

Otkup uz korištenje financijske poluge na primjeru odabranog poduzeća

Jokić, Marko

Master's thesis / Diplomski rad

2024

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:148:728882>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-13**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu Ekonomski fakultet
Integrirani prijediplomski i diplomski sveučilišni studij
Poslovna ekonomija – smjer Financije

**OTKUP UZ KORIŠTENJE FINANCIJSKE POLUGE NA
PRIMJERU ODABRANOG PODUZEĆA**

Diplomski rad

Marko Jokić

Zagreb, travanj 2024. godine

Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Integrirani prijediplomski i diplomski sveučilišni studij
Poslovna ekonomija – smjer Financije

**OTKUP UZ KORIŠTENJE FINANCIJSKE POLUGE NA
PRIMJERU ODABRANOG PODUZEĆA**

**LEVERAGED BUYOUT ON THE EXAMPLE OF A
SELECTED COMPANY**

Diplomski rad

Student: Marko Jokić

JMBAG: 0067580910

Mentor: izv. prof. dr. sc. Martina Solenički

Zagreb, travanj 2024. godine

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 diplomskog rada 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 diplomskog rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.



(vlastoručni potpis studenta)

Zagreb, 10.04.2024.

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.



(personal signature of the student)

Zagreb, 10.04.2024.

Sažetak i ključne riječi

Otkup uz korištenje financijske poluge je transakcija u kojoj investitori koriste značajnu količinu zaduženja kako bi financirali preuzimanje poduzeća. Ova strategija uključuje visok stupanj korištenja financijske poluge kako bi se povećala potencijalna dobit investitora, ali istovremeno se povećava i rizik transakcije. Otkup uz korištenje financijske poluge se često koristi u kombinaciji sa strategijama za restrukturiranje poslovanja poduzeća, optimizaciju operacija i stvaranje dodane vrijednosti.

Ciljevi ovog rada su identificirati karakteristike te kritički sagledati prednosti i nedostatke otkupa uz korištenje financijske poluge, identificirati i analizirati načine povećanja vrijednosti ciljanog poduzeća nakon otkupa uz korištenje financijske poluge te analizirati i ocijeniti isplativost otkupa uz korištenje financijske poluge na odabranom poduzeću.

Na primjeru odabranog poduzeća analizirana je isplativost takvog ulaganja te je prezentirana kompleksna kapitalna struktura poduzeća nakon provođenja transakcije. Može se zaključiti da isplativost LBO preuzimanja ovisi o promjenama pretpostavljenih varijabli. Provedena analiza osjetljivosti daje uvid u promjene ključnih mjera profitabilnosti ovisno o promjenama pretpostavki modela čime se olakšava proces donošenja odluke o preuzimanju ciljanog poduzeća.

Ključne riječi: procjena vrijednosti poduzeća, otkup uz korištenje financijske poluge, fondovi rizičnog kapitala, Specijalna bolnica Agram

Summary and key words

Leveraged buyout is a transaction in which investors employ a significant amount of debt to finance the takeover of a company. This strategy involves a high degree of financial leverage to amplify potential investor gains, but simultaneously increases the transaction's risk. Acquisition with financial leverage is often combined with business restructuring strategies, operational optimization, and value creation.

The objectives of this study are to identify the characteristics and critically assess the advantages and disadvantages of LBO. Additionally, it aims to identify and analyze methods to enhance the value of the target company after LBO and evaluate the feasibility of such an acquisition on the selected company.

Using a chosen company as an example, the profitability of such an investment is analyzed, and the complex capital structure of the company post-transaction is presented. It can be concluded that the profitability of LBO acquisition depends on the changes in the assumed variables. The performed sensitivity analysis provides insight into changes in key profitability measures depending on changes in the assumptions of the model, facilitating the decision-making process regarding the acquisition of the target company.

Key words: company valuation, leveraged buyout, private equity funds, Special Hospital Agram.

Sadržaj

1	UVOD.....	1
1.1	Predmet i ciljevi rada.....	1
1.2	Metode istraživanja i izvori podataka	1
1.3	Sadržaj i struktura rada.....	2
2	TEORIJSKI OKVIR OTKUPA UZ KORIŠTENJE FINANCIJSKE POLUGE.....	3
2.1	Vrste i karakteristike spajanja i preuzimanja	3
2.2	Pojmovno određenje i karakteristike otkupa uz korištenje financijske poluge.....	7
2.3	Analiza kretanja transakcija otkupa uz korištenje financijske poluge u svijetu.....	8
3	TIJEK TRANSAKCIJE OTKUPA UZ KORIŠTENJE FINANCIJSKE POLUGE	10
3.1	Kriteriji odabira ciljanog poduzeća	10
3.2	Procjena vrijednosti ciljanog poduzeća.....	12
3.2.1	Model diskontiranja budućih novčanih tokova.....	12
3.2.2	Model usporedivih transakcija	14
3.2.3	Model usporedivih poduzeća	15
3.3	Financiranje transakcije otkupa uz korištenje financijske poluge.....	16
3.4	Restrukturiranje i ostale mogućnosti povećanja vrijednosti poduzeća	24
3.5	Načini izlaska iz investicije.....	26
4	ANALIZA OTKUPA ODABRANOG PODUZEĆA UZ KORIŠTENJE FINANCIJSKE POLUGE.....	31
4.1	Analiza industrije i poslovanja odabranog poduzeća.....	31
4.2	Projekcije poslovanja odabranog poduzeća nakon otkupa uz korištenje financijske poluge.....	37
4.3	Ocjena isplativosti otkupa odabranog poduzeća uz korištenje financijske poluge ...	51
5	ZAKLJUČAK.....	57
	Popis literature	59
	Popis slika	63
	Popis tablica	64
	Popis grafova	65
	Životopis studenta.....	66

1 UVOD

1.1 Predmet i ciljevi rada

Predmet ovog rada je otkup uz korištenje financijske poluge (eng. leveraged buyout – LBO). U financijskom svijetu otkupi uz korištenje financijske poluge često se smatraju predatorskom poslovnom taktikom jer ciljano poduzeće ima malu kontrolu nad odobravanjem posla, a njegova imovina se koristi kao kolateral prilikom zaduživanja. Unatoč tome, financijski investitori poput fondova rizičnog kapitala često koriste LBO jer im omogućava generiranje visokih povrata koji se uobičajeno kreću od 20% pa sve do 30% ovisno o industriji. Aktivnost i trendovi na tržištu LBO-a ovise o nizu čimbenika: visina kamatnih stopa, raspoloživost financiranja, interes od strane investitora, regulatorni okvir te općenito stanje gospodarstva. U posljednje vrijeme vidljiv je načelno rastući trend gdje broj transakcija otkupa uz korištenje financijske poluge kao i njihova vrijednost rastu. S obzirom na navedeno, u radu se analizira proces otkupa uz korištenje financijske poluge te isplativost takvih ulaganja na primjeru odabranog poduzeća. S obzirom na rastuću prisutnost fondova rizičnog kapitala u medicinskoj industriji kao ciljano poduzeće odabrana je Specijalna bolnica Agram kao jedna od najvećih privatnih poliklinika u Republici Hrvatskoj.

Ciljevi rada su:

- identificirati karakteristike te kritički sagledati prednosti i nedostatke otkupa uz korištenje financijske poluge,
- identificirati i analizirati načine povećanja vrijednosti ciljanog poduzeća nakon otkupa uz korištenje financijske poluge te
- analizirati i ocijeniti isplativost otkupa uz korištenje financijske poluge na odabranom poduzeću.

1.2 Metode istraživanja i izvori podataka

Prilikom istraživanja korištene su metode klasifikacije, deskripcije, kompilacije, komparacije, analize, sinteze, dedukcije i indukcije. Izvori podataka korišteni u istraživanju su sekundarni izvori: stručni i znanstveni članci, knjige, financijski izvještaji odabranog poduzeća te publikacije relevantnih institucija.

1.3 Sadržaj i struktura rada

Rad se, uz uvod i zaključak, sastoji od još tri poglavlja. U drugom poglavlju rada definiran je LBO te su prikazane prednosti i nedostaci takve strategije ulaganja. U trećem poglavlju predstavljeni su tijekom provođenja transakcije otkupa uz korištenje financijske poluge te načini povećanja vrijednosti poduzeća. U četvrtom poglavlju ocijenjena je isplativost otkupa uz korištenje financijske poluge na primjeru odabranog poduzeća. Kao ciljano poduzeće odabrana je Specijalna bolnica Agram. U zaključku su iznesene najvažnije spoznaje do kojih se došlo istraživanjem.

2 TEORIJSKI OKVIR OTKUPA UZ KORIŠTENJE FINACIJSKE POLUGE

2.1 Vrste i karakteristike spajanja i preuzimanja

Spajanja i preuzimanja predstavljaju jedan od najčešćih načina širenja poslovanja pri čemu se poslovanje širi putem ne-organskog rasta poduzeća koje zahtijeva veća ulaganja, međutim omogućava poduzeću da npr. 10-godišnji cilj prihoda ostvari u puno kraćem vremenskom razdoblju.

Riječ "spajanje" ima isključivo pravno značenje i nema veze s načinom na koji će se u budućnosti upravljati kombiniranim poduzećima. Spajanje se događa kada se jedno poduzeće spoji s drugim poduzećem i nestane u novonastalom pravnom entitetu. Preuzimanje je proces kojim dionice ili imovina poduzeća postaju vlasništvo kupca. Transakcija može poprimiti oblik kupnje dionica ili kupnje imovine.¹

Spajanja i preuzimanja (eng. mergers and acquisitions - M&A) se mogu podijeliti na²:

- a) horizontalna spajanja,
- b) vertikalna spajanja i
- c) konglomerate.

Horizontalno spajanje manifestira se između dvaju poduzeća koja djeluju u sličnim industrijama, koja mogu ili ne moraju biti izravni konkurenti. Vertikalno spajanje odvija se između poduzeća i njegovog dobavljača ili kupca pri čemu je cilj poduzeća kretati se prema gore ili prema dolje duž lanca opskrbe te se tako konsolidira pozicija poduzeća u industriji. Konglomerati obično nastaju zbog diverzifikacije i odvijaju se između poduzeća u nepovezanim industrijama.³

Način financiranja transakcije bitna je odrednica M&A te se preferirani način financiranja mijenjao s pojavom novih valova M&A-a. Poduzeće koje preuzima može ponuditi gotovinu, dionice ili kombinaciju oboje kako bi steklo ciljano poduzeće.

Ponuda za ciljano poduzeće može biti neprijateljska ili prijateljska.

¹ Reed, S. F., Lajoux, A. R. i Nesvold, H. P. (2007), The art of M&A: A merger acquisition buyout guide, New York, McGraw Hill., str. 15.

² Ibid., str. 30

³ Ibid.

Prijateljsko preuzimanje ostvaruje se uz suglasnost uprave i odbora direktora ciljanog poduzeća.⁴ Na primjer, poduzeće preuzimatelj javno daje svoju ponudu za dionice ciljanog poduzeća, a odbor ciljanog poduzeća javno odobrava i prihvaća uvjete transakcije.

Nasuprot tome, neprijateljska preuzimanja postižu se bez dobivanja suglasnosti uprave ili odbora direktora ciljanog poduzeća. Umjesto toga, odobrenje se pribavlja na druge načine, poput izravnog obraćanja dioničarima poduzeća.⁵

Volumen i vrijednost M&A transakcija su se kroz vrijeme mijenjali, pri čemu je moguće identificirati šest povijesnih valova M&A-a. Precizna dužina i početak svakog vala nisu uvijek jasno definirani, ali završetak obično dolazi s velikim ratom ili početkom recesije. Prvi i drugi val uglavnom su bili relevantni samo za američko tržište, dok su se ostali valovi proširili i na druga geografska područja. Posebno se ističe peti val, u kojem su, osim SAD-a, Velika Britanija, kontinentalna Europa i Azija doživjele značajan porast u aktivnostima spajanja i preuzimanja.

Tablica 1. Sažetak povijesnih M&A valova

	1. val	2. val	3. val	4. val	5. val	6. val
Razdoblje	1893-1904	1910-1929	1955-1975	1984-1989	1993-2001	2004-2007
Način financiranja	Gotovina	Dionice	Dionice	Gotovina/dug	Dionice	Dionice/dug
Posljedica vala	Pojava monopola	Pojava oligopola	Razvoj konglomerata	LBO	Globalizacija	Izvedenice
Priroda preuzimanja	Prijateljsko	Prijateljsko	Prijateljsko	Neprijateljsko	Prijateljsko	Prijateljsko
Početak vala	Rast gospodarstva	Ekonomski oporavak	Zakon protiv antikonkurentskih M&A-a	Slabljenje regulatornog nadzora	Procesi deregulacije i privatizacije	Povijesno niske kamatne stope
Kraj vala	Pad burzi, I. svj. rat	Velika depresija	Naftna kriza	Pad burzi	Dot-com balon	Velika financijska kriza

Izvor: Obrada autora prema Gaughan (2010)

Prema tablici 1, u proteklom stoljeću, na tržištu se dogodilo šest valova spajanja i preuzimanja. Istraživanja o performansama spajanja i preuzimanja, iako nisu donijela konačna objašnjenja stvarne vrijednosti tih procesa, pružaju pregled potencijalnih motiva zbog kojih poduzeća ulaze u spajanje i preuzimanje.

⁴Reed, S. F., Lajoux, A. R. i Nesvold, H. P. (2007), op. cit., str. 18

⁵Pignataro, P. (2015), Mergers & Acquisitions, Divestitures and Other Restructurings, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 4.

Razni motivi stoje iza ulaska u proces spajanja i preuzimanja strateških investitora, a neki od najčešćih su:⁶

- a) ostvarivanje sinergija,
- b) veći rast,
- c) jača tržišna moć,
- d) diverzifikacija,
- e) porezne pogodnosti.

Uobičajeni motiv za spajanja i preuzimanja leži u stvaranju sinergija, gdje kombinirano poduzeće postaje vrijednije od pojedinačnih poduzeća.

Sinergija znači proces zajedničkog rada. Predstavlja efekt da je $2+2=5$ koji pokreće, ili bi trebao pokretati, većinu aktivnosti spajanja i preuzimanja.⁷ Sinergije mogu proizaći iz smanjenja troškova ili povećanja prihoda. Sinergije troškova nastaju zbog ekonomije obujma, dok se sinergije prihoda obično postižu kroz unakrsnu prodaju, povećanje tržišnog udjela ili postavljanje viših cijena.⁸ Među njima, sinergije troškova mogu se preciznije kvantificirati i izračunati. Neorganski rast putem spajanja i preuzimanja obično predstavlja brži način za postizanje značajnijih prihoda u usporedbi s organskim rastom. Preuzimanje ili spajanje s poduzećem koje već koristi najnovije tehnologije omogućuje ostvarivanje koristi bez rizika razvoja tih tehnologija unutar vlastitog poduzeća.⁹ Poduzeća koja posluju u cikličnim industrijama često teže diverzifikaciji svojih prihoda kako bi izbjegla značajne gubitke tijekom usporavanja njihove industrije.¹⁰ Preuzimanje ciljanog poduzeća u ne-cikličnoj industriji omogućuje poduzeću diverzifikaciju i smanjenje tržišnog rizika.

