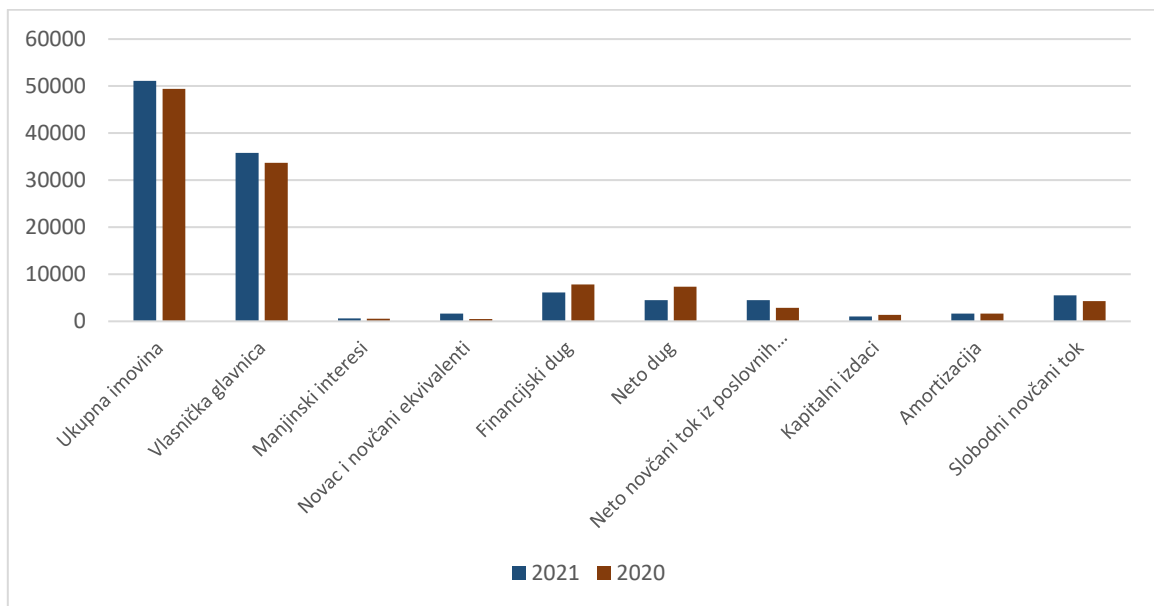
**Grafikon 5. Poslovni rezultati Podravke Grupa**



Izvor: Autor rada prema <https://www.fininfo.hr/Poduzece/Pregled/podravka/Detaljno/154>. 20.02.2022.

Na temelju dobivenih rezultata od strane Fininifo za poduzeće Podravka d.o.o., (Grafikon 4, dobiveni rezultati ukazuju na porast poslovnih prihoda u petogodišnjem razdoblju (2016-2020. godina). Ukupan porast iznosi 204.260.303 hrvatskih kuna, za petogodišnje razdoblje. U grafikonu 5. analizira se budžet kompanije Podravka Grupa.

**Grafikon 6. Struktura kapitala Podravka Grupa za razdoblje od 2021-2020**



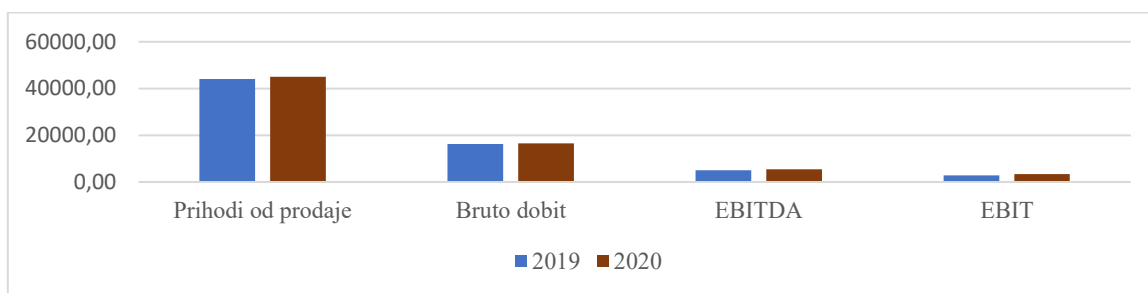
Izvor: Autor rada prema podacima Podravka Grupa

Pri prikazu strukture kapitala Podravka grupa, uočavaju se određena financijska odstupanja prema Grafikonu 6. Uočen je porast ukupne imovine u iznosu od 1,731 milijuna hrvatskih kuna (razlika je u jednogodišnjem razdoblju),

struktura novca i novčanih ekvivalenata bilježi porast u iznosu od 1,116 milijuna kuna. Smanjen je financijski dug u iznosu od 1,717 milijuna kuna, što indicira oporavak kompanije od prošle godine zbog pandemije SARS CoV-2. Došlo je do smanjenja kapitalnih izdataka u iznosu od 35 milijuna hrvatskih kuna. Razlika u troškovima amortizacije iznosi 5 milijuna kuna.

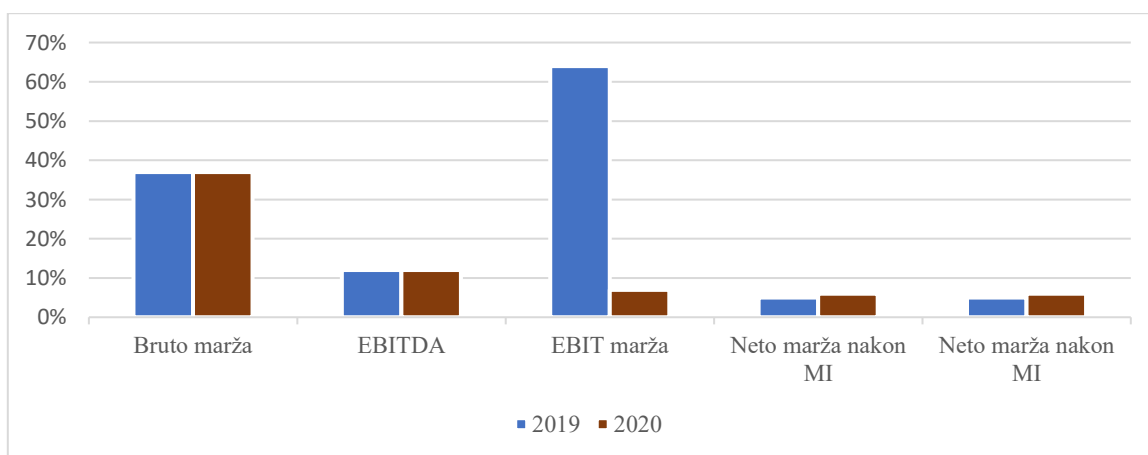
Profitabilnost kompanije Podravka grupa ogleda se u finacijskim podacima koji su prikazani u sljedećem grafikonu te pomno interpretirani u nastavku. Grupa Podravka računa EBITDA na način da EBIT uvećava za amortizaciju i vrijednosna usklađenja dugotrajne imovine, dok normaliziranu EBITDA računa na način da normalizirani EBIT uvećava za amortizaciju. Radi transparentnosti Grupa Podravka uz izvještajne rezultate prikazuje i normalizirane rezultate poslovanja bez utjecaja stavaka koje menadžment tretira kao jednokratne.

**Grafikon 7. Profitabilnost Podravka Grupa**



Izvor: Autor rada prema Godišnjem Izvješću Podravka Grupa za 2020. godinu

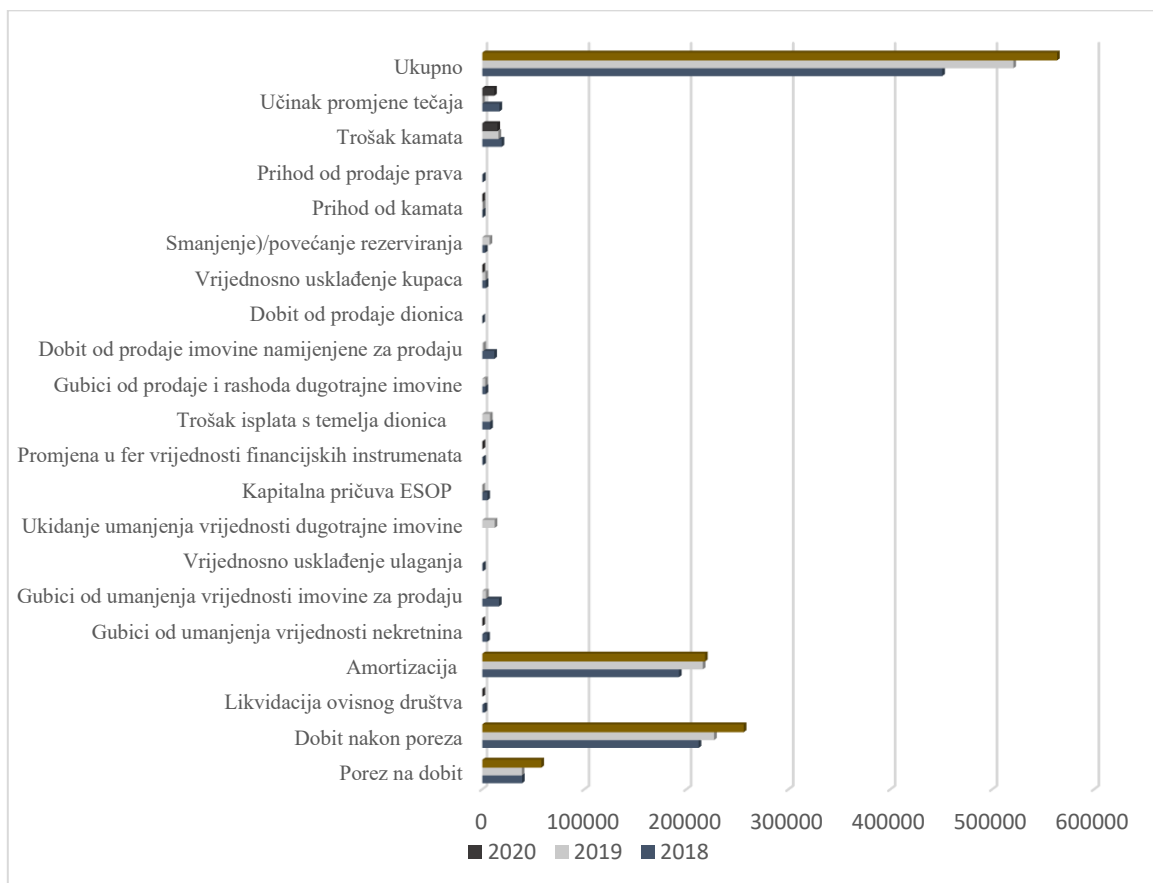
**Grafikon 8. Marže Podravke Grupa**



Izvor: Autor rada prema Godišnjem Izvješću Podravka Grupa za 2020. godinu

Na temelju podataka iz Grafikona 7 i Grafikona 8., uočava se neznatan porast prihoda prodaje u godinu dana (2019-2020 godina). Razumljivo da je na profitabilnost utjecala pojava pandemije SARS Cov-2. U Grafikonu 7, uočeno je značajno odstupanje EBIT marže u 2019. godinu u odnosu na ostale marže. Dodatno, analiziraju se općeniti podaci o poslovnim prihodima (Grafikon 8).

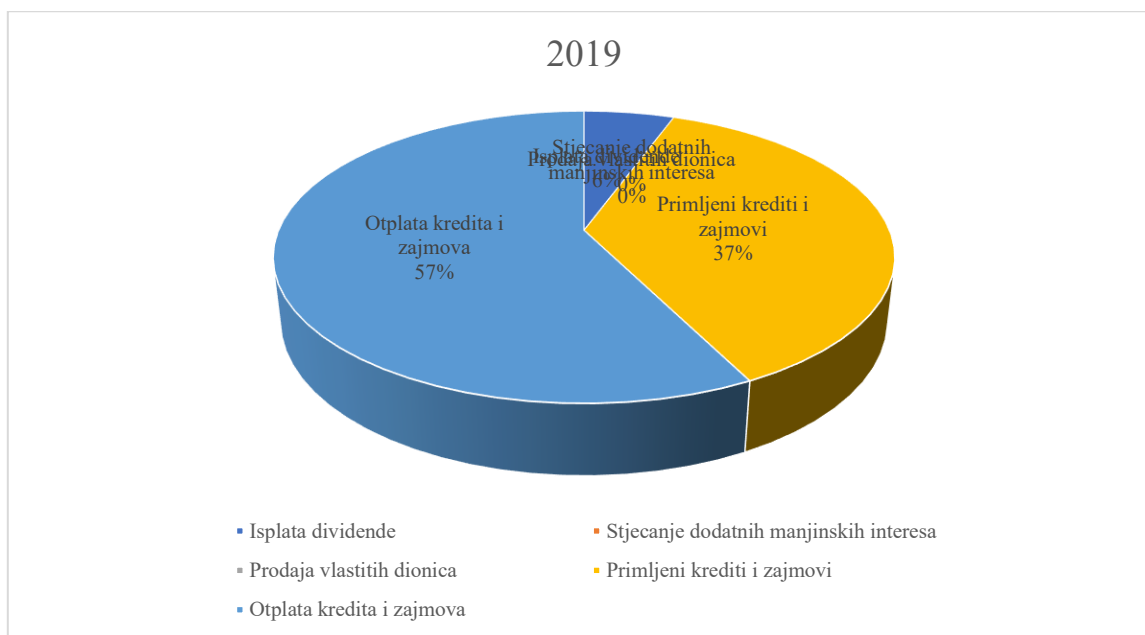
**Grafikon 9. Financijski rezultati Podravka grupa za trogodišnje razdoblje ( izraženo u milijunima)**