Porezne pogodnosti značajne su kada jedno poduzeće ostvaruje značajan oporezivi dohodak, dok drugo bilježi gubitke koji se mogu prenijeti porezno u budućnost. Preuzimanje poduzeća s poreznim gubicima omogućuje preuzimatelju iskorištavanje tih gubitaka kako bi smanjio svoju poreznu obvezu.¹¹ Važno je napomenuti da se spajanja obično ne provode isključivo radi izbjegavanja poreza, već kao dio složenijih strategija i ciljeva.

⁶CFI (b.d.), Motives for Mergers, Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/motives-for-mergers/>

⁷Reed, S. F., Lajoux, A. R. i Nesvold, H. P. (2007), op. cit., str. 39

⁸DePamphilis, D. (2019), Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions, London, Academic Press, str. 5

⁹Ibid., str. 10

¹⁰Ibid., str. 8

¹¹Ibid., str. 10.

Kada je riječ o spajanjima i preuzimanjima, potrebno je napraviti razliku između strateških i financijskih investitora.

Strateški investitori obično predstavljaju poduzeća koja djeluju u istoj ili sličnoj industriji kao ciljano poduzeće, s većom vjerojatnošću postizanja sinergijskih učinaka te su iz tog razloga i spremni platiti višu cijenu za preuzimanje ciljanog poduzeća u odnosu na financijske investitore.¹²

Financijski investitori općenito se mogu definirati kao investitori zainteresirani za visoke povrate ulaganja, a ne za ostvarivanje sinergija, većeg tržišnog udjela i sl.

Oni traže dobro vođeno poduzeće s poviješću konstantnog prihoda, a po mogućnosti i rasta prihoda. Transakcije financijskih kupaca nerijetko su financirane zaduživanjem što im omogućava ostvarivanje viših povrata na kapital u usporedbi sa strateškim investitorom.¹³ Fondovi rizičnog kapitala (eng. private equity – PE), kao najčešći javni oblik financijskog investitora, prikupljaju kapital koji dalje distribuiraju s ciljem ostvarivanja traženih povrata. Prisutan je veliki rast kapitala koje PE fondovi privlače od svojih investitora. U zadnja tri desetljeća kapital alociran prema PE fondovima narastao je oko 100 mlrd. \$ 90-ih godina 20. stoljeća do 3 bil. \$ u 2018. godini.¹⁴ Pravno gledano, PE fondovi su organizirani kao ograničena partnerstva, gdje generalni partneri (eng. general partners – GP) upravljaju fondom, a ograničeni partneri (eng. limited partners – LP) pridonose veći dio kapitala. Ugovorom o partnerstvu definirano je koliko minimalno i maksimalno kapitala GP treba prikupiti u određenom roku, a u slučaju neuspjeha, uobičajeno je da LP traže raspuštanje fonda.¹⁵ LP najčešće uključuju institucionalne ulagače poput mirovinskih fondova, osiguravajućih društava, velikih poduzeća, bogatih pojedinaca i sl.

Uloga društva za upravljanje PE fondom u ovom kontekstu je djelovati kao generalni partner fonda, često pridonoseći barem 1% ukupnog kapitala.¹⁶ PE fondovi obično imaju fiksni vijek trajanja, najčešće 10 godina, uz mogućnost produljenja do 3 dodatne godine. Tijekom prvih 5 godina, kapital PE fonda se ulaže u poduzeća, dok u narednih 5 do 8 godina se upravlja

¹²Mercer Capital (b.d), Strategic vs Financial Buyers, preuzeto sa <https://mercercapital.com/article/financial-vs-strategic-buyers/>

¹³Ibid.

¹⁴Demaria, C. (2020), Introduction to private equity, debt and real assets: From venture capital to LBO, senior to distressed debt, immaterial to fixed assets, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 10

¹⁵Lerner, J., i Leamon, A. (2023), Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 35

¹⁶Ibid.

investicijom te iz nje izlazi. U standardnom poslu fondova rizičnog kapitala, sredstvima PE fond u cijelosti se kupuje ciljano poduzeće, koje se odabire sukladno strategiji ulaganja fonda.¹⁷

2.2 Pojmovno određenje i karakteristike otkupa uz korištenje financijske poluge

Otkup uz korištenje financijske poluge (eng. leveraged buyout – LBO) je postao važan fenomen tijekom 1980-ih. U LBO-u, financijski investitor preuzima poduzeće koristeći relativno malen udio vlastitog kapitala i relativno visok udio vanjskog financiranja, obično kroz zaduženje.

Kako su se takva preuzimanja povećavala tijekom tog desetljeća, predviđalo se da će fondovi rizičnog kapitala koji se bave LBO-om s vremenom postati dominantni oblik investitora na tržištu.¹⁸ Iako svaki LBO ima svoje jedinstvene karakteristike u vezi s kapitalnom strukturom, zajednički element svakog LBO-a je korištenje financijske poluge kako bi se dovršilo preuzimanje ciljanog poduzeća.

U LBO-u, PE fond koji preuzima ciljano poduzeće financira transakciju kombinacijom duga i kapitala, slično kao što pojedinac kupuje kuću putem hipoteke. Baš kao što je hipoteka osigurana vrijednošću kupljene kuće, neki dio duga koji je nastao u LBO preuzimanju osiguran je imovinom preuzetog poduzeća. Tijekom vremena, prihodi se koriste za potrebne otplate anuiteta, smanjujući saldo duga i povećavajući udio u vlasništvu poduzeća.¹⁹

Jedan od najočitijih rizika povezanih s LBO-om je potencijalna nesolventnost preuzetog poduzeća. Neočekivani događaji poput recesije, pravnih sporova ili promjena u regulatornom okruženju mogu izazvati poteškoće u ispunjavanju planiranih plaćanja anuiteta, prekršaje uvjeta ugovora o zaduženju ili čak dovesti do potpunog likvidiranja poduzeća.²⁰ Ključno za investitora pri provođenju LBO transakcije, jest pronaći kvalificirane stručnjake sposobne upravljati i uspješno voditi takvo poduzeće koje primjenjuje visoku financijsku polugu.

Nedostatak adekvatnog upravljanja može rezultirati pokretanjem stečajnog postupka i likvidacijom poduzeća, što dovodi do gubitka investicije PE fonda, budući da vjerovnici imaju

¹⁷Kaplan, S. N., i Stromberg, P. (2009), Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146, str. 123

¹⁸Ibid., str. 1

¹⁹Pignataro, P. (2013), *Leveraged Buyouts: A Practical Guide To Investment Banking And Private Equity*, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 19

²⁰Pilger, D. (2012), *Leveraged Buyouts: a practical introductory guide to LBOs*, Hampshire, Harriman House Limited, str. 14

prednost u naplati iz stečajne mase poduzeća.²¹ Unatoč tim rizicima, postoji nekoliko prednosti povezanih s upotrebom zaduženja u okviru LBO preuzimanja.

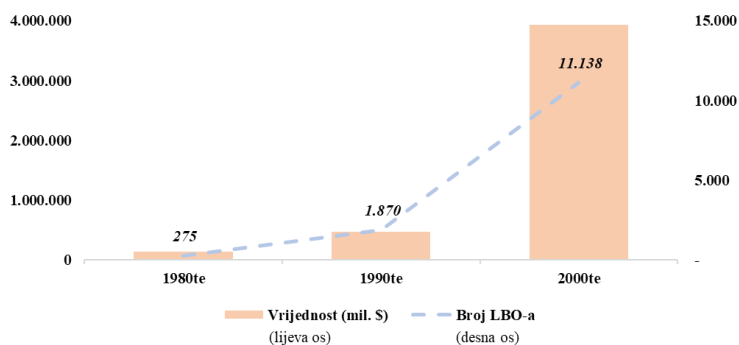
Najizraženija prednost LBO transakcije jest to da se poduzeće može preuzeti s jako malo uloženog vlastitog kapitala. Na taj način investitoru se otvara mogućnost preuzimanja puno većih poduzeća koja inače ne bi mogao preuzeti zbog nedovoljno sredstava. Alternativno, investitor koji ima dovoljno kapitala da preuzme određeno poduzeće bez upotrebe duga, može i dalje koristiti polugu te svoja sredstva rasporediti u više različitih projekata i na taj način diverzificirati ulaganja.²² Primjena visoke poluge u poslovanju može dovesti do nastojanja postojeće uprave da poduzme određene korake poput prodaje neoperativne imovine, smanjenja broja podružnica ili postrojenja, smanjenja troškova ili ulaganja u tehnološka unapređenja koja bi inače mogla biti odgođena ili odbijena. Na taj način upotreba duga ne služi samo kao sredstvo financiranja, već i kao alat za poticanje promjena u upravljačkom ponašanju.

Još jedna prednost upotrebe zaduženja u financiranju LBO preuzimanja jest to da je investitor izložen riziku u visini svog uloženog kapitala s obzirom da se kao kolateral za zaduživanje koristi imovina ciljanog poduzeća. Nadalje, kao prednost, mogu se izdvojiti porezne uštede s obzirom da su kamate porezno priznati rashod.²³

2.3 Analiza kretanja transakcija otkupa uz korištenje financijske poluge u svijetu

80-ih godina 20. stoljeća zabilježeno je svega 275 LBO transakcija ukupne vrijednosti 131.007 mil. \$.²⁴

Graf 1. Kretanje broja i vrijednosti LBO transakcija u svijetu od 1980-ih do 2000-ih



Izvor: Obrada autora prema Blenman i Reddy (2014)

²¹Pilger, D. (2012), op.cit., str. 14

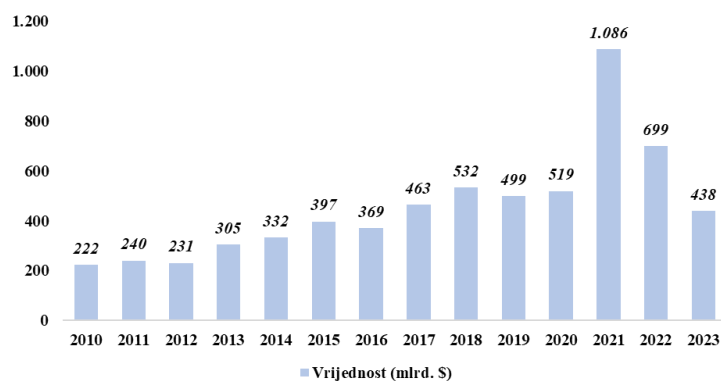
²²Ibid., str. 16

²³Ibid.

²⁴Blenman, L. i Reddy, N. (2014), Leverage Buyouts: Evidence from Emerging and Developed Markets Deals [e-publikacija], str. 13, preuzeto s https://www.researchgate.net/publication/269576795_Leverage_Buyouts_Evidence_from_Emerging_and_Developed_Markets_Deals

Od 80-ih godina 20. stoljeća je prisutan veliki i ubrzani rast broja i vrijednosti LBO transakcija (graf 1) koje su dosegnule vrhunac u prvom desetljeću 21. stoljeća kada je zabilježeno 11.138 transakcija ukupne vrijednosti 3.936.758 mil. \$.²⁵ Prema grafu 2, vrijednost tj. cjelokupna aktivnost na tržištu LBO preuzimanja se postepeno oporavljala nakon velike financijske krize 2008. godine. Najveća agregirana vrijednost LBO transakcija bila je 2021. godine kao rezultat niskih kamatnih stopa i naglog oporavka dioničkih tržišta nakon COVID krize 2020. godine.

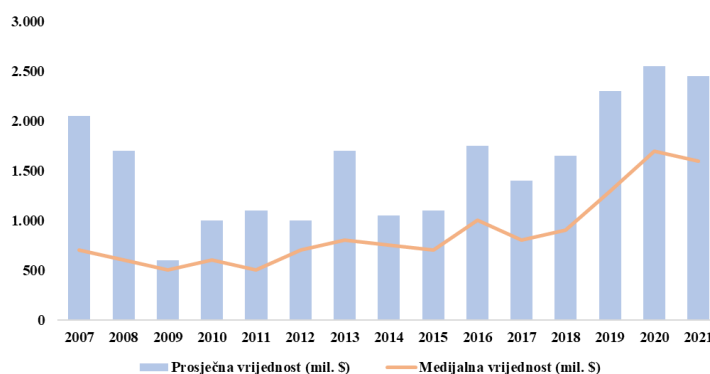
Graf 2. Vrijednost LBO transakcija u svijetu od 2010. do 2023. godine



Izvor: Statista (2024)

Prema grafu 3, u razdoblju od 2019. do 2021., prosječna vrijednost LBO transakcije premašila je onu iz 2007. godine, iako je u tom razdoblju bilo manje velikih LBO-ova (onih koji prelaze 5 mlrd. \$). Vrhunac je ponovno ostvaren 2021. godine kada je prosječna vrijednost LBO transakcije iznosila oko 2,5 mlrd. \$ pri čemu se medijalna vrijednost kretala oko 1,6 mlrd. \$.

Graf 3. Prosječna i medijalna vrijednost LBO transakcije u SAD-u



Izvor: S&P Market Global Intelligence (2021)

²⁵Blenman, L. i Reddy, N. (2014), op. cit., str. 13

3 TIJEK TRANSAKCIJE OTKUPA UZ KORIŠTENJE FINACIJSKE POLUGE

3.1 Kriteriji odabira ciljanog poduzeća

Neke industrije privlače znatno više PE investicija u obliku LBO preuzimanja nego druge, primjerice, tehnološka industrija, obnovljivi izvori energije i zdravstvene usluge. Karakteristike koje čine određene industrije privlačnijima za LBO preuzimanja su:²⁶

- a) ne-cikličnost industrije,
- b) stabilan, umjeren rast industrije,
- c) fragmentirana industrija te
- d) pozitivan trend u industriji.

Industrije koje se smatraju ne-cikličnima ili defenzivnima zadržavaju stabilnost bez obzira na gospodarske uvjete čime njihova financijska izvedba postaje predvidljivija i manje rizična. Većina industrija s visokim udjelom LBO preuzimanja obično ostvaruje niski do umjereni rast, što rezultira minimalnim rizicima poremećaja i pruža veću stabilnost. Naravno, postoje iznimke, kao što je tehnološka industrija koja ostvaruje veći rast, ali i dalje privlači financijske investitore koji unutar tog segmenta tržišta aktivno traže potencijalna ciljana poduzeća. Ako je industrija fragmentirana, tj. ako je konkurencija lokalna ili regionalna, umjesto da postoje velika poduzeća s globalnom prisutnošću, rizik za sva poduzeća u toj industriji se smanjuje. Ovo otvara više prilika za financijske investitore koji se specijaliziraju za dodatna preuzimanja i oslanjaju se na neorganski rast. Industrije koje su dobro pozicionirane za dugoročne strukturalne promjene i kontinuirane pozitivne učinke vjerojatnije će biti ciljane od strane financijskih investitora zato što optimizam oko industrije obično opravdava veće izlazne multiplikatore kasnije, posebno ako su poduzeća napravila dodatna preuzimanja kako bi unaprijedila svoje tehničke sposobnosti i proširila obujam poslovanja.²⁷

Nakon što investitor prouči tržište i trendove, te odabere industriju za koju smatra da ima najveće potencijale za ostvarivanje većih povrata, pristupa se selekcijskom procesu unutar odabrane industrije kako bi se identificiralo ciljano poduzeće za LBO preuzimanje.