Izvor: Autor rada prema Godišnjem Izvješću Podravka Grupa

Financijski rezultati Podravke koji su objavljeni u Grafikonu 9., za podatke ukupno, navode porast u iznosu 112,710.000.00 milijuna kuna, za trogodišnje razdoblje. Dobiveni podatak ukazuje na pozitivno poslovanje kompanije unatoč svim poslovnim nedaćama koje su globalno zadesile sva poduzeća i kompanije poradi globalne pandemije i lockdown-a.

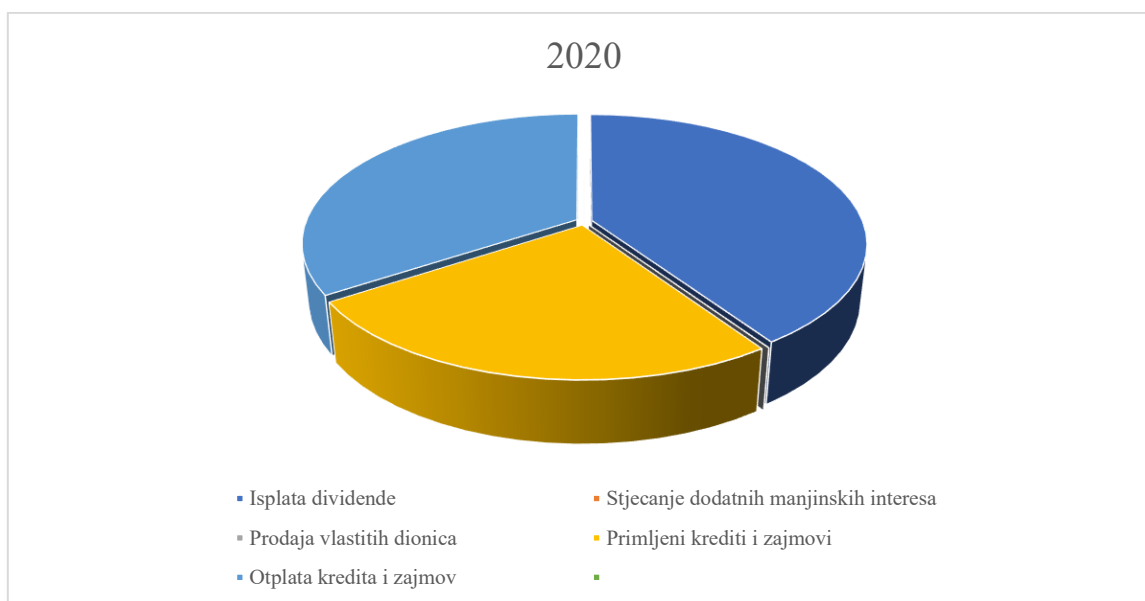
**Grafikon 10. Novčani tokovi od financijskih aktivnosti za 2019. godinu**



Izvor: Autor rada prema Godišnjem Izvješću Podravka Grupa

Glede novčanih tokova za 2019. godinu koji su prikazani u Grafikonu 10., uočava se značajna otpлата kredita i zajmova koje je Podravka grupa poduzela ( 57%), a istovremeno je došlo do smanjenja primljenih kredita i zajmova (37%).

**Grafikon 11. Novčani tokovi od financijskih aktivnosti za 2020. godinu**

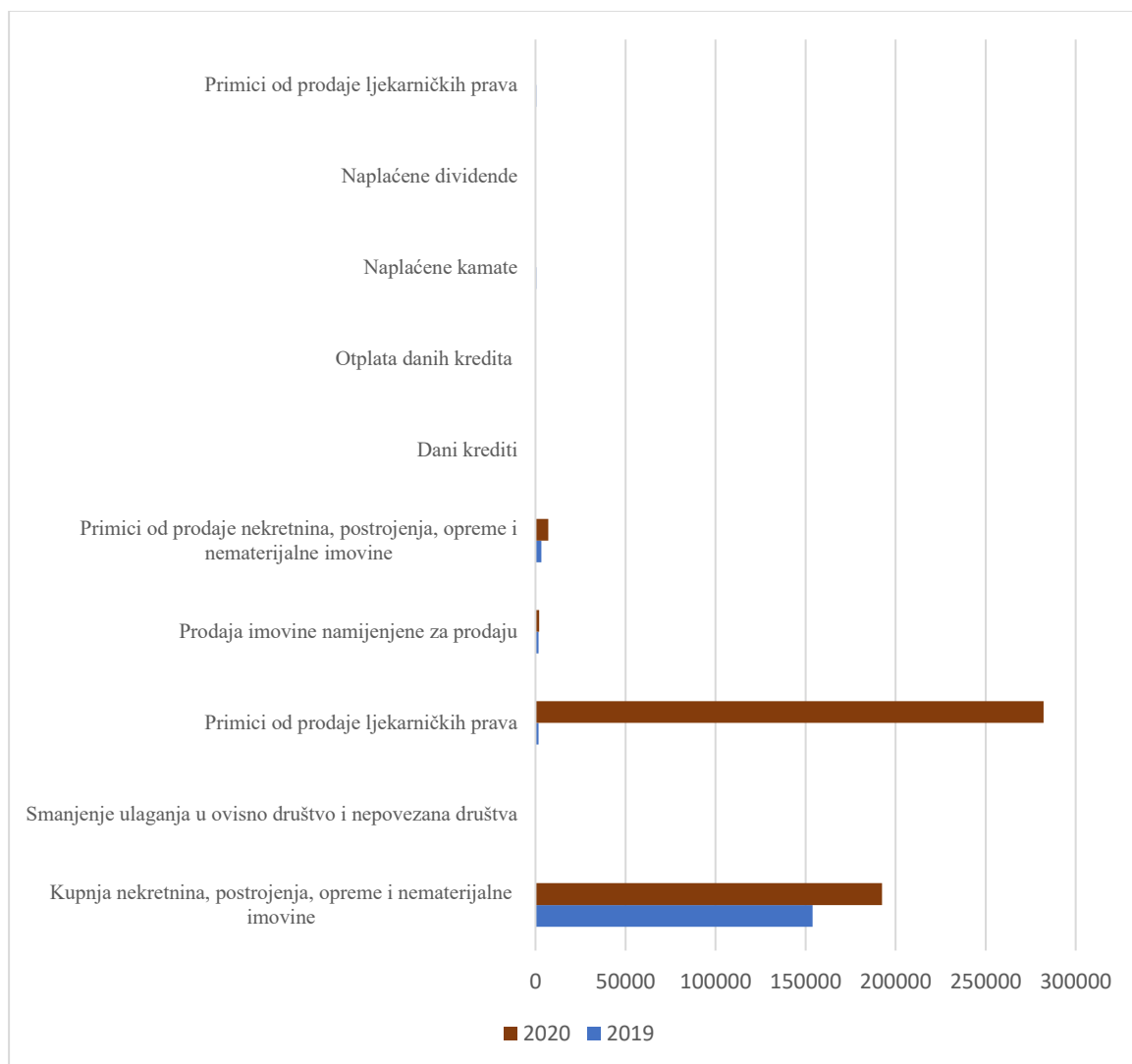


Izvor: Autor rada prema Godišnjem Izvješću Podravka Grupa

Glede novčanih tokova za 2020 godinu, koji su prikazani u grafikonu 11., uočava se pozitivan trend otplate kredita i zajmova (53%) i istovremeno je došlo do smanjenja primljenih kredita i zajmova (39%). U 2020. godini, isplaćeno je 63% dividendi.

U nastavku analiziraju se novčani tok iz ulagačkih aktivnosti

**Grafikon 12. Novčani tok iz ulagačkih aktivnosti**

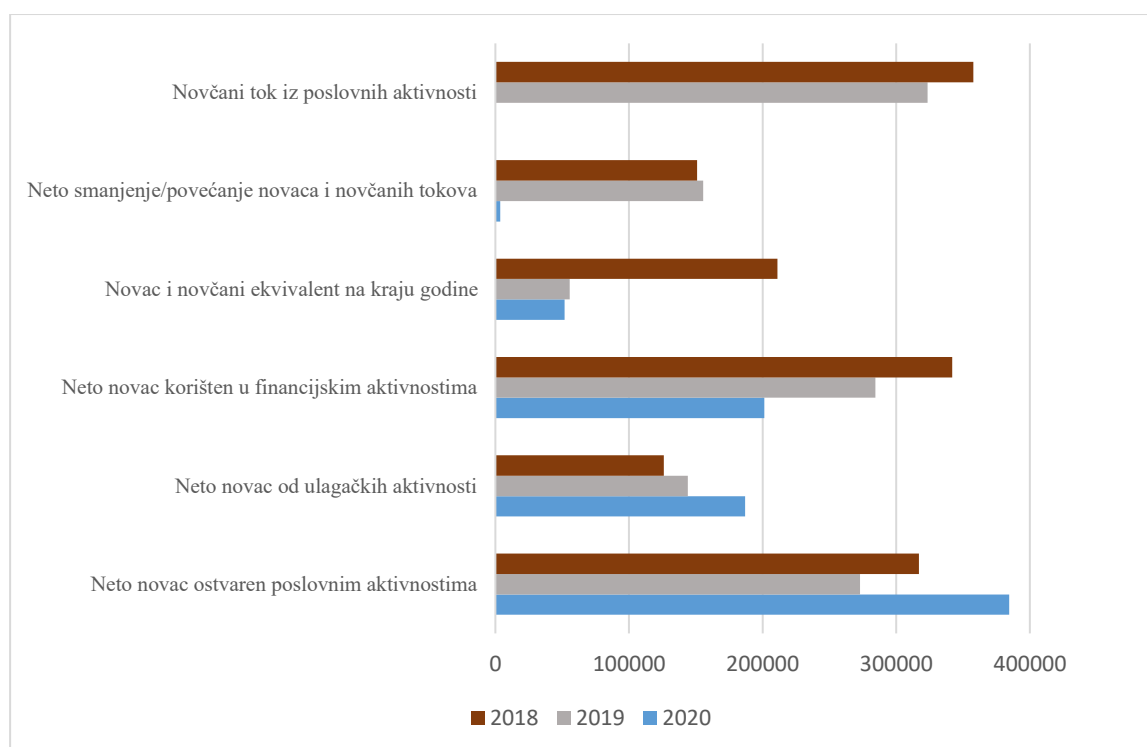


Izvor: Autor rada prema Godišnjem Izvješću Podravka

Grafikon 12., pruža podatke o novčanim tokovima vezano za ulagačke aktivnosti iz kojih je vidljivo da se najviše ulagalo u nekretnine, postrojenja, opremu i nematerijalnu imovinu. U 2019. godini, ukupan iznos uplata za kupnju nekretnina je 5389,7 milijuna kuna, dok je u 2020. godini, zabilježena kupnja nekretnina i ostalo u iznosu od 1924,7.



**Grafikon 13. Novčani tokovi Podravka Grupa- cjeloviti**



Izvor: Autor rada prema Godišnjem izvješću Podravka Grupa

Grafikon 13. pruža podatke o svim novčanim tokovima za razdoblje od 2018- 2020. godine. Uočen je neto povećanje novčanih sredstava koje su ostvarene poslovnim aktivnostima u trogodišnjem razdoblju te neto novčano povećanje od ulagačkih aktivnosti, u trogodišnjem razdoblju.