Kandidate za LBO karakterizira snažna, predvidiva mogućnost generiranja slobodnih novčanih tokova, redoviti, ne-ciklični prihodi i proizvodni asortiman koji nije podložan naglim i

²⁶Wall Street Prep (b.d.), LBO Candidate Characteristics, preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/lbo-candidate-characteristics/>

²⁷Ibid.

učestalim promjenama uslijed tehnoloških inovacija.²⁸ S obzirom na veliko zaduženje koje se postavlja na kapitalnu strukturu poduzeća nakon LBO-a, ključna je snažna generacija slobodnog novčanog toka kako bi poduzeće moglo ispuniti sve obveze prema vjerovnicima i reinvestirati u planove rasta. Snažni novčani tokovi su bitni također i za zaduživanje pri obavljanju transakcije jer poduzeće može dobiti financiranje uz bolje uvjete.²⁹ Ako su prihodi redoviti, primjerice višegodišnji ugovori s kupcima, planirane narudžbe proizvoda/usluga od strane kupaca, novčani tokovi poduzeća su predvidljiviji, što izravno povećava kapacitet zaduživanja zajmoprimca i implicira manji rizik od nesolventnosti povezan s poduzećem.

Manje zahtjeva za kapitalnim izdacima i manje potrebe za obrtnim kapitalom (tj. manje gotovine vezane za operativne aktivnosti poduzeća) rezultiraju većim slobodnim novčanim tokovima, koji se mogu koristiti za servisiranje kamata i otplatu glavnice duga. Često su poduzeća koja su definirana kao ciljana poduzeća financijskih investitora već uspješna, ali postoje prilike koje se ne istražuju, a koje bi mogle dodati značajnu vrijednost poduzeću, primjerice, proširenje na susjedna tržišta, različiti modeli formiranja cijena, nedovoljno učinkovit marketinški i prodajni tim itd. Moguće je da ciljano poduzeće posjeduje velike količine neoperativne imovine ili možda podružnicu koja ne ostvaruje dobre poslovne rezultate te u takvim slučajevima financijski investitor ima mogućnost prodati tu imovinu kako bi se poboljšala učinkovitost poduzeća, smanjili operativni troškovi te prihodi od prodaje koristili za reinvestiranje u operativne aktivnosti poduzeća ili za servisiranje duga. Također, kao jedna od najpoželjnijih, ali ujedno i karakteristika koja se najteže identificira jest podcijenjenost poduzeća tj. industrije u kojoj posluje. U takvim slučajevima, koji su sve rjeđi danas, postoji mogućnost prodaje poduzeća uz veći multiplikator, što rezultira i većim povratima za investitore.³⁰

Nakon što je ekstenzivno istraživanje tržišta završilo te je identificirano ciljano poduzeće, pristupa se izradi „pro forma“ izvještaja gdje analitičari temeljem povijesnih podataka pokušavaju odrediti smjer u kojem se poduzeće kreće te na temelju tih rezultata doći do objektivne vrijednosti poduzeća.³¹

²⁸Amihud, Y. (2002), Leveraged management buyouts: causes and consequences, Washington D.C., Beard Books, str. 67

²⁹CFI (b.d.), Leveraged Buyout (LBO), Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/leveraged-buyout-lbo/>

³⁰Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), Investment Banking, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 194

³¹Pilger, D. (2012), op. cit., str. 23

3.2 Procjena vrijednosti ciljanog poduzeća

Postoje tri glavna modela koji se koriste za procjenu vrijednosti poduzeća:³²

- a) model diskontiranja budućih novčanih tokova,
- b) model usporedivih transakcija i
- c) model usporedivih poduzeća.

Svaka od ove tri metode temelji se na različitim varijablama i može se smatrati prilično subjektivnom.

Općenito se može reći da ne postoji jedinstvena općeprihvaćena sistematizacija modela procjene vrijednosti poduzeća.³³ U praksi se često kombiniraju sve tri ili barem dvije metode te se s većom pouzdanosti dolazi do određenog raspona vrijednosti poduzeća.

3.2.1 Model diskontiranja budućih novčanih tokova

Model diskontiranja budućih novčanih tokova (eng. discounted cash flow - DCF) poznat je kao najviše tehnički model od tri glavna modela procjene vrijednosti poduzeća, budući da se temelji na projiciranim budućim novčanim tokovima poduzeća.³⁴ Obično se analiziraju slobodni novčani tokovi u razdoblju do 5 godina u budućnost.³⁵ Rezultat DCF-a predstavlja intrinzičnu vrijednost poduzeća, odnosno vrijednost koju bi nepristrani analitičar dodijelio poduzeću, uz točnu procjenu očekivanih slobodnih novčanih tokova i primjenu odgovarajuće stope diskontiranja kako bi se procijenila njihova sadašnja vrijednost.³⁶ Postoje dva pristupa procjeni vrijednosti poduzeća putem metode diskontiranih novčanih tokova. Prvi pristup uključuje procjenu vrijednosti vlasničkog udjela, dok drugi obuhvaća procjenu vrijednosti samog poduzeća.³⁷ Iako oba pristupa koriste diskontiranje očekivanih budućih novčanih tokova, relevantni novčani tokovi i stope diskontiranja razlikuju se u svakom od ova dva pristupa. Četiri su metode prema kojima se računaju slobodni novčani tokovi prema poduzeću (eng. Free Cash Flow to Firm - FCFF) iz kojih se onda mogu izračunati slobodni novčani tokovi vlasnicima (eng. Free Cash Flow to Equity - FCFE).³⁸ Nakon što su izračunati FCFF, vrijednost

³²Pignataro, P. (2013), *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide To Investment Banking*, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 286

³³Orsag, S. (1997), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb, Infoinvest, str. 27

³⁴Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 289

³⁵Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 109

³⁶Damodaran, A. (2012), *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 28

³⁷Ibid.

³⁸CFA Institute (b.d.), *Free Cash Flow Valuation*, preuzeto sa <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/free-cash-flow-valuation>

poduzeća dobiva se diskontiranjem istih po prosječnom ponderiranom trošku kapitala (eng. Weighted Average Cost of Capital - WACC):³⁹

$$\text{Vrijednost poduzeća} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (1)$$

gdje je: n = životni vijek imovine, $FCFF_t$ = slobodni novčani tokovi poduzeću i

$WACC$ = prosječni ponderirani trošak kapitala.

Vrijednost vlasničkog kapitala dobiva se diskontiranjem projiciranih slobodnih novčanih tokova prema vlasnicima po trošku vlasničkog kapitala⁴⁰:

$$\text{Vrijednost vlasničkog kapitala} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} \quad (2)$$

gdje je: n = životni vijek imovine, $FCFE_t$ = slobodni novčani tokovi vlasničkog udjela i k_e = trošak kapitala.

Dvije su bitne razlike između ova dva modela. Prva razlika je u tome što se FCFF diskontira po prosječnom ponderiranom trošku kapitala, dok se FCFE diskontira po stopi prinosa koju zahtijevaju investitori u vlasnički udjel poduzeća, odnosno trošku vlasničkog kapitala. Druga razlika je u tome što FCFF predstavlja novčane tokove za sve vjerovnike poduzeća te se može računati na više načina, dok FCFE predstavlja novčane tokove samo za vlasnike te se dobivaju dodavanjem ili oduzimanjem plaćanja anuiteta od FCFF-a.⁴¹ Dakle, pri analizi procjene vrijednosti poduzeća iznimno je bitno da analitičar upotrijebi prave novčane tokove i diskontira ih korištenjem pripadajuće diskonte stope jer to može značajno utjecati na procijenjenu vrijednost poduzeća.

U DCF metodi, slobodni novčani tokovi poduzeća obično se projiciraju tijekom 5 godina. Razdoblje projekcije, međutim, može biti duže ovisno o industriji, fazi razvoja i predvidljivosti financijske izvedbe. S obzirom na teškoće u preciznom predviđanju financijske izvedbe poduzeća tijekom duljeg vremenskog razdoblja, koristi se terminalna vrijednost kako bi se kvantificirala preostala vrijednost poduzeća izvan razdoblja projekcije.⁴² Terminalna vrijednost često čini značajan udio ukupne vrijednosti poduzeća u DCF modelu, ponekad čak

³⁹Damodaran, A. (2012), op. cit., str. 373

⁴⁰Ibid.

⁴¹Pinto, J. E. (2020), Equity asset valuation, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 45

⁴²Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 109

do 75%, zbog čega je važno da financijski podaci poduzeća u terminalnoj godini prikažu stabilnu razinu očekivanih financijskih performansi.

Postoje dva modela za određivanje terminalne vrijednosti: model izlaznog multiplikatora (eng. exit multiple model - EMM) pri kojem se EBITDA u terminalnoj godini multiplicira terminalnim EBITDA multiplikatorom i model trajnog rasta (eng. perpetuity growth model - PGM) gdje se pretpostavlja kako će FCF poduzeća u terminalnoj godini rasti vječno po nekoj stopi rasta gdje se kao referentu vrijednost obično uzima stopa rasta realnog BDP-a zemlje.⁴³

DCF kao model vrednovanja poduzeća ima nekoliko prednosti u odnosu na druge metode procjene:⁴⁴

- a) temelji se na novčanim tokovima poduzeća iz projekcija modela, za razliku od analize usporedivih poduzeća koja se uglavnom temelji na tržišnim podacima,
- b) nisu potrebna usporediva poduzeća ili transakcije za provedbu procjene vrijednosti temeljem DCF-a.

Međutim, analiza također ima nekoliko nedostataka:⁴⁵

- a) iako su prve projicirane godine temeljene na modeliranim novčanim tokovima, terminalna vrijednost čini vrlo značajan dio ukupne procjene;
- b) projekcije modela mogu biti netočne, mogu biti precijenjene ili podcijenjene, ovisno o čimbenicima koji utječu na projekcije;
- c) teško je procijeniti stopu diskontiranja posebno za privatna poduzeća.

3.2.2 Model usporedivih transakcija

Analiza usporedivih transakcija ocjenjuje relativnu vrijednost putem promatranja multiplikatora povijesnih transakcija. Vrijednost poduzeća koje se procjenjuje se smatra relativnom u odnosu na cijene koje su drugi platili za slična poduzeća.⁴⁶ Drugim riječima, traženjem drugih poduzeća sličnih vlastitom koja su već bila preuzeta, može se usporediti vrijednost njihovih preuzimanja kako bi se dobila približna procjena vrijednosti transakcije.

Model omogućuje analitičarima da stvore referentnu točku koristeći stvarne tržišne transakcije kao osnovu za procjenu vrijednosti poduzeća u sličnom sektoru ili industriji.⁴⁷

⁴³Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 111

⁴⁴Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 289

⁴⁵Ibid.

⁴⁶Ibid.

⁴⁷Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 97

Koraci u modelu usporedivih transakcija su:⁴⁸

- a) odabrati usporediva preuzimanja,
- b) pronaći potrebne informacije o transakciji,
- c) izračunati ključne financijske omjere i multiplikatore transakcija,
- d) usporediti odabrane transakcije temeljem prethodno izračunatih pokazatelja,
- e) utvrditi vrijednost transakcije.

Glavna prednost modela usporedivih transakcija u odnosu na druge metode procjene je to što kupovna cijena uključuje premiju.⁴⁹ To može biti povoljno ukoliko se razmatra preuzimanje poduzeća jer pomaže odrediti koliku premiju bi poduzeće trebalo platiti kako bi se uvjerio vlasnik ili dioničari da prodaju poduzeće.

Također, to je glavni razlog zašto je vrijednost poduzeća najveća pri korištenju modela usporedivih transakcija u odnosu na druge modele vrednovanja.⁵⁰

No, model također ima nekoliko glavnih nedostataka:⁵¹

- a) prethodne transakcije su po definiciji povijesne transakcije te analiza može biti irelevantna ako se radi o potpuno drugačijem ekonomskom okruženju;
- b) možda se neće moći pronaći slična preuzimanja, posebno kada je riječ o okruženju ili industriji gdje je broj transakcija spajanja i preuzimanja malen;
- c) čak i ako se pronađu relevantne transakcije, nije uvijek jednostavno pronaći podatke potrebne za izračun multiplikatora.

3.2.3 Model usporedivih poduzeća

„Model usporedivih poduzeća uspoređuje jedno poduzeće s drugim poduzećima koja su slična po veličini, proizvodima i geografskoj lokaciji.“⁵² Analiza sličnih poduzeća koristi multiplikatore kao mjeru usporedbe. Najčešće se za usporedbu koriste EV/EBITDA ili EV/EBIT te P/E omjer. Moguće je donijeti zaključak o tome je li poduzeće precijenjeno ili podcijenjeno temeljem usporedbe multiplikatora promatranog poduzeća te usporedivih poduzeća. Analiza omogućuje investitorima i analitičarima da steknu bolje razumijevanje relativne vrijednosti poduzeća u usporedbi s drugim poduzećima na tržištu.

⁴⁸Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 97

⁴⁹CFI (b.d.), Investment Banking Manual, Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/investment-banking-book-pdf/>

⁵⁰Ibid.

⁵¹Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 288

⁵²Ibid., str. 287

Koraci u modelu usporedivih poduzeća su:⁵³

- a) izabrati skupinu usporedivih poduzeća,
- b) pristupiti njihovim financijskim podacima,
- c) izračunati odgovarajuće multiplikatore,
- d) usporediti multiplikatore s poduzećem čija se vrijednost procjenjuje,
- e) i procijeniti vrijednost poduzeća.

Model usporedivih poduzeća najaktualniji je od sva tri modela vrednovanja poduzeća jer pruža tržišnu perspektivu što znači da se temelji na najnovijim cijenama dionica i financijskim podacima promatranog poduzeća.⁵⁴

Međutim, ponekad je izazovno, pa čak i nemoguće, pronaći slična poduzeća, posebno kada se uzimaju u obzir značajke poslovnog modela koje koristi promatrano poduzeće. To čini proces usporedbe zahtjevnijim. Postavlja se pitanje jesu li u procesu vrednovanja poduzeća uzete u obzir komparativne prednosti promatranog poduzeća u odnosu na konkurente.⁵⁵ Nadalje, tržišta u cjelini mogu biti nedovoljno cijenjena ili precijenjena. Analiza može biti beznačajna ako se poduzeće trenutno nalazi u takvom ekonomskom okruženju da je cijela industrija ili precijenjena ili podcijenjena.⁵⁶ Važno je imati na umu šire ekonomske čimbenike i kontekst kako bi se donijeli relevantni zaključci tijekom procesa vrednovanja. Kada je utvrđen raspon vrijednosti transakcije, financijski investitor na temelju analize prikuplja financiranje primarno od strane banaka, ali i mnogih drugih alternativnih izvora financiranja.

3.3 Financiranje transakcije otkupa uz korištenje financijske poluge

LBO transakcija predstavlja način preuzimanja ciljanog poduzeća pri čemu se veliki dio transakcije financira zaduživanjem. Nakon transakcije, kapitalna struktura ciljanog poduzeća velikim dijelom sastoji od zaduživanja tj. duga pri čemu pojam strukture kapitala predstavlja kombinaciju dugoročnih izvora financiranja predstavljenih običnim kapitalom, zaduživanjem i preferencijalnim kapitalom.⁵⁷

Financijski investitori koriste razne izvore eksternog financiranja s ciljem maksimiziranja povrata na ulaganja pri čemu ti izvori mogu uključivati one koji se amortiziraju kroz određeno vremensko razdoblje, kao i one koji se ne amortiziraju te se otplaćuju u cijelosti na datum

⁵³Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 12

⁵⁴Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 287

⁵⁵Ibid.