**Tablica 6. Projekcija čistih novčanih tokova Podravka Grupa ( 10 godina) (izraženo milijunima)**

Naziv/Godina	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Slobodni novčani tokovi (FCF (HRK, izraženi u milijuni)	142,8	99,4	223	389,6	379,4	374,9	373,6	347,7	377,4	381,2
Procjena stope rasta						-1,2%	-0,32%	0,29%	0,71%	1,01%
Prosječna vrijednost (HRK, izraženi u milijunima)	134	87,0	183	298	272	374,9	373,6	374,7	377,4	381,2

Izvor: Autor rada prema podacima <https://simplywall.st/stocks/hr/food-beverage-tobacco/zgse-podr/podravka-dd-shares/news/a-look-at-the-fair-value-of-podravka-dd-zgsepodr>

Tablica 7. pruža podatke o projekciji novčanih tokova za kompaniju Podravka Grupa u razdoblju od 2022. godine do 2031. godine. U analizu su uključeni slobodni novčani tokovi (FCF, engl. Free Cash Flow) koji su izraženi u HRK milijunima, zatim uključena je procjena stopa rasta te prosječna vrijednost koja je izražena u HRK milijunima. Projekcija je pokazala rast u iznosu od **238, 4 milijuna HRK**. Projekcija vezana za procjenu stopu rasta ukazuje kretanje od negativne stope prema pozitivnoj stopi rasta što je to dobar indikator za pokretanje investicijskih projekata na razini kompanije, ali uz analizu tržišta i suradnju s odjelom za istraživanje i razvoj. Također, projekcija pokazuje porast prosječne vrijednosti kompanije u iznosu od **247,2 milijuna HRK**. Zaključuje se da je nužna procjena sljedećih deset godina novčanih tokova. Gdje je moguće treba koristiti procjene analitičara, ali kada one nisu dostupne, ekstrapolira se prethodni slobodni novčani tok (FCF) iz posljednje procjene ili iskazane vrijednosti. Pretpostavlja da će poduzeća i kompanije sa smanjenjem slobodnim novčanim tokom usporiti svoju stopu smanjenja, a da će poduzeće ili kompanije s rastućim slobodnim novčanim tokovima imati sporiju stopu rasta tijekom tog razdoblja. Zaključuje se da će Podravka Grupa doživjeti poslovni procvat u narednom razdoblju te uz pozitivnu čistu

sadašnju vrijednost poduzeti nove investicijske projekte. Kalkulira se da će sadašnja vrijednost novčanih tokova koje je izračunao Simply Wall St biti 2,1 milijardu HRK.

*Sadašnja vrijednost desetogodišnjeg novčanog toka= KN 2,1 Milijarda*

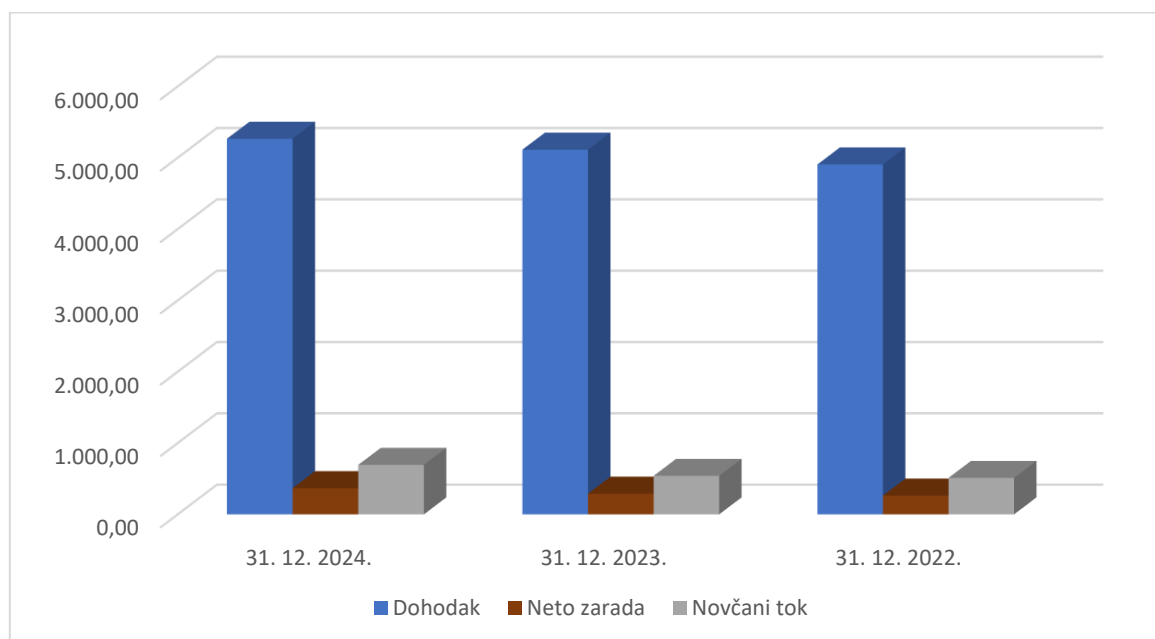
Na to treba izračunati terminalnu vrijednost koja uzima u obzir sve buduće novčane tokove nakon desetogodišnjeg razdoblja. Za to se koristi Gordonova formula rasta:

**Terminalna Vrijednost (TV)** =  $FCF_{2031} \times (1 + g) \div (r - g) = \text{Kn}381\text{m} \times (1 + 1.7\%) \div (6.9\% - 1.7\%) = \text{Kn}7.5\text{b}$  (Simply Wall St, 2022)

**Sadašnja vrijednost Terminalne Vrijednosti (SVTV)** =  $TV / (1 + r)^{10} = \text{Kn}7.5\text{b} \div (1 + 6.9\%)^{10} = \text{Kn}3.8\text{b}$  (Simply Wall St, 2022)

U nastavku analizira se projekcija novčanih tokova prema prihodu.

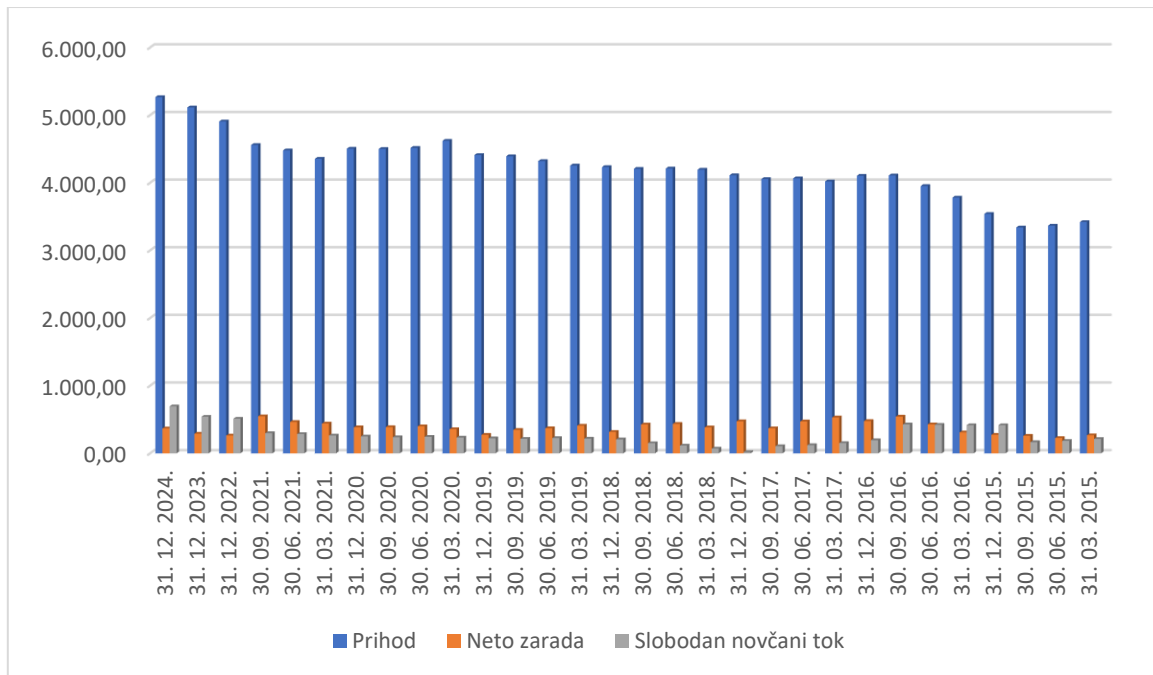
**Grafikon 14. Projekcija novčanih tokova prema prihodu**



Izvor: Autor rada prema <https://simplywall.st/stocks/hr/food-beverage-tobacco/zgse-podr/podravka-dd-shares#future>

Projekcija novačnih tokova prema prihodu ukazuje na projekciju rasta dohodka od 2022-2024. godine.

**Grafikon 15. Povijesna projekcija novčanih tokova prihoda**



Izvor: Autor rada prema <https://simplywall.st/stocks/hr/food-beverage-tobacco/zgse-podr/podravka-dd-shares>.

Datum pristupa 20.02.2022.

Povijesna projekcija koja je prikazana u Grafikonu 15. ukazuje na prethodnu spoznaju o rastu prihoda . najveći novčani tok zabilježen je u 2024. godini. Pretpostavlja se da slijedi faza oporavka nakon globalne pandemije sa SARS CoV-2. Inače, najmanji prihod zabilježen je u 2015. godini, najmanja neto zarada također je zabilježena je u 2015. godini, što indicira na neke negativne ishode koje je zabilježila kompanija u 2015. godini.

## 4.2. Analiza isplativosti financiranja leasingom u odnosu na kredit

U izvješću o novčanim tokovima, plaćanja leasinga se raspoređuju na financijske troškove (kamate) i glavnica. Kao i za svaki zajam koji se amortizira, glavnica u periodičnoj otplati leasinga je jednaka ukupnom iznosu plaćene otplate leasinga umanjene za pripadajući kamatni trošak (Šestanović , 2015).

Dugi niz Podravka radi na operativnom leasingu ( razlikuje se of financijskog leasinga). U ovom slučaju vozilo ne treba biti evidentirano u poslovnim knjigama, ali korisnik leasinga nije vlasnik vozila. Umjesto najmnine, plaćaju se troškovi na mjesečnoj razini i PDV. Prije 2011. godine, Podravka je surađivala s auto kućom Zubak. Danas surađuju s velikom

europskom leasing kuća *ALD Automotiv* koja im isporučuju Mondeo i Focus ( Fordova vozila).

Kao što je vidljivo u prethodnim grafikonima, Podravka Grupa smanjuje svoja zaduživanja vezano za kredite i zajmova te zaključuje se da je isplativiji leasing u odnosu na kredit za vozila za Podravka Grupu. Prema tome, može analizirati tržište za daljnje povećanje voznog parka , za primjerice marketing u ruralnim i lokalnim područjima

### **4.3. Metode procjene: metoda čiste sadašnje vrijednosti i metoda interne stope profitabilnost**

Čista sadašnja vrijednost i indeks profitabilnosti su kriteriji koji se temelje na novčanim tokovima investicijskog projekta diskontiranim uz trošak kapitala poduzeća (Orsag & Dedi, 2002).

Razlika između ova dva kriterija financijskog odlučivanja očituje se u tome što čista sadašnja vrijednost promatra apsolutnu veličinu kontribucije projekta povećanja vrijednosti dionica poduzeća, dok indeks profitabilnosti promatra profitabilnost sadašnje vrijednosti tekućih novčanih tokova investicijskog projekta na jedinicu, u njega, uloženi sredstava. Postavlja se pitanje dominacije relativne ili apsolutne mjere efikasnosti za neki investicijski projekt.

Prema autorima Shim i Siegel (2007) metoda indeksa profitabilnosti ima neka ograničenja, i jedan od ozbiljnijih (ograničenja) je da nije učinkovita kad god se u obzir uzima više od jednog izvora. Jedan od općenitijih pristupa rješavanju problema kontrole kapitala upotreba matematičkog ( ili nula-jedan) programiranja. Znači cilj je odabrati one projekte koji će povećati NPV, uz uvjet ograničenja budžeta

Dodatno, budući da je kriterij indeksa profitabilnosti izvedenica od kriterija čiste sadašnje vrijednosti, prag efikasnosti projekata utvrđuje se identično čistoj sadašnjoj vrijednosti jednakošću sadašnje vrijednosti čistih novčanih tokova projekata i njegovih investicijskih troškova. U tom slučaju, indeks profitabilnosti je jednak jedan, tako da projekti ne smiju imati indeks profitabilnosti manji od jedan (Orsag & Dedi, 2011).

## 5. ZAKLJUČAK

Cilj rada je utvrditi da li je leasing bolja financijska opcija u odnosu na kredit za kompaniju Podravka Grupa, te je istraživanjem utvrđeno da Podravka Grupa već duži niz godina koristi leasing za svoja vozila te da je promijenila autokuću koja im omogućuje vozila na leasing. Tema rada jesu metode financijskog odlučivanja na primjeru kompanije Podravka Grupe. Prvi dio rada odnosi se na teorijsko istraživanje budžetiranje kapitala i metoda financijskog odlučivanja. Činjenica je da u suvremenom poslovanju, bitno je donijeti optimalne izbore zbog implikacija financijskih odluka za egzistenciju i prosperitet bilo kojeg poduzeća ili kompanije. Kako bi se izvršilo objektivno prepoznavanje profitabilnih investicijskih projekata, koristi se određeni broj metoda financijskog odlučivanja. Zato je važno izvršno poznavanje metode financijskog odlučivanja prije pokretanja bilo kojeg investicijskog projekta i s obzirom na to da projekti nose u sebi određeni rizik i neizvjesnost. Pri tome, bitno je imati dobro educirane stručnjake koji dobro poznaju područje financijskog odlučivanja. Uočeno je da financijsko odlučivanje ne odnosi samo na brojke, odnosi se na dionice, na projekte, ljudi, odjele i drugo. Sve treba uzeti u obzir pri pokretanju bilo koje investicije. Jedna od najučinkovitijih metoda financijskog odlučivanja je čista sadašnja vrijednost.