⁵⁶Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 52

⁵⁷Paramasivan, C. i Subramanian, T. (2008), Financial management, New Delphi, New Age International, str. 42

dospijeća.⁵⁸ U slučaju zaduživanja koje se amortizira poduzeće ima obvezu otplate anuiteta tijekom ugovorenog razdoblja putem jednakih godišnjih, polugodišnjih, kvartalnih ili mjesečnih anuiteta, pri čemu se trošak kamata smanjuje s vremenom jer se saldo duga s otplatama glavnice također smanjuje. Nasuprot tome, pri ugovaranju zaduživanja koje se ne amortizira, potpuna otplata glavnice odvija se na datum dospijeća kredita, dok se kamate i dalje plaćaju prema unaprijed određenim intervalima. Ovakav pristup zahtijeva manje novčane tokove tijekom trajanja kredita jer poduzeće ne mora redovito otplaćivati glavnicu.

Važno je razlikovati izvore zaduživanja tj. financiranja LBO transakcije, pri čemu su najčešći bankovni krediti, koji su osigurani kolateralom i stoga imaju nižu kamatnu stopu u usporedbi s drugim oblicima zaduživanja poput obveznica visokog prinosa i *mezzanine* financiranja, koje nije potrebno osigurati kolateralom.⁵⁹ Kod *mezzanine* financiranja i drugih alternativnih oblika zaduživanja, kamatne stope su obično više zbog nedostatka kolaterala i zbog činjenice da bankovni krediti imaju prednost prilikom naplate.⁶⁰ Financijski investitori su prilikom LBO preuzimanja kroz povijest koristili različite oblike financiranja, koji su bili podložni promjenama sukladno ekonomskim okolnostima i fluktuacijama kamatnih stopa.

Tradicionalne banke su povijesno bile ključni izvor financiranja ovakvih transakcija, često u kombinaciji s izdanjem obveznica visokog prinosa (eng. high-yield bonds).⁶¹ Međutim, tijekom vremena, izvori financiranja su evoluirali. Banke su postale manje sklone financirati takve transakcije, posebno nakon 2008. godine i globalne financijske krize, što je rezultiralo pojavom i porastom važnosti financiranja institucija izvan tradicionalnog bankovnog sektora, poznatog kao bankarstvo u sjeni (eng. shadow banking).⁶² Sustav bankarstva u sjeni obuhvaća financijske posrednike koji sudjeluju u stvaranju kredita, ali nisu podložni regulatornom nadzoru. Ova vrsta financijskog posredovanja izbjegla je regulatorne mjere uglavnom zato što za razliku od tradicionalnih banaka i kreditnih zadruga, ove institucije nisu ovlaštene prihvaćati tradicionalne depozite na zahtjev. Udio financiranja LBO transakcija od strane takvih institucija bilježi snažni rast od 2010. godine nadalje.⁶³

Prema slici 1, izvore financiranja LBO preuzimanja moguće je podijeliti na:⁶⁴

a) *senior* dug,

⁵⁸CFI (b.d.), Leveraged Buyout (LBO), op. cit.

⁵⁹Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 204

⁶⁰Ibid., str. 187

⁶¹Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 31

⁶²Adrian, T., & Jones, B. (2018), Shadow banking and market-based finance, Washington DC, International Monetary Fund, str. 36

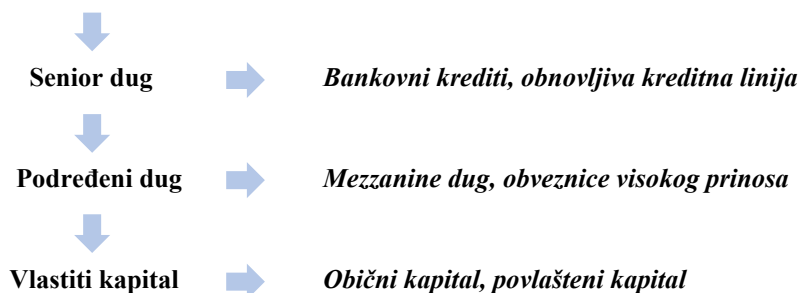
⁶³Ibid.

⁶⁴CFI (b.d.), Leveraged Buyout (LBO), op. cit.

- b) podređeni dug i
- c) vlastiti kapital.

Slika 1. Struktura financiranja LBO-a

Struktura financiranja LBO-a



Izvor: Obrada autora prema CFI (b.d.)

Senior dug predstavlja osnovni oblik zaduživanja u financiranju LBO transakcija i ima ključnu ulogu u strukturi kapitala. Vodeći vjerovnici, obično banke, imaju prvenstvo naplate putem *senior* duga.⁶⁵ Ovaj oblik duga smatra se sigurnijim od ostalih, a često je osiguran kolateralom, što dodatno povećava povjerenje vjerovnika.

U LBO transakcijama, *senior* dug može uključivati dugoročne kredite banaka i obnovljive kreditne linije, poznate kao revolving kredite. Nekoliko vjerovnika može sudjelovati u skupini *senior* duga, što znači da se financiranje može ostvariti od strane više banaka.⁶⁶ Ovisno o iznosu LBO transakcije, moguće je da sudjeluje više vjerovnika jer jedna banka često nije spremna preuzeti sav rizik financiranja na sebe. Dugoročni krediti banaka često su osigurani imovinom stečenog poduzeća čime se povećava sigurnost za vjerovnike.

Senior dug ima prednost u otplati u odnosu na ostale, podređene izvore zaduživanja, a uvjeti zaduživanja moraju se redovito zadovoljavati kako bi se održao kreditni profil, tj. kreditna sposobnost poduzeća.⁶⁷ Kreditni profil često se analizira kroz odnos ukupnog duga poduzeća i EBITDA-e. Održavanje stabilnog kreditnog profila važno je za očuvanje povoljnih uvjeta financiranja i zaštitu interesa vjerovnika. Osim toga, kao kreditni pokazatelj se koristi i omjer pokrivača duga koji ima nešto kompliciraniju formulu:⁶⁸

⁶⁵CFI (b.d.), Leveraged Buyout (LBO), op. cit.

⁶⁶Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 207

⁶⁷Ibid., str. 218

⁶⁸CFI (b.d.), Debt Service Coverage Ratio, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/debt-service-coverage-ratio/>

$$\text{Omjer pokrića duga} = \frac{\text{EBITDA} - \text{sadašnja porezna obveza}}{\text{Ukupni trošak kamata} + \text{Otplata glavnice}} \quad (3)$$

Kao jedna od sastavnica *senior* duga, obnovljiva kreditna linija ili revolving kredit predstavlja izvor sredstava koje poduzeće može koristiti za održavanje likvidnosti i financiranje povremenih potreba za dodatnim obrtnim sredstvima.⁶⁹ Osmišljena je kako bi pružila poduzeću određenu fleksibilnost u vezi s kapitalnim potrebama te djeluje kao kreditna linija koja omogućuje poduzeću da obavi određene kapitalne investicije, nosi se s neočekivanim troškovima ili pokriva povećanja obrtnog kapitala, a da pritom ne mora tražiti dodatno zaduživanje ili financiranje putem kapitala.

Revolving kredit funkcionira na način da kada korisnik djelomično vrati kredit, ta sredstva postaju ponovno dostupna korisniku.⁷⁰ Kreditna institucija odobrava revolving kredit za određeni iznos novca najčešće kao postotak od ostvarenih prihoda, što znači da postoji limit koji ovisi o kreditnoj sposobnosti poduzeća. Banka koja odobrava obnavljajuću kreditnu liniju zaračunava poduzeću i kamatu na preostali, neiskorišteni saldo koji je dostupan poduzeću.⁷¹ Bankovni krediti, dugoročni i revolving, obično se odobravaju uz fiksnu ili češće, varijabilnu kamatnu stopu određenu prema referentnoj kamatnoj stopi, obično LIBOR ili EURIBOR, uz primjenjivu maržu (eng. spread) temeljenu na kreditnoj sposobnosti zajmoprimca.⁷²

Financijski investitori prilikom financiranja LBO preuzimanja često koriste različite oblike financiranja, uključujući i podređeni dug ili drugu tranšu duga. Podređeni dug, kako mu samo ime sugerira, ima niži prioritet u odnosu na *senior* dug, što znači da se njegova otpлата vrši tek nakon što su svi vjerovnici iz *senior* duga ili prve tranše duga isplaćeni. Takvo financiranje nosi veći rizik za zajmodavca, budući da je moguće kako poduzeće neće imati preostalih novčanih tokova nakon otplate dugovanja prema vjerovnicima iz prve tranše duga. Podređeni dug obuhvaća mezzanine financiranje i obveznice visokog prinosa, no moguće su i razne druge kreditne izvedenice.

Mezzanine dug općenito se odnosi na sloj financiranja između *senior* duga i kapitala poduzeća. Strukturno, podređen je u pogledu prioriteta plaćanja i osiguranja u odnosu na *senior* dug, ali je višeg ranga od običnih dionica ili kapitala. *Mezzanine* dug je fleksibilniji instrument

⁶⁹Raiffeisen Bank Austria, Revolving kredit, preuzeto s <https://www.rba.hr/mala-poduzeca-i-obrtnici/financiranje/kredit/revolving-kredit>

⁷⁰Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 207

⁷¹Wall Street Prep (b.d.), Revolving Credit Facility, preuzeto s <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/corporate-banking-101-revolving-credit-facilities/>

⁷²Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 207

zaduživanja u odnosu na bankovne kredite te je također moguće ugovoriti duže rokove dospijeca. Traženi povrati se obično kreću od 13% do 25%, što je niže u odnosu na kapital te to pomaže smanjiti ukupne troškove kapitala za zrelo poduzeće. Osnovni oblici koji se koriste u većini *mezzanine* financiranja uključuju podređene obveznice s opcijama za privatna poduzeća, te obveznice visokog prinosa ili konvertibilne/preferencijalne dionice za javna poduzeća. *Mezzanine* zajmodavci, obično specijalizirani *mezzanine* investicijski fondovi, traže ciljanu stopu povrata koja se može ostvariti kroz dva osnovna dijela:⁷³

- a) gotovinski prinosi - npr. kamata u gotovini, glavnice, naknade povezane s prihodima, EBITDA-om ili sl. te
- b) odgođeni prinosi - npr. PIK kamate, opcije na dionice (eng. warrants).

PIK kamata (eng. Paid-in-Kind interest – PIK interest) predstavlja karakteristiku duga koja omogućuje akumulaciju kamatnih troškova tijekom određenog razdoblja umjesto trenutne gotovinske isplate.⁷⁴ Budući da se ukupna glavica duga povećava svake godine sve do dospijeca, prisutan je i rast ukupnog troška kamata zbog akumulacije kamata na povećanu glavnicu tijekom vremena.

U stvarnosti, *mezzanine* dug se ponaša više poput dionice nego duga, zbog ugrađenih opcija kao što su opcije kupnje dionica i prava koje čine konverziju duga u dionice izuzetno privlačnom.⁷⁵ Konverzija duga u dionice može se ostvariti samo ako su ispunjeni specifični uvjeti koji su često povezani s uspješnošću poslovanja poduzeća.

Mezzanine financiranje nije namijenjeno kao dugoročni izvor kapitala, već se koristi kao kratkoročno financiranje s određenom svrhom, poput financiranja LBO transakcija.⁷⁶ Obveznice visokog prinosa su dužničke vrijednosnice s ocjenom ispod investicijskog ranga, koje obvezuju izdavatelja da izvršava isplate kamata nositeljima obveznice prema ranije definiranim intervalima (obično polugodišnje) te otplati glavnicu na datum dospijeca, obično 7 do 10 godina nakon izdanja.⁷⁷ Primjetan je trend rasta financiranja LBO preuzimanja putem izdavanja obveznica, s obzirom da su kamate na obveznice visokog prinosa bile niže u odnosu na kamate koje su banke zaračunavale za financiranje LBO preuzimanja tijekom 2023. godine.

⁷³Silbernagel, C. i Vaitkunas, D. (2012), *Mezzanine finance* [e-publikacija], str. 1, preuzeto sa <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/what-is-mezzanine-finance.pdf>

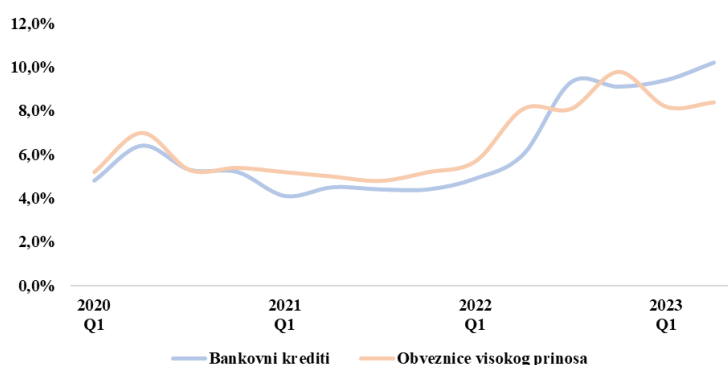
⁷⁴Ibid.

⁷⁵Ibid.

⁷⁶Wall Street Prep (b.d.), *Mezzanine Financing*, preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/mezzanine-financing/>

⁷⁷Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 210

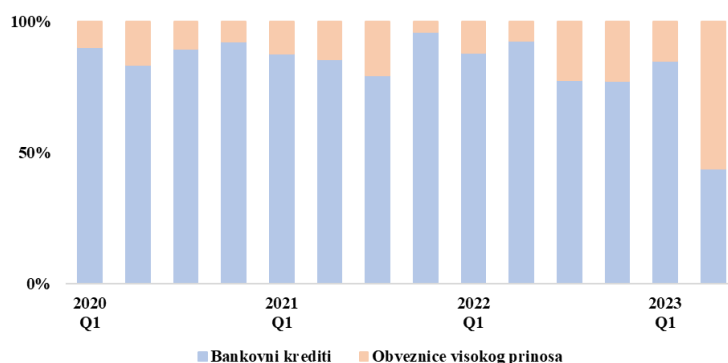
Graf 4. Kretanje kamatnih stopa na bankovne kredite i obveznice u svijetu



Izvor: IoN Analytics (2023)

Prema grafu 4 kamatne stope na obveznice visokog prinosa su uslijed monetarnih restrikcija sporije rasle u odnosu na kamatne stope na bankovne kredite što je rezultiralo time da se veći broj LBO transakcija tokom 2023. godine financirao izdavanjem obveznica visokog prinosa s obzirom da su one bile jeftiniji izvor financiranja. Brojna empirijska istraživanja su pokazala kako postoji slaba korelacija između kretanja prinosa na državne obveznice ili obveznice investicijskog ranga i prinosa na obveznice visokog prinosa, pri čemu su i prinosi na obveznice visokog prinosa manje izložene kamatnom riziku.

Graf 5. Struktura duga LBO transakcija u svijetu



Izvor: IoN Analytics (2023)

Prema grafu 5 prisutan je trend pada financiranja LBO transakcija tradicionalnim bankovnim kreditima koji po svojoj prirodi spadaju u prvu tranšu ili *senior* dug. Kretanja na grafu 5 idu u prilog ranije spomenutom da je financiranje LBO-a jako fleksibilno te se struktura financiranja brzo mijenja ovisno o uvjetima na tržištu.