Čista sadašnja vrijednost uzima u obzir cjelokupni vijek efektiviranja projekta i vremensku vrijednost novca.

U utvrđivanju i usporedbi čiste sadašnje vrijednosti i interne stope profitabilnosti javlja se problem reinvestiranja novčanih tokova investicije, uz trošak kapitala i da je čista sadašnja vrijednost jača u odnosu na internu stopu (višestruke interne stope). Razumije se da metoda indeksa profitabilnosti ima značajna ograničenja, a to je da nije učinkovita kada god se uzima više od jednog izvora, dok metoda anuiteta obilježena je svođenjem na godišnju razinu kroz vijek efektiviranja projekta.

Financijsko odlučivanje mora se temeljiti na odabiru onih projekata koji će povećati čistu sadašnju vrijednost. Da bi to moglo biti moguće i realizirano, uzima se u obzir, ulaganja u istraživanje i razvoj. U slučaju da bilo koje poduzeće ne ulaže u istraživanje i razvoj, može očekivati stagnaciju, a to znači poslovne gubitke.

Drugi dio rada odnosi se na praktičan dio rada u kojem je analizirano financijsko poslovanje veoma poznate kompanije Podravka Grupa i čiji proizvodi su veoma traženi na tržištu. Kompanija Podravka Grupa.

Primjenom desk metode, stekao se uvid u financijsko poslovanje kompanije Podravka Grupa. Vizija kompanije je poboljšanje kvalitete života potrošača. Područje djelatnosti je hrana i farmaceutika. Proizvodi su popularni na hrvatskom i europskom tržištu. Najveći dioničari su Hrvatski mirovinski fond i Vlada Republike Hrvatske. Zabilježen je neznatan broj zapošljavanja u jednoj kalendarskoj godini, ali je zabilježen zadovoljavajući rast prihoda. Sve to dovodi do stvaranja pozitivnog okruženja. Dodatno, uz pomoć projekcije novčanih tokova uzab desetogodišnje razdoblje ukazalo se na porast prihoda, rast dohodka a time se potiču projekti s pozitivnom čistom sadašnjom vrijednošću.

Zaključuje se da su druge metode financijskog odlučivanja više-manje povezane s metodom čiste sadašnje vrijednosti. Bit je razmatrati efekte investicijskih projekata u ukupnom iznosu u sadašnjosti.

Zaključno, svako poduzeće mora dobro upoznati temeljne metode financijskog odlučivanja kako bi poslovanje teklo u odgovarajuće i povoljnom smjeru.

## Popis literature

- 1) Anthony, C., 2019. *Making Your Business Decisions With Finance Methods and Models*. Intuit Inc.
- 2) Brigham, E. F. & Ehrhardt, M., 2010. *Financial Management: Theory and Practice (13th Edition)*..:South-Western, Cengage Learning..
- 3) Čičin-Šain, D., Krajnovic , A. & Herenda, M., 2017. Uloga i primjena stvarnih opcija u menadžerskom odlučivanju. *Oeconomica Jadertina*, 1(1), pp. 46-56.
- 4) Kemp, S. & Dunbar, E., 2017. *Budžetiranje za menadžere*. Zagreb: MATE d.o.o.
- 5) Moyer, R. C., McGuigan, J. R. & Kretlow, W. J., 2006. *Contemporary Financial Management (Tenth edition)*. South-Western, Thomson
- 6) Narayanan, M. & Vikram, K. N., 2004. *Financije za strateško odlučivanje*. Zagreb: MATE.
- 7) Novak, B., 2002. *Odlučivanje o financijskom upravljanju*. Osijek: EFOS.
- 8) Orsag, S., 2015. *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis.
- 9) Orsag, S. & Dedi, L., 2002. *Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata*. Zagreb: MASMEDIA.
- 10) Orsag, S. & Dedi, L., 2011. *Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata (Drugo izdanje)*. Zagreb: MASMEDIA.
- 11) Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jordan, B., 2008. *Essentials of Corporate Finance (Sixth edition)*. London: McGraw-Hill Irwin..
- 12) Shim, J. & Siegel, J., 2007. *Upravljačke financije*. Zagreb: Zgombić & Partner.
- 13) Šestanović , A., 2015. Financijski i operativni leasing iz perspektive poduzetnika. *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E*, Vol. 5, (No. 2), pp. 160-172.
- 14) Van Horne, J. C. & Wachowicz, J. J. M., 2008. *Fundamentals of Financial Management (13th Edition)*.. London: Prentice Hall.
- 15) Vidučić, L., 2006. (2006). *Financijski menadžment (5. dopunjeno i izmijenjeno izd.)*.Zagreb: RRiF-plus.



### **Mrežno dostupni radovi:**

1. Godišnje izvješće za grupa Podravke za 2020. godinu. Dostupno na: <https://www.podravka.hr/storage/repository/download/f16c3172-a9c1-11eb-a4c1-ce4e3b10646c/>. Datum pristupa 21.1.2022. godine

2. Godišnje izvješće za grupa Podravke za 2019. godinu. Dostupno na: <https://www.podravka.hr/storage/repository/download/c405e790-6d96-11ea-b49f-ba82e57f08d1/> Datum pristupa 21.1.2022. godine

3. Godišnje izvješće za grupa Podravke za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.podravka.hr/storage/repository/download/c9b64174-4985-11ea-8706-5200a71caea1/>

4. Ključni financijski podaci.

Dostupno na: <https://www.podravka.hr/kompanija/investitori/kljucni-financijski-podaci/>. Datum pristupa: 18.02.2022. godine

5. Simply Wall St, 2022. A Look At The Fair Value Of Podravka d.d.. Zagreb:

Dostupno na: <https://simplywall.st/stocks/hr/food-beverage-tobacco/zgse-podr/podravka-dd-shares/news/a-look-at-the-fair-value-of-podravka-dd-zgsepodr>. Datum pristupa 22.02.2022. godin