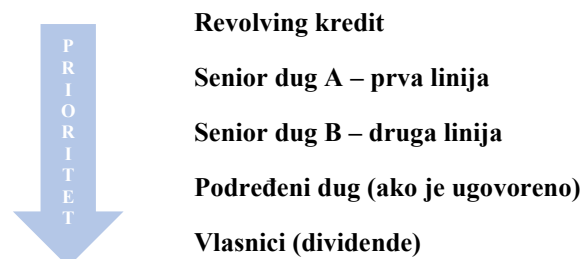
Preostali dio financiranja otkupa poduzeća dolazi u obliku doprinosa u kapitalu od strane financijskog sponzora te prenesenog ili doprinosa u kapitalu od strane menadžmenta ciljanog

poduzeća (eng. rollover equity). Postotak doprinosa u kapitalu obično se kreće u rasponu od približno 30% do 40% strukture financiranja za otkup poduzeća, iako to može varirati ovisno o uvjetima na tržištu duga, vrsti poduzeća i plaćenom multiplikatoru prilikom kupnje.⁷⁸ *Rollover equity* označava situaciju kada postojeći upravljački tim reinvestira svoje prihode od izlaska iz poduzeća nakon prodaje u novoformirano poduzeće kako bi sudjelovao u potencijalnom rastu LBO-a.

U većim LBO transakcijama mogu sudjelovati i suinvestitori koji doprinose kapitalom smanjujući udio vlastitog kapitala preuzimatelja.⁷⁹ Kao općenito pravilo, preuzimatelj će posjedovati 70-90% običnih dionica preuzetog poduzeća, dok će preostali udio držati uprava i bivši dioničari. Još jedan potencijalni izvor financiranja LBO-a je povlašteni kapital. Povlašteni kapital često je privlačan jer isplate dividendi predstavljaju minimalni povrat na investiciju, dok vlasništvo nad povlaštenim dionicama omogućava sudjelovanje u rastu vrijednosti dionica. Povlaštene dividende često su strukturirane kao isplate u obliku dodatnih povlaštenih dionica. Financijski investitori koriste povlaštene dionice u svojoj strukturi ulaganja, dok uprava i zaposlenici primaju obične dionice.

Financijski investitori koji su proveli LBO preuzimanje određuju postotak preostalih novčanih tokova, poznat kao *cash sweep* ili *debt sweep*, koji će se koristiti za prijevremenu otplatu glavnice duga. S obzirom da se na taj način smanjuje ukupni trošak kamata koje bi poduzeće akumuliralo do datuma dospelja kredita, banke obično zaračunavaju naknadu za prijevremenu otplatu duga.⁸⁰ Agresivna otplata duga predstavlja jedan od načina na koji investitori maksimiziraju povrate na svoje investicije. Kao i kod otplate obveznih anuiteta, i u ovom slučaju postoji određena hijerarhija prioriteta prijevermene otplate koja je prikazana na slici 2.

Slika 2. Prijevremena otplata zaduženja



Izvor: Obrada autora prema CFI (b.d.)

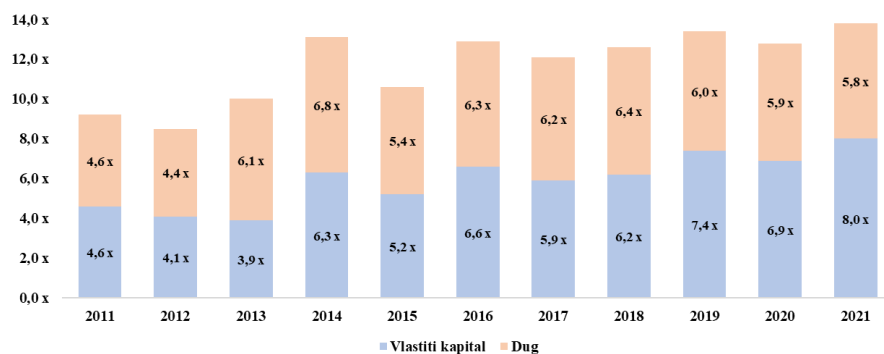
⁷⁸Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 213

⁷⁹Ibid.

⁸⁰Pilger, D. (2012), op. cit., str. 27

Način na koji je strukturirano financiranje i uvjeti financiranja predstavljaju ključne odrednice uspjeha LBO preuzimanja. S obzirom da se radi o transakciji s visokim rizikom zbog značajne količine duga koja se prenosi na preuzeto poduzeće, nije neuobičajeno da poduzeće na kraju završi u vlasništvu vjerovnika jer nije moglo ispuniti svoje obveze. S tim na umu, primjetan je trend smanjenja udjela duga u financiranju transakcija. Dok su u 80-ima EBITDA multiplikatori duga činili i do 90% ukupnog EBITDA multiplikatora, danas je situacija bitno drugačija. EBITDA multiplikator duga čine otprilike 50% vrijednosti ukupnog iznosa transakcije.

Graf 6. Kretanje EBITDA multiplikatora u SAD-u

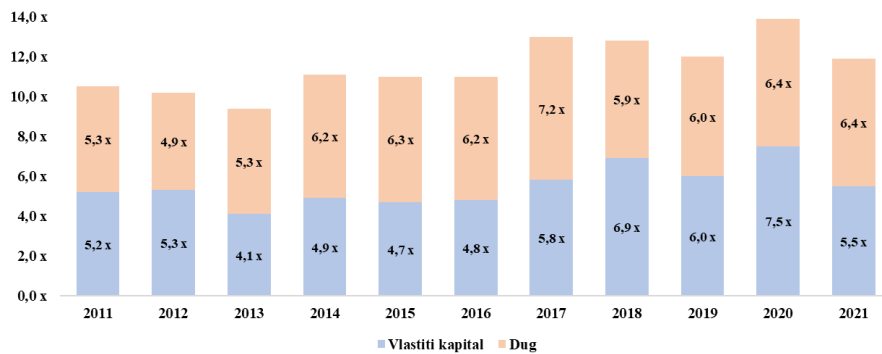


Izvor: Obrada autora prema CFI (b.d.)

Prema grafu 6, u 2011. godini 50% transakcije je bilo financirano dugom te je vidljivo kako se s vremenom taj udio smanjivao te je u razdoblju od 2019.-2020. godine udio duga činio manje od 50% ukupnog iznosa transakcije unatoč tome što su ukupne vrijednosti multiplikatora rastle.

Prema grafu 7, udio duga pri financiranju LBO preuzimanja u Europi je konstantno činio oko 50%, slično kao i u SAD-u, osim što ovdje nije prisutan pad udjela duga s obzirom da se u 2021. godini 53% ukupnog iznosa transakcije financiralo zaduživanjem, dok se u istom razdoblju u SAD-u svega 42% ukupnog iznosa transakcije financiralo zaduživanjem. Također, EBITDA multiplikatori LBO transakcija u 2021. su znatno niži u odnosu na one u SAD-u uslijed geopolitičkih nestabilnosti te straha investitora koji su svoj kapital preusmjerili na neka druga tržišta.

Graf 7. Kretanje EBITDA multiplikatora u Europi



Izvor: Obrada autora prema CFI (b.d.)

3.4 Restrukturiranje i ostale mogućnosti povećanja vrijednosti poduzeća

Glavni cilj financijskih investitora koji provode LBO transakcije nije ostvarivanje sinergija, povećanje tržišnog udjela itd., već ostvarivanje najvećih mogućih povrata pri izlasku iz investicije kroz vremensko razdoblje od 5-10 godina. Financijski investitori povećavaju vrijednost preuzetog poduzeća, te otvaraju mogućnosti generiranja visokih povrata na tri načina:⁸¹

a) Rast EBITDA-e

$$= (\text{izlazna EBITDA} - \text{ulazna EBITDA}) * \text{ulazni multiplikator} \quad (4)$$

b) Rast multiplikatora

$$= (\text{izlazni multiplikator} - \text{ulazni multiplikator}) * \text{izlazna EBITDA} \quad (5)$$

c) Smanjenje neto duga

$$= \text{ulazni neto dug} - \text{izlazni neto dug} \quad (6)$$

Navedene formule računaju pojedinačni doprinos svake "strategije" povećanja vrijednosti poduzeća.

Rast EBITDA-e generira se kroz aktivnosti korporativnog restrukturiranja koje se obično odnosi na prodaju imovine, poput odricanja od ne-operativne imovine poduzeća. Investitori mogu drugačije gledati na mogućnosti daljnjeg rasta poduzeća te sukladno tome neke prijašnje aktivnosti klasificirati kao nepotrebne poput otvaranja novih odjela unutar poduzeća ili podružnica.⁸² Rast EBITDA-e može se postići snažnim rastom prihoda, kao i operativnim

⁸¹CFI (b.d.), Leveraged Buyout (LBO), op. cit.

⁸²Gaughan, P. A. (2010), Mergers, acquisitions, and corporate restructurings, New Jersey, John Wiley & Sons, str. 33

poboljšanjima koja pozitivno utječu na profitabilnost poduzeća, kao što su smanjenje troškova ili povećanje cijena.

Moguće je uočiti značajna poboljšanja u operativnoj učinkovitosti poduzeća nakon LBO-a. Na uzorku od 192 LBO-a koji su završeni u razdoblju od 1990. do 2006. utvrđeno je da su ovi poslovi koristili nižu polugu u usporedbi s njihovim prethodnicima iz 1980-ih te je operativna učinkovitost poduzeća koja su privatizirana putem LBO-a bila barem jednako dobra, a ponekad i bolja od usporedivih konkurenata unutar industrije. Primjerice, ustanovljeno je da su takva poduzeća ostvarila 11% veći omjer EBITDA/prihodi u odnosu na usporediva poduzeća.⁸³

Većina multiplikatora LBO preuzimanja temelji se na EBITDA-i, odnosno EV/EBITDA, bilo na temelju posljednjih dvanaest mjeseci (LTM) ili sljedećih dvanaest mjeseci (NTM).⁸⁴ Stoga, povećanje EBITDA-e putem rasta prihoda i operativnih poboljšanja direktno utječe na rast vrijednosti poduzeća. Rješavanje ovih problema zahtijeva intervenciju u unutarnje probleme preuzetog poduzeća, dok rast prihoda često zahtijeva značajna ulaganja kapitala, što može rezultirati manje dostupnim slobodnim novčanim tokovima za otplatu duga. Stoga se investitori nakon preuzimanja često fokusiraju na restrukturiranje poslovanja, posebice na smanjenje troškova, koristeći znanje, stručnost i iskustvo svojih stručnjaka i uprave poduzeća koje već posjeduju duboko razumijevanje industrije i poduzeća. Oni identificiraju mogućnosti poboljšanja koje su izvedive u relativno kratkom ili srednjem roku.

Rast multiplikatora postiže se kada se ciljano poduzeće kupi i proda u budućnosti po višem izlaznom multiplikatoru u odnosu na početni ulazni multiplikator. Ako poduzeće prođe LBO i proda se po višoj cijeni od početne kupovne cijene, investicija će biti profitabilnija za financijskog investitora, slijedeći načelo "kupi nisko, prodaj visoko".⁸⁵ Financijski investitori obično se ne oslanjaju na povećanje multiplikatora u svojim početnim pretpostavkama na kojima temelje projekcije poslovanja ciljanog poduzeća u narednom razdoblju. Ulazni i izlazni multiplikatori mogu značajno varirati, pa očekivati izlazak po određenom multiplikatoru pet godina od trenutnog datuma može biti vrlo rizično.

Ako financijski investitori pretpostavljaju da će izići iz investicije uz veći multiplikator, u svojim projekcijama često planiraju dodatna, ovaj put strateška, spajanja i preuzimanja preuzetog poduzeća s nekim od konkurenata u istoj industriji (tzv. add-on acquisitions).⁸⁶

⁸³Gaughan, P. A. (2010), op. cit, str. 351

⁸⁴Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 116

⁸⁵Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 361

⁸⁶CFI (b.d.), Buy and build strategy, Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/buy-and-build-strategy/>

Povećan opseg i diverzifikacija iz ovakvih konsolidacijskih preuzimanja mogu doprinijeti stabilnijim i predvidljivim novčanim tokovima, karakteristikama na koje financijski investitori često stavljaju veliki naglasak. Dodatna preuzimanja mogu pružiti brojne prednosti poduzeću, uključujući poboljšanje brenda, povećanje cijena te diverzifikaciju prihoda, što vodi k povećanju izgleda za izlazak po višem multiplikatoru u odnosu na ulazak u investiciju.

Otplata duga (eng. deleveraging) se odnosi na smanjenje duga od strane poduzeća kako bi se umanjila razina financijske poluge.

Gotovina koju proizvodi poslovanje koristit će se za otplatu duga i kamata te će smanjenje duga pretvoriti u vrijednost kapitala poduzeća.⁸⁷ U specifičnom kontekstu LBO-a, otplata duga podrazumijeva postupno smanjenje ukupnog neto duga stečenog poduzeća, tj. ukupnog duga umanjenog za novac i novčane ekvivalente. Vrijednost vlasničkog kapitala financijskog sponzora (i povrata) raste paralelno sa smanjenjem duga. U transakcijama LBO-a, smanjenje neto duga je jedan od pozitivnih faktora koji potiču visoke prinose. U tradicionalnom LBO-u, značajan dio kupoprodajne cijene financiran je putem zaduživanja, odnosno pozajmljenog kapitala koji se mora vratiti u budućnosti. Tijekom vremenskog okvira u kojem ciljano poduzeće ostaje pod vlasništvom financijskog investitora, novčani tokovi poduzeća primarno se koriste za otplatu njegovog postojećeg duga. No, iako otplata neto duga stvara vrijednost smanjenjem izvornog zaduženja iz transakcije, ovaj pristup zahtijeva da ciljano poduzeće generira stabilne novčane tokove, tj. da novčani tokovi nisu ciklični. Povećanje vrijednosti vlasničkog kapitala preuzetog poduzeća se najčešće zasniva na povećanju EBITDA-e bilo kroz veći rast prihoda ili racionalizaciju troškova te otplati tj. smanjenju neto dugovanja preuzetog poduzeća.

3.5 Načini izlaska iz investicije

Financijski investitori obično zadržavaju ulaganja 5 do 10 godina nakon početnog preuzimanja. Postoje različiti načini na koje mogu izaći iz transakcije na kraju razdoblja.⁸⁸

- a) inicijalna javna ponuda (eng. initial public offering – IPO),
- b) prodaja poduzeća i
- c) rekapitalizacija putem dividendi.

⁸⁷Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 3

⁸⁸Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 203

Financijski investitor može odlučiti izvesti poduzeće na javno tržište i izići putem inicijalne javne ponude. Nakon IPO-a, financijski investitor zadržava određeni udio u vlasništvu. S obzirom da se dionicama poduzeća sada javno trguje na burzama, financijski investitor može postupno prodavati svoje dionice na burzi i tako postepeno izaći iz investicije. Osim toga, ovisno o uvjetima na tržištu kapitala, IPO može rezultirati s većom izlaznom cijenom tj. premijom u odnosu na direktnu prodaju prema strateškom investitoru ili drugom financijskom investitoru.⁸⁹

Kod prodaje drugi kupac preuzima cijelo poduzeće od financijskog investitora.⁹⁰ Drugim riječima, financijski investitor prodaje sve svoje udjele u poduzeću tom kupcu, što često predstavlja najpoželjniju strategiju izlaska. Financijski investitor može odlučiti prodati poduzeće strateškom investitoru koji preuzima poduzeće s drugačijim motivima i ciljevima. Izlazak putem prodaje strateškom investitoru obično je vremenski najefikasniji, istovremeno donoseći veću vrijednost izlaza jer strateški investitori često plaćaju premiju za potencijalne sinergije koje mogu ostvariti preuzimanjem poduzeća.⁹¹

Financijski investitor može prodati poduzeće drugom financijskom investitoru putem procesa koji se naziva *secondary buyout* (SBO).⁹² U SBO-u, investicija ili preuzeto poduzeće prodaje se drugom financijskom investitoru, obično financijskom investitoru koji provodi novi proces LBO-a i refinancira poduzeće s novim dugom.

Kupac u SBO transakciji obično je veći u smislu imovine pod upravljanjem (eng. asset under management - AUM) i posjeduje dodatne nemonetarne resurse, poput dubljeg znanja o industriji, odnosa i operativnog iskustva. Prednost SBO-a za prodavatelja leži u bržem procesu zatvaranja transakcije i likvidnosti koja slijedi odmah nakon prodaje.⁹³ Osim toga, SBO može biti privlačan način izlaska iz investicije ukoliko se pokaže da nisu realizirani očekivani učinci uslijed promjena u okruženju i trendova u industriji.

Unatoč potencijalnim prednostima, SBO transakcije često ostvaruju manje povrate u usporedbi s prvotnim LBO transakcijama, što može proizaći iz pritiska od strane financijskog investitora prema upravi i mogućnosti preplaćivanja u ovim transakcijama. SBO transakcije su u prosjeku

⁸⁹Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 203

⁹⁰Pignataro, P. (2013), op. cit., str. 5

⁹¹Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 203

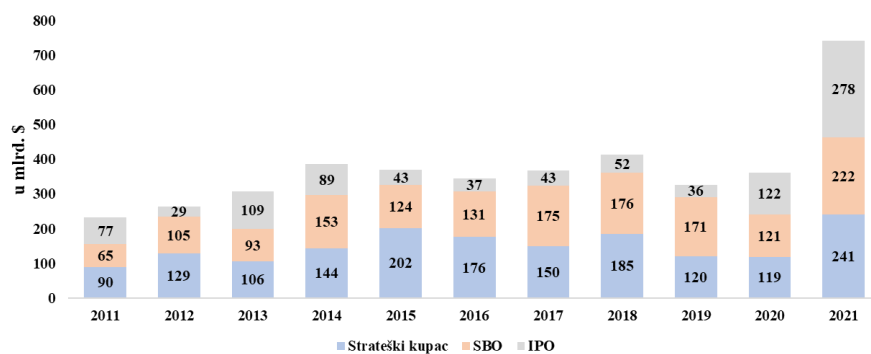
⁹²Bonini, S. (2015), Secondary Buyouts: Operating Performance and Investment Determinants, *Financial Management*, 44(2), 430-471, str. 432, preuzeto sa:

https://www.researchgate.net/publication/254423160_Secondary_Buyouts_Operating_Performance_and_Investment_Determinants_Secondary_Buyouts

⁹³Wall Street Prep (b.d), Secondary Buyout (SBO), preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/secondary-buyout-sbo/>

generirale niže povrate i niže interne stope profitabilnosti (eng. internal rate of return – IRR) u odnosu na usporedive primarne LBO transakcije. Razlozi za slabije rezultate SBO-a uključuju pritisak investitora prema upravi financijskog investitora, moguće preplaćivanje i ograničene prilike za dodavanje vrijednosti preuzetom poduzeću.⁹⁴ SBO je posebno rizičan oblik preuzimanja jer unatoč razlikama između financijskih investitora, u suštini svi oni stvaraju novu vrijednost kroz korporativno restrukturiranje i dodatna preuzimanja. S tim na umu, financijski investitori pronalaze motive za SBO preuzimanja s pretpostavkom kako mogu dodatno poboljšati poslovanje i marže, ali ne kroz snižavanje troškova i poboljšanje učinkovitosti, već kroz širenje poslovanja i njegovu internacionalizaciju što zahtijeva velika kapitalna ulaganja. Stoga su brojna istraživanja pokazala kako su SBO preuzimanja manje isplativa u odnosu na LBO.⁹⁵

Graf 8. Izlazi iz LBO-a u SAD-u



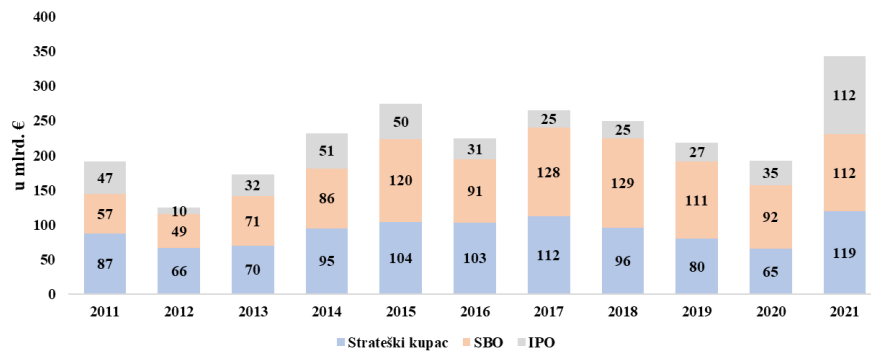
Izvor: Obrada autora prema CFI (b.d.)

Prema grafu 8, vidljivo je kako je kroz razdoblje od 2011. do 2016. godine favorizirani izlaz iz investicije bila prodaja preuzetog poduzeća strateškom investitoru. 2017 godine izlazi putem SBO-a bilježe rast pa su ujedno i najzastupljeniji način izlaska iz LBO investicije naredne tri godine. 2021. godine vidljiv je nagli porast svih oblika izlaza, posebno izlaza putem IPO-a što je povezano s kretanjem dioničkih indeksa i ostvarivanja najviših povijesnih cijena na dioničkim tržištima u SAD-u.

⁹⁴DeGeorge, F., Martin, J. i Phalippou, L. (2015), On Secondary Buyouts, Journal of Financial Economics, 13(2), 13-48, str. 15 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2329202

⁹⁵Bonini, S. (2015), op. cit., str. 434

Graf 9. Izlazi iz LBO-a u Europi



Izvor: Obrada autora prema CFI (b.d.)

Primjetno je kako postoje sličnosti između poželjnog načina izlaska iz LBO investicije na američkom i europskom tržištu (graf 9). Najveća razlika je volumen tj. iznos transakcija izlaza iz investicije gdje se u SAD-u npr. u 2021. godini vrijednost svih transakcija izlaza kreće oko 250 mlrd. \$, dok se u Europi taj iznos kreće oko 120 mlrd. €.

Rekapitalizacija dividendi nije uključena u izradu grafova zato što se ona ne smatra izlaskom iz investicije, budući da financijski investitor i dalje zadržava većinsku kontrolu nad preuzetim poduzećem.

Financijski investitor će i dalje morati provesti prodaju ili IPO kako bi potpuno izašao iz investicije. Kod rekapitalizacije dividendi, dodatno se podiže zaduženje s posebnom svrhom izdavanja jednokratne dividende, koristeći novčane primitke od novog zaduživanja. Iako postoje iznimke, rekapitalizacija dividendi obično se provodi nakon što je preuzeto poduzeće isplatilo značajan dio duga koji je korišten za financiranje LBO transakcije.⁹⁶ Smanjenjem rizika od nesolventnosti postoji više kapaciteta za zaduživanje, što znači da poduzeće može podnijeti veći teret duga. Financijski investitori imaju koristi od rekapitalizacije dividendi na nekoliko načina, uključujući rast IRR-a te na taj način dolaze do djelomičnog povrata na investiciju bez gubitka kontrole.⁹⁷ Rekapitalizacija dividendi pozitivno utječe na IRR ulaganja zbog ranije monetizacije i distribucije sredstava. U godini izlaska, preostali iznos neto duga će biti veći nego da nije provedena rekapitalizacija dividendi, međutim financijski investitor je primio novčanu isplatu ranije tijekom razdoblja trajanja investicije.

⁹⁶Wall Street Prep (b.d.), Dividend Recapitalization, preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/dividend-recap/>

⁹⁷Philips, J., & Hope, T. J. (2017). Comeback of the Dividend Recap [e-publikacija], str. 1, preuzeto sa https://scholar.google.com/scholar?hl=hr&as_sdt=0%2C5&q=+Philips%2C+J.%2C+%26+Hope%2C+T.+J.+%282017%29.+Comeback+of+the+Dividend+Recap+&btnG=

Povijesno, veća zastupljenost rekapitalizacije dividendi bila je prisutna u razdobljima slabije aktivnosti izlaska iz investicija putem IPO-a ili prodaje drugom poduzeću. Na taj način, financijski investitori osiguravaju likvidnost fonda čak i u “sporijim“ razdobljima što se tiče M&A aktivnosti.⁹⁸

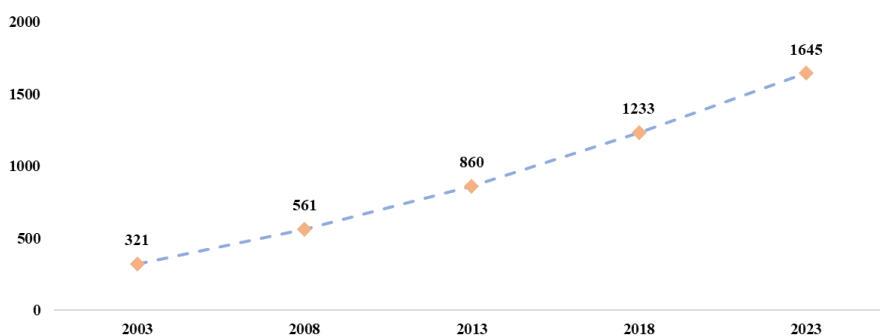
⁹⁸Philips, J., & Hope, T. J. (2017), op. cit., str. 4

4 ANALIZA OTKUPA ODABRANOG PODUZEĆA UZ KORIŠTENJE FINACIJSKE POLUGE

4.1 Analiza industrije i poslovanja odabranog poduzeća

Za potrebe izrade LBO modela te ocjene takvog ulaganja analizirano je poduzeće Specijalna bolnica Agram koje u modelu predstavlja ciljano poduzeće LBO transakcije. Razlog odabira Specijalne bolnice Agram je taj da je riječ o poduzeću iz privatnog zdravstvenog sektora kao jedne od rastućih industrija ako se promatra iz perspektive zastupljenosti PE fondova te broja LBO preuzimanja.⁹⁹ Specijalna bolnica Agram vodeći je pružatelj privatnih zdravstvenih usluga Republici Hrvatskoj. Specijalna bolnica Agram je 2023. godine imala prijavljeno 197 zaposlenika te ima otvorene podružnice u 7 gradova diljem RH (Zagreb, Split, Rijeka, Osijek, Varaždin, Slavonski Brod i Zadar).¹⁰⁰ Veličina privatnog zdravstvenog sektora u Hrvatskoj se proteklog desetljeća povećava, s prosječnom godišnjom stopom rasta od 10%.¹⁰¹ Privatni sektor čini otprilike 12% ukupnih troškova zdravstva, pri čemu se najviše sredstava izdvaja za farmaceutske proizvode, dentalnu skrb i ambulantne tretmane.¹⁰² Napredak privatnog zdravstvenog sektora potiče rastuću potražnju, kao i preuzimanje privatnih poliklinika od strane velikih regionalnih investitora.

Graf 10. Kretanje broja privatnih zdravstvenih institucija u RH



Izvor: Obrada autora prema podacima FINA-e (2024)

Prema grafu 10, RH bilježi snažni rast broja privatnih zdravstvenih institucija te se taj broj gotovo pa udvostručio u zadnjih 10 godina, što sugerira kako postoji rastuća potražnja od

⁹⁹Bain & Company (2024), Global Healthcare Private Equity Report [e-publikacija], preuzeto sa <https://www.bain.com/insights/topics/global-healthcare-private-equity-report/>

¹⁰⁰Specijalna bolnica Agram (b.d.), O nama, preuzeto sa <https://www.agram-bolnica.hr/>

¹⁰¹International Trade Administration (b.d.), Croatia Healthcare Private Sector Opportunities, preuzeto sa <https://www.trade.gov/market-intelligence/croatia-healthcare-private-sector-opportunities>

¹⁰²Ibid.

stanovništva za privatnim zdravstvenim institucijama i uslugama što može biti posljedica starenja stanovništva u cjelini te sve veće osviještenosti pojedinca o važnosti zdravog života.

Tablica 2. Komparativna analiza izabranih privatnih zdravstvenih ustanova u Hrvatskoj

Svi iznosi u 000 €

Poliklinika	Ukupni poslovni prihodi (2022.g.)	CAGR (2018.-2022.)	EBITDA (2022.)	EBITDA marža (2022.)	Koeficijent zaduženosti (2022.)
Agram	16.840	8,7%	705	4,2%	0,83
Arithera	4.367	6,9%	31	0,7%	1,62
Aviva	5.900	5,6%	(4)	(0,1%)	0,81
Croatia	10.580	27,9%	(566)	(5,3%)	0,80
Medico	8.017	4,5%	549	6,8%	0,40
Medikol	19.031	8,7%	4.293	22,6%	0,25
Sv. Katarina	11.113	22,6%	1.309	11,8%	0,68
Prosjek	10.835	12,1%	902	5,8%	0,77
Medijan	10.580	8,7%	549	4,2%	0,80

Izvor: Obrada autora prema podacima FINA-e (2024)

Prema komparativnoj analizi (tablica 2) Specijalne bolnice Agram i drugih većih pružatelja širokog spektra privatnih medicinskih usluga, Specijalna bolnica Agram se u kategoriji ostvarenih poslovnih prihoda i složene godišnje stope rasta (eng. compound annual growth rate – CAGR) nalazi iznad medijalnih vrijednosti što je pokazatelj dobrog poslovanja poduzeća u segmentu sposobnosti generiranja prihoda. CAGR poduzeća za zadnjih 5 godina (2018.-2022.) iznosi 8,7%.

EBITDA marža odabranog poduzeća se nalazi ispod medijalne vrijednosti što može značiti kako postoje mogućnosti za poboljšanje učinkovitosti poslovanja kroz racionalizaciju troškova poslovanja. Koeficijent zaduženosti bi se u pravilu trebao kretati oko 0,5 te je on pokazatelj kako poduzeće financira svoje poslovanje, da li ga financira pretežito zaduživanjem ili vlastitim sredstvima. Koeficijent zaduženosti odabranog poduzeća iznosi 0,8 tj. u strukturi pasive 80% čine obaveze, dok preostalih 20% čine kapital i rezerve poduzeća. S obzirom da se poduzeće promatra u kontekstu provođenja LBO preuzimanja, postojeća kapitalna struktura nije bitna jer se postojeći dug poduzeća refinancira. Međutim, s obzirom na postojeću visoku zaduženost poduzeća, može se naslutiti kako postojeći menadžment ima iskustva u vođenju poduzeća koje je opterećeno obvezama, što se može na kraju pokazati presudnim faktorom za uspješnost LBO preuzimanja.