## Popis slika

Slika 1. Ponderirana cijena kapitala za distribuciju.....	12
Slika 2. Podravka d.o.o.....	22

## Popis grafikona

Grafikon 1. Vlasnička struktura Podravka Grupa .....	24
Grafikon 2. Broj zaposlenih u Podravka Grupa za 2021-2020 godina.....	24
Grafikon 3. Usporedba rasta prihoda na petogodišnjoj i jednogodišnjoj razini po područjima.....	25
Grafikon 4. Ukupni poslovni prihodi Podravka 2021-2020 ( izraženo u milijunima) .....	26
Grafikon 5. Poslovni rezultati Podravke Grupa.....	27
Grafikon 6. Struktura kapitala Podravka Grupa za razdoblje od 2021-2020 .....	27
Grafikon 7. Profitabilnost Podravka Grupa .....	28
Grafikon 8. Marže Podravke Grupa .....	28
Grafikon 9. Financijski rezultati Podravka grupa za trogodišnje razdoblje ( izraženo u milijunima).....	29
Grafikon 10. Novčani tokovi od financijskih aktivnosti za 2019. godinu.....	30
Grafikon 11. Novčani tokovi od financijskih aktivnosti za 2020. godinu.....	30
Grafikon 12. Novčani tok iz ulagačkih aktivnosti.....	31
Grafikon 13. Novčani tokovi Podravka Grupa- cjeloviti .....	32
Grafikon 14. Projekcija novčanih tokova prema prihodu.....	34
Grafikon 15. Povijesna projekcija novčanih tokova prihoda .....	35

## Popis tablica

Tablica 1. Prosječna ponderirana cijena kapitala različitih poduzeća u RH .....	12
Tablica 2. Simboli za komponente troška kapitala.....	14
Tablica 3. Dinamika čistih novčanih tokova projekta-2010 - 2015 .....	15
Tablica 4. Indeks profitabilnosti projekata A, B i C.....	20
Tablica 5. Temeljni podaci o Podravka Grupa d.d. ....	23
Tablica 7. Projekcija čistih novčanih tokova Podravka Grupa ( 10 godina) (izraženo u milijunima) .....	33

# Prilozi



## Životopis studenta

**OSOBNE INFORMACIJE** Rom Dijana  
📍 Vojmila Rabadana 28, 10090 Zagreb (Hrvatska)  
📞 (+385)919512319  
✉ dijanarom@gmail.com

**OSOBNI PROFIL** Samostalni knjigovođa s radnim iskustvom od 15 godina. Komunikativna, odgovorna i savjesna osoba u potrazi za adekvatnim radnim mjestom u računovodstvu.

### RADNO ISKUSTVO

- 01/08/2005–30/06/2011 **Knjigovođa/knjigovotkinja**  
Kontogradnja d.o.o., Zagreb (Hrvatska)  
Radni odnos započinjem kao pripravnik u knjigovodstvenom servisu. Nakon dvije godine počinjem samostalno obavljati knjigovodstvene poslove za više firmi i obrta, a što uključuje obračun PDV-a, osnovna sredstva, obračun plaća, robno materijalno knjigovodstvo, sastavljanje prijave poreza na dobit te izradu GFI-POD, te ostala knjiženja unutar firmi.
- 01/10/2011–08/01/2016 **Knjigovođa/knjigovotkinja**  
IHS Revizor d.o.o., Zagreb (Hrvatska)  
Zaposlena na radnom mjestu samostalni knjigovođa gdje samostalno odrađujem knjiženja i sve potrebne izvještaje za više klijenata.
- 09/01/2016–15/07/2018 **Knjigovođa/knjigovotkinja**  
Perfectus računovodstvo d.o.o., Zagreb (Hrvatska)  
Zapošljam se kao samostalni knjigovođa te nastavljam samostalno voditi knjigovodstvo za više firmi i obrta uz izradu svih potrebnih izvještaja. Od 2017. godine počinjem raditi knjigovodstvo za društvo za upravljanje investicijskim fondovima te knjigovodstvo, investicijskog fonda uz sastavljanje potrebnih izvještaja.
- 16/07/2018–15/01/2019 **Knjigovođa/knjigovotkinja**  
Omonia d.o.o., Zagreb (Hrvatska)  
Radim na radnom mjestu šefa računovodstva.
- 01/03/2019–24/05/2019  
Premium d.o.o., Zagreb (Hrvatska)  
Radno mjesto knjigovođa, knjiženje, obračun PDV-a, robno materijalno knjigovodstvo, financijsko

**OBRAZOVANJE/  
OSPOSOBLJAVANJE**

01/09/1999–30/06/2003	<b>Ekonomist</b> Prva ekonomska škola, Zagreb (Hrvatska)
01/02/2004–05/05/2004	<b>Računalni operator</b> Ustanova za informatičko obrazovanje odraslih Mislav-znanje, Zagreb (Hrvatska)
20/08/2007–22/02/2008	<b>Samostalni knjigovođa</b> Infokatedra - centar za obrazovanje, Zagreb (Hrvatska)
21/09/2019–danas	<b>Stručni prvostupnik ekonomije</b> Ekonomski fakultet - Zagreb, Zagreb (Hrvatska) Računovodstvo i financije

**OSOBNJE VJEŠTINE**

Materinski jezik Hrvatski jezik

Strani jezici	RAZUMIJEVANJE		GOVOR		PISANJE
	Slušanje	Čitanje	Govorna interakcija	Govorna produkcija	
engleski	A2	A2	A1	A1	A1

**Komunikacijske vještine** Dobre komunikacijske vještine stečene dugogodišnjim radom s različitim tipovima klijenata  
Prilagodljiva i lako se uklopim u poslovnu sredinu. Timski duh, uvijek spremna pomoći kolegama.

**Organizacijske / rukovoditeljske vještine** Posjedujem smisao za organizaciju te preraspodjelu posla. Iskustvo u osposobljavanju mlađih kolega.

**Poslovne vještine** Pravovremeno i točno ispunjavam radne zadatke. Pedantna, organizirana i savjesna

**SAMOPROCJENA**

Digitalne vještine

Obrada informacija	Komunikacija	Stvaranje sadržaja	Sigurnost	Rješavanje problema
Iskusni korisnik	Iskusni korisnik	Temeljni korisnik	Samostalni korisnik	Temeljni korisnik