Tablica 3. Račun dobiti i gubitka Specijalne bolnice Agram od 2020. do 2022. godine

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2020.	2021.	2022.
Prihodi od prodaje	13.110	15.561	16.003
Ostali poslovni prihodi	500	119	837
Ukupni poslovni prihodi	13.610	15.680	16.841
% godišnji rast	11,8%	15,2%	7,4%
Materijalni troškovi	(1.431)	(1.895)	(1.924)
% od uk.posl.prihoda	10,5%	12,1%	11,4%
Bruto operativna marža	12.179	13.785	14.916
% bruto operativna marža	89,5%	87,9%	88,6%
Troškovi vanjskih usluga	(5.974)	(6.159)	(6.035)
% od uk.posl.prihoda	43,9%	39,3%	35,8%
Trošak osoblja	(5.328)	(6.197)	(7.239)
% od uk.posl.prihoda	39,1%	39,5%	43,0%
Ostali troškovi	(707)	(892)	(938)
% od uk.posl.prihoda	5,2%	5,7%	5,6%
EBITDA	169	537	706
% EBITDA marža	1,2%	3,4%	4,2%
Amortizacija	(352)	(370)	(597)
% od uk.posl.prihoda	2,6%	2,4%	3,5%
EBIT	(183)	167	108
% EBIT marža	(1,3%)	1,1%	0,6%
Financijski prihodi	296	8	6
Financijski rashodi	(88)	(66)	(65)
EBT	25	108	50
% EBT marža	0,2%	0,7%	0,3%
Porez na dobit	-	-	-
Neto dobit	25	108	50
% Neto marža	0,2%	0,7%	0,3%

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

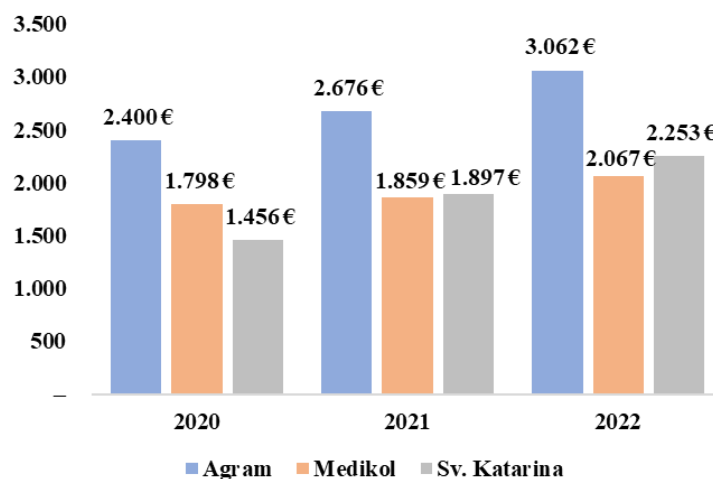
Izvor: Obrada autora prema podacima FINA-e (2024)

Tablica 3 daje pregled strukture računa dobiti i gubitka ciljanog poduzeća. Specijalna bolnica Agram ostvaruje rast prihoda, međutim vidljivo je kako se rast prihoda od prodaje naglo usporio u 2022. godini kada je ostvaren rast od svega 2,8%, što se može smatrati lošijim rezultatom posebno u kontekstu visokih stopa inflacije kroz 2022. godinu. Materijalni troškovi ciljanog poduzeća čine 11,4% ukupnih poslovnih prihoda u 2022. godini te tu nisu zabilježene velike fluktuacije u promatranom razdoblju. Poduzeće je ostvarivalo visoke stope bruto

operativne marže (eng. gross profit margin) kroz promatrano razdoblje te je u 2022. godini zabilježilo bruto operativnu maržu od 88%. Troškovi vanjskih usluga gdje spadaju npr. marketinški troškovi, troškovi računovodstvenih usluga, troškovi odvjetničkih usluga, bankovne naknade itd., su u 2022. godini činili 35,8% ukupnih poslovnih prihoda ciljanog poduzeća. Prisutan je snažan pad udjela troškova vanjskih usluga u ukupnim poslovnim prihodima poduzeća. U 2020. godini udio troškova vanjskih usluga je činio visokih 43,9% ukupnih poslovnih prihoda. Troškovi osoblja imaju najveći udio u ukupnim poslovnim prihodima 2022. godine te su oni činili čak 43% ukupnih poslovnih prihoda pri čemu je zabilježen rast udjela troškova osoblja u ukupnim poslovnim prihodima jer su isti u 2020. godini činili 39,1% ukupnih poslovnih prihoda. Najveći konkurenti (Poliklinika Medikol i Specijalna bolnica Sv. Katarina) imaju znatno niže izdatke za troškove osoblja.

Specijalna bolnica Agram ima 197 zaposlenih, Poliklinika Medikol ima 194 zaposlena, a Specijalna bolnica Sv. Katarina je prijavila 112 zaposlenih za 2022. godinu. Specijalna bolnica Agram i Poliklinika Medikol imaju gotovo isti broj zaposlenih, a pritom Specijalna bolnica Agram ima gotovo dvostruko veće izdatke za troškove osoblja.¹⁰³

Graf 11. Prosječan trošak plaća po zaposleniku u izabranim privatnim zdravstvenim ustanovama od 2020. do 2022. godine



Izvor: Obrada autora prema podacima FINA-e (2024)

Specijalna bolnica Agram, prema grafu 12, ima najveći prosječni trošak plaća po zaposleniku. Treba uzeti u obzir kako je izračun aproksimativan s obzirom da je prosječni trošak plaće dobiven na način da su se ukupni troškovi osoblja podijelili s prosječnim brojem zaposlenih

¹⁰³ Fina (2024), preuzeto sa <https://infobiz.fina.hr/landing>

tokom godine. Specijalna bolnica Agram ostvaruje najniže vrijednosti EBITDA marži u odnosu na odabrane konkurente te postoje mogućnosti poboljšanja marži, prije svega kroz racionalizaciju i optimizaciju troškovne strukture ciljanog poduzeća.

Tablica 4. Bilanca stanja Specijalne bolnice Agram od 2020. do 2022. godine

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2020	2021	2022
Novac u banci i blagajni	76	168	105
Potraživanja od kupaca	526	660	692
Ostala potraživanja	253	454	398
Kratkotrajna imovina	855	1.282	1.196
<i>% od uk. imovine</i>	<i>31,1%</i>	<i>35,3%</i>	<i>24,9%</i>
Nematerijalna imovina	24	5	5
Materijalna imovina	1.417	1.795	2.400
Dugotrajna imovina	1.441	1.801	2.406
<i>% od uk. imovine</i>	<i>52,4%</i>	<i>49,6%</i>	<i>50,0%</i>
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja	453	548	1.210
<i>% od uk. imovine</i>	<i>16,5%</i>	<i>15,1%</i>	<i>25,2%</i>
Ukupna aktiva	2.750	3.630	4.812
Obveze prema dobavljačima	469	1.115	1.177
Kratkoročni krediti	1.027	1.024	2.027
Ostale kratkoročne obveze	559	688	757
Kratkoročne obveze	2.055	2.828	3.960
<i>% od uk. imovine</i>	<i>74,7%</i>	<i>77,9%</i>	<i>82,3%</i>
Dugoročni krediti	-	-	-
Dugoročne obveze	-	-	-
<i>% od uk. imovine</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Ukupne obveze	2.055	2.828	3.960
<i>% od uk. imovine</i>	<i>74,7%</i>	<i>77,9%</i>	<i>82,3%</i>
Temeljni kapital	265	265	265
Zadržana dobit	404	429	537
Dobit tekuće godine	25	108	50
Kapital i rezerve	694	803	852
<i>% od uk. imovine</i>	<i>25,3%</i>	<i>22,1%</i>	<i>17,7%</i>
Ukupna pasiva	2.750	3.630	4.812

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Obrada autora prema podacima FINA-e (2024)

Najveći udio u aktivima u 2022. ima materijalna imovina koja iznosi 49,9% ukupne aktive (tablica 4). Unutar stavke najveći udio odnosi se na alate i pogonsku opremu, dakle na svu medicinsku opremu koja se koristi u poliklinikama. U bilancama se ne vode zemljišta i nekretnine što znači kako se Specijalna bolnica Agram nalazi u najmu na svojim lokacijama diljem RH. Na strani pasive udio kapitala u pasivi pao je s 25,3% u 2020. na 17,7% u 2022. unatoč tome što se cijela dobit poslovne godine prebacivala u zadržanu dobit poduzeća. Ukupan dug u 2022., kao zbroj obveza prema bankama i operativnih obveza, iznosi 82,3% ukupne pasive. Neto dug poduzeća na 31.12.2022. iskazan kao zbroj svih financijskih obveza poduzeća umanjenih za novac i novčane ekvivalente iznosi 1.921 tisuće €.

Financiranje teoretskog LBO preuzimanja Specijalne bolnice Agram sastojat će se od pet izvora financiranja:

- a) revolving kredit,
- b) *senior* dug A,
- c) *senior* dug B,
- d) podređeni dug te
- e) vlastiti kapital.

Tablica 5. Pretpostavke financiranja

Svi iznosi u 000 €

Naziv	Limit	Naknada za obradu zahtjeva	Naknada za postojanje limita	Varijabilna kamatna stopa	Fiksna kamatna stopa
Revolving kredit	1000	0,5%	0,5%	B+300bps	N/A
<i>Senior</i> dug A	N/A	0,5%	N/A	B+500bps	N/A
<i>Senior</i> dug B	N/A	0,5%	N/A	B+700bps	N/A
Podređeni dug	N/A	0,5%	N/A	N/A	15%

Izvor: Autor

Limit za obnovljivu kreditnu liniju je određen prema podacima dostupnim na stranicama FINA-e te je pretpostavljeno kako će on iznositi 1 mil. € (tablica 5). Naknada za obradu zahtjeva predstavlja najčešću naknadu koja se zaračunava prema podacima dostupnim na stranicama komercijalnih banaka u RH. Pretpostavljeno je da su kamatne stope na kredite varijabilne te će biti vezane za kretanje 6-mjesečnog EURIBOR-a. Fiksni dio kamatne stope je određen prema subjektivnim procjenama autora. Fiksna kamatna stopa na podređeno financiranje ovisi o kreditnoj sposobnosti dužnika te međusobnom dogovoru između vjerovnika i dužnika, međutim kako se te kamatne stope uobičajeno kreću od 12% pa do 20%, uzeta je stopa od 15% kao aproksimacija autora. U podređenom financiranju kamata će se

podijeliti na kamate u gotovini i na PIK kamate kao jedan od često korištenih instrumenata u okviru podređenog financiranja.

Tablica 6. Pojediniosti uvjeta financiranja

Naziv	PIK stopa	Prijevremena otplata	Rok otplate
Revolving kredit	N/A	N/A	N/A
Senior dug A	N/A	100%	5 godina
Senior dug B	N/A	100%	10 godina
Podređeni dug	60%	N/A	N/A

Izvor: Autor

Kod podređenog financiranja 60% kamata će se odnositi na PIK kamate koje se prenose u budućnost i povećavaju glavnici (tablica 6). Prijevremena otplata znači da će se 100% viškova novčanih tokova (ako ih bude) koristiti za prijevremenu otplatu obveza kako bi se povećala vrijednost vlasničkog kapitala kroz smanjenje neto duga. Nadalje, pretpostavlja se kretanje pokazatelja kreditne sposobnosti poduzeća korištenjem omjera ukupnog financijskog duga/EBITDA i omjera pokrića duga. Pretpostavlja se kako poduzeće treba ostvariti omjer ukupnog duga/EBITDA 3,0 x u trećoj godini projekcijskog razdoblja. Također, omjer pokrića duga bi trebao u trećoj godini biti iznad 1,50 x (tablica 7).

Tablica 7. Ciljani pokazatelji kreditne sposobnosti

Pokazatelji kreditne sposobnosti	
Ciljana godina	3. godina
Max. ukupni dug/EBITDA	3,0x
Godišnje smanjenje omjera	0,5x
Min. omjer pokrića duga	1,5x
Godišnje povećanje omjera	0,1x

Izvor: Autor

4.2 Projekcije poslovanja odabranog poduzeća nakon otkupa uz korištenje financijske poluge

Projekcije poslovanja će se raditi za razdoblje od pet godina u budućnost te se pretpostavlja izlaz u petoj godini iz investicije putem prodaje preuzetog poduzeća. Projekcije prihoda od prodaje su napravljene temeljem CAGR-a koji je u razdoblju od 2020. do 2022. godine iznosio 6,87%. Pretpostavljene su nešto manje stope rasta prihoda od prodaje u odnosu na CAGR za promatrano razdoblje iz razloga što je prisutno usporavanje rasta prihoda. S obzirom da autor nema pristup bruto bilancama odabranog poduzeća te samim time strukturi troškova unutar pojedinih stavki, troškovi će se projicirati kao udjeli u ukupnim poslovnim prihodima. Međutim, troškovi osoblja bit će posebno projicirani temeljem kretanja prosječnog troška po

zaposlenom u Specijalnoj bolnici Agram procijenjenog na temelju kretanja prosječnog broja zaposlenika i ukupnog troška osoblja koje uključuje neto plaće, troškove poreza, doprinosa iz plaća te doprinose na plaće. Kao jedna od čestih mjera restrukturiranja i povećanja učinkovitosti, u projiciranom razdoblju se pretpostavlja smanjenje broja zaposlenih.

Specijalna bolnica Agram ima puno veće troškove plaća po zaposlenome u odnosu na glavne konkurente (Poliklinika Medikol i Specijalna bolnica Sv. Katarina).¹⁰⁴ Pretpostavlja se kako će trošak plaća po zaposlenom nastaviti rasti po stopi od 8,5% godišnje, tj. po složenoj godišnjoj stopi rasta troška plaća po zaposlenom u razdoblju od 2020. do 2022. godine. Za troškove usluga pretpostavljeno je kako će se njihov rast dalje usporavati, tj. pretpostavlja se daljnje smanjenje njihovog udjela u ukupnim poslovnim prihodima pri čemu su uzete konzervativnije pretpostavke smanjenja od onog koje je ostvareno u promatranom razdoblju. Kapitalna ulaganja kao dio ukupnih poslovnih prihoda su projicirana prema povijesnim kapitalnim izdacima poduzeća u razdoblju od 2020. do 2022. godine. Pretpostavljeno je kako će oni u prvoj godini projiciranog razdoblja iznositi 4,0% od ukupnih poslovnih prihoda te će se postupno smanjivati do 3,0% u trećoj godini projiciranog razdoblja te će ostati na toj razini do kraja projiciranog razdoblja (tablica 8).

Tablica 8. Pretpostavke budućeg poslovanja

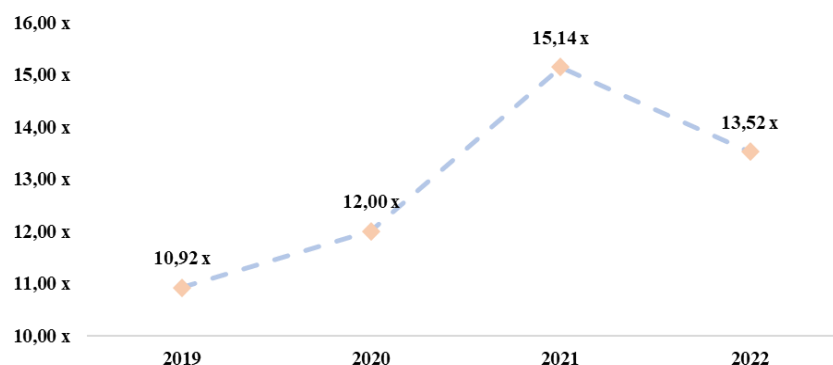
<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Rast prihoda od prodaje	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%
<i>Najbolji scenarij</i>	7,2%	6,6%	6,1%	5,0%	5,0%
<i>Srednji scenarij</i>	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%
<i>Najlošiji scenarij</i>	5,9%	5,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Smanjenje udjela troškova usluga	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%
<i>Najbolji scenarij</i>	3,3%	3,3%	3,3%	2,5%	2,5%
<i>Srednji scenarij</i>	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%
<i>Najlošiji scenarij</i>	2,7%	2,7%	2,7%	2,5%	2,5%
Kapitalna ulaganja	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Broj zaposlenih	190	185	180	175	170
Stopa rasta plaća	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%

Izvor: Autor

Vrijednost poduzeća zbog jednostavnosti će biti procijenjena na temelju prosječnog EV/EBITDA multiplikatora korištenog u preuzimanjima sličnih poduzeća (graf 13).

¹⁰⁴ Fina (2024), op.cit.

Graf 12. Kretanje prosječnog EV/EBITDA multiplikatora pri preuzimanju privatnih poliklinika u svijetu



Izvor: Obrada autora prema podacima Statista-e

Vrijednost Specijalne bolnice Agram će biti procijenjena na temelju ostvarene EBITDA-e 2022. godine te prosječnog multiplikatora u 2022. korištenog pri preuzimanjima zdravstvenih ustanova tj. poliklinika (tablica 9). Pretpostavljeno je da će multiplikator pri izlazu iz investicije biti jednak kao pri ulazu.

Tablica 9. Vrijednost transakcije

Svi iznosi u 000 €

Vrijednost poduzeća (EV)	
Ulaz EV/EBITDA	13,5x
2022 EBITDA	706
Vrijednost poduzeća	9.525
Vrijednost vlasničkog kapitala	
Vrijednost poduzeća	9.525
Kratkoročne financijske obveze	(2.027)
Dugoročne financijske obveze	-
Novac i novčani ekvivalenti	105
Vrijednost vlasničkog kapitala (ponude)	7.604

Izvor: Autor

Za potrebe utvrđivanja ukupnog iznosa potrebnih sredstava, potrebno je obračunati naknade koje se primarno odnose na naknade obrade kreditnog zahtjeva, ali mogu biti i ostale naknade poput naknada savjetodavnih usluga itd. Ostale naknade će biti procijenjene na iznos od 500 tis. €, dok će se naknade za obradu kreditnog zahtjeva izračunati tako da se naknada za obradu zahtjeva izražena u postotnom iznosu pomnoži s ukupnim traženim iznosom kredita (prikazano u tablici 5). Prema tome, ukupni iznos naknada je 526 tis. €. S obzirom da se radi o LBO transakciji, trebaju se utvrditi izvori sredstava te namjena korištenja istih (tablica 10).

Pretpostavlja se kako će preuzimatelj u potpunosti refinancirati postojeći dug Specijalne bolnice Agram. Prema aproksimaciji autora, utvrđeno je da minimalni iznos likvidnosti tj. iznosa novca na računu je 100 tis. € te će ostatak novca koji se nalazi na računu Specijalne bolnice Agram biti korišten u svrhu financiranja preuzimanja. Nominalni iznosi zaduživanja će biti izračunati prema njihovom odnosu s EBITDA-om poduzeća u 2022. Pretpostavljeno je kako će *senior* dug A iznositi 2,0x EBITDA-e, *senior* dug B 1,50x EBITDA-e, podređeni dug 2,50x EBITDA-e te revolving kreditna linija 0,5x EBITDA-e. Također, pretpostavlja se kako će udio postojećeg menadžmenta iznositi 3,0% od iznosa ponude preuzimatelja. Ostatak iznosa transakcije će se financirati vlastitim kapitalom preuzimatelja i preostalim novcem poduzeća nakon što se oduzme utvrđeni minimalni iznos od 100 tis. €.

Tablica 10. Izvori i uporaba sredstava

Svi iznosi u 000 €

Izvori sredstava	Multiplikator	Iznos	Uporaba sredstava	Iznos
Novac	0,01x	5	Ponuda	7.604
Revolving kredit	0,50x	353	Refinanciranje obveza	2.027
<i>Senior</i> dug A	2,00x	1.411	Naknade	526
<i>Senior</i> dug B	1,50x	1.058	Ukupna uporaba sredstava	10.157
Podređeni dug	2,50x	1.764		
Udio postojećeg menadžmenta	0,32x	228		
Vlastiti kapital	7,56x	5.337		
Ukupni izvori sredstava	14,40x	10.157		

Izvor: Autor

Pretpostavljeno je kako će se transakcija zatvoriti s 01.01.2023. godine. Zbog jednostavnosti i nedostupnosti podataka, pretpostavljeno je kako je knjigovodstvena vrijednost imovine jednaka njenoj fer vrijednosti te nema vrijednosnih usklađivanja. Uz to, poduzeće nema *goodwill*-a iz prijašnjih razdoblja te nema potrebe za otpisom istog. Stavka *goodwill* predstavlja plaćen iznos iznad neto vrijednosti imovine poduzeća. S obzirom da je pretpostavljeno kako nema vrijednosnih usklađenja, *goodwill* će se računati tako da se vrijednost ponude, tj. vlasničkog kapitala poduzeća umanjuje za neto knjigovodstvenu vrijednost poduzeća (tablica 11).

Tablica 11. Izračun *goodwill*-a

Svi iznosi u 000 €

Vrijednost vlasničkog kapitala	7.604
Neto knjigovodstvena vrijednost	(852)
<i>Goodwill</i>	6.751

Izvor: Autor

Pri izradi bilance stanja treba uzeti u obzir kretanja tj. stavki uporabe i izvora sredstava (prikazane u tablici 10). Novac u banci se smanjuje za 5 tis. € jer je utvrđen min. iznos novca na računu u iznosu od 100 tis. €. Ranije utvrđeni iznos *goodwill*-a se dodaje u nematerijalnoj imovini, te se također smanjuje iznos kapitala i rezervi u punom iznosu iz 2022. godine. Na poziciju temeljnog kapitala poduzeća knjiži se zbroj vlastitog kapitala preuzimatelja te udjela postojećeg menadžmenta. Revolving kreditna linija se knjiži u kratkoročne financijske obveze, dok se ostali oblici kreditiranja smatraju dugoročnim izvorima financiranja te se stoga knjiže na poziciji dugoročnih obveza. Kada se završna stanja 2022. godine usklade s navedenim promjenama, zbroj početnih stanja i promjena daje prikaz bilance stanja nakon LBO preuzimanja (tablica 12).

Tablica 12. Pro forma bilanca na dan 01.01.2023

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2022.	Transakcija	Refinanciranje	Završno
Novac u banci i blagajni	105	(5)		100
Potraživanja od kupaca	692			692
Ostala potraživanja	398			398
Kratkotrajna imovina	1.196			1.191
Nematerijalna imovina	5	6751		6.756
Materijalna imovina	2.400			2.400
Dugotrajna imovina	2.406			9.157
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja	1.210			1.210
Ukupna aktiva	4.812			11.558
Obveze prema dobavljačima	1.177			1.177
Kratkoročni krediti	2.027	353	(2.027)	353
Ostale kratkoročne obveze	757			757
Kratkoročne obveze	3.960			2.286
Dugoročni krediti	-	4.233		4.233
Dugoročne obveze	-			4.233
Ukupne obveze	3.960			6.519
Temeljni kapital	265	(265)	5.565	5.565
Zadržana dobit	537	(537)	(526)	(526)
Dobit tekuće godine	50	(50)		-
Kapital i rezerve	852			5.039
Ukupna pasiva	4.812			11.558

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

Za projekcije budućih razdoblja koristit će se ranije navedene stope rasta prihoda (tablica 8). Ostali poslovni prihodi projicirani su kao prosječna vrijednost udjela u prihodima od prodaje u promatranom razdoblju od 2020. do 2022. godine te iznose 3,3% kroz cijelo projicirano razdoblje. Ostale kategorije troškova će se procijenjivati na temelju povijesnih kretanja od

2020. do 2022. godine. Za materijalne troškove uzet je prosječni udio u ukupnim poslovnim prihodima kroz promatrano razdoblje te je pretpostavljeno kako će u projiciranom razdoblju materijalni troškovi činiti 11,3% ukupnih poslovnih prihoda. Troškovi vanjskih usluga imaju tendenciju smanjenja te pokazuju nastojanje poduzeća da racionalizira svoje izdatke za vanjske usluge. U projiciranom razdoblju pretpostavljen je nastavak trenda smanjenja prema pretpostavkama iz tablice 8. Troškovi osoblja će se zasebno projicirati s obzirom da se pretpostavlja nastavak rasta troška plaća po zaposlenom popraćen smanjenjem broja zaposlenika (tablica 13).

Tablica 13. Trošak osoblja

Svi iznosi u 000 €

	2022.	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Broj zaposlenih		190	185	180	175	170
Rast plaća		8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Mjesečni trošak plaća po zaposlenom	3,06	3,32	3,61	3,91	4,24	4,60
Godišnji trošak plaća po zaposlenom		39,87	43,26	46,93	50,92	55,25
Trošak osoblja		7.575	8.002	8.448	8.911	9.393

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

Ostali poslovni rashodi projicirani su kao prosječna vrijednost promatranog razdoblja od 2020. do 2022. te će oni kroz cijelo projicirano razdoblje činiti 5,5% ukupnih poslovnih prihoda. Uz ove pretpostavke, nastavlja se trend rasta EBITDA marže koja je u 2020. godini iznosila 1,2%, a u 2022 godini 4,2%. Na kraju projiciranog razdoblja EBITDA marža će iznositi 8,8%. Pretpostavljena vrijednost amortizacije u projiciranom razdoblju jednaka je udjelu amortizacije u ukupnim poslovnim prihodima iz 2022. godine, tj. 3,5% ukupnih poslovnih prihoda. Financijske prihode u promatranom razdoblju u velikoj mjeri su činili prihodi od pozitivnih tečajnih razlika te prihodi od kamata. U projiciranom razdoblju pretpostavlja se da nema prihoda od pozitivnih tečajnih razlika te postoje samo prihodi od kamata na depozite. Visina kamatnih stopa na prekonocne depozite poduzeća u RH iznosi 0,1% te je pretpostavljeno kako se kamatna stopa na depozite neće mijenjati.¹⁰⁵ Financijski rashodi se sastoje od redovnih tj. gotovinskih kamata te PIK kamata. Pretpostavljeno je kako su kamatne stope svih ugovorenih

¹⁰⁵European Central Bank (b.d.), Bank interest rates - overnight deposits from corporations – Croatia, preuzeto sa <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/MIR/MIR.M.HR.B.L21.A.R.A.2240.EUR.N>

zaduživanja, osim podređenog duga koji nosi fiksnu kamatnu stopu od 15%, vezane uz kretanje 6-mjesečnog EURIBOR-a (tablica 14).

Tablica 14. Kretanje EURIBOR-a

EURIBOR		2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Najbolji scenarij	(bps)	245	315	215	175	125
Srednji scenarij	(bps)	270	340	240	200	150
Najlošiji scenarij	(bps)	295	365	265	225	175

Izvor: Obrada autora prema The Economy Forecast Agency

U tablici 15 prikazana je kalkulacija otplate i korištenja revolving kreditne linije s pretpostavkama iz srednjeg scenarija.

Tablica 15. Revolving kreditna linija

Svi iznosi u 000 €		Nakon LBO-a	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Raspoloživ novac							
Početno stanje novca u banci			100	100	100	100	100
Novac iz operativnih aktivnosti			624	921	1.192	1.362	1.614
Novac iz investicijskih aktivnosti			(704)	(653)	(590)	(620)	(651)
Promjene u dugoročnim obvezama			(312)	(336)	(363)	(391)	(422)
Dividende	Min. iznos		-	-	-	-	-
Minimalni iznos novca na računu	100		(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Raspoloživ novac			(391)	(68)	239	351	541
Revolving kreditna linija							
Početno stanje			353	744	812	573	222
Povučeno/(plaćeno)			391	68	(239)	(351)	(222)
Završno stanje		353	744	812	573	222	-
Fiksni dio kamatne stope			3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Kamatna stopa			5,70%	6,40%	5,40%	5,00%	4,50%
Trošak kamata			31	50	37	20	5
Revolving kreditna linija, raspoloživ saldo							
Početno stanje			647	256	188	427	778
(Povučeno)/plaćeno	Max.		(391)	(68)	239	351	222
Završno stanje	1.000	647	256	188	427	778	1.000
Stopa naknade za pripravnost			0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Naknada			5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Novac za prijevremene otplate			-	-	-	-	320

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

U skladu s pretpostavkama srednjeg scenarija, dolazi se do zaključka da poduzeće nije u mogućnosti generirati dodatne novčane tokove koji bi poslužili za prijevremenu otplatu *senior* duga A i *senior* duga B sve do zadnje godine projiciranog razdoblja kada je poduzeću na raspolaganju 320 tis. € za prijevremene otplate dugova. Trošak kamata izračunat je uzimajući u obzir prosječnu vrijednost salda duga tijekom promatrane godine koja je pomnožena s kamatnom stopom. Nadalje, naknada za pripravnost ili prisutnost mogućnosti korištenja revolving kreditne linije unaprijed je definirana u pretpostavkama o financiranju. Njena vrijednost izračunava se multipliciranjem maksimalnog dostupnog iznosa sa stopom naknade, što rezultira konstantnim troškom tijekom cijelog projiciranog razdoblja (tablica 16).

Tablica 16. Plan otplate dugoročnih obveza

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	Nakon LBO-a	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Senior dug A						
Početno stanje		1.411	1.168	906	625	324
Otplata glavnice		(243)	(261)	(281)	(302)	(324)
Prijevremene otplate		-	-	-	-	-
Završno stanje	1.411	1.168	906	625	324	-
Fiksni dio kamatne stope		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Kamatna stopa		7,7%	8,4%	7,4%	7,0%	6,5%
Trošak kamata		104	86	67	48	11
Senior dug B						
Početno stanje		1.058	990	915	833	744
Otplata glavnice		(68)	(75)	(82)	(89)	(98)
Prijevremene otplate		-	-	-	-	(320)
Završno stanje	1.058	990	915	833	744	327
Fiksni dio kamatne stope		7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Kamatna stopa		9,7%	10,4%	9,4%	9,0%	8,5%
Trošak kamata		99	93	86	78	45
Podređeni dug B						
Početno stanje		1.764	1.930	2.112	2.311	2.529
Otplata glavnice		-	-	-	-	-
PIK kamate		166	182	199	218	238
Završno stanje	1.764	1.930	2.112	2.311	2.529	2.767
Kamatna stopa		15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Novčani postotak		40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
PIK postotak		60,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
Novčane kamate		111	121	133	145	159
PIK kamate		166	182	199	218	238
Trošak kamata		277	303	332	363	397

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

Ukupni financijski prihodi iznose 0,1 tis. €. S obzirom na njihov neznatan učinak na rezultate poslovanja poduzeća, pretpostavljeno je kako su oni konstantni kroz cijelo projicirano razdoblje. Financijski rashodi se izražavaju kao zbroj troškova kamata te je tu uračunat i trošak naknade za pripravnost revolving kreditne linije. EBT u prvoj godini projekcijskog razdoblja je negativan te iznosi -195 tis. €. U zadnjoj godini projekcijskog razdoblja EBT iznosi 677 tis. € s EBT maržom od 3,1%.

Tablica 17. Porez na dobit

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2022.	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBT		(195)	26	261	443	677
Porez na dobit	18%					
Korekcija za porezne gubitke						
EBT		-	26	261	443	677
Korištenje poreznih gubitaka		-	(26)	(169)	-	-
Oporeziva dobit		-	-	92	443	677
Porezni gubitci						
Početno stanje		-	195	169	-	-
Novi gubitci		195	-	(169)	-	-
Korištenje poreznih gubitaka		-	(26)	-	-	-
Završno stanje		-	195	169	-	-
Porezi						
Sadašnja porezna obveza		-	-	16	80	122
Odgodena porezna obveza		-	5	30	-	-
Ukupni porezi		-	5	47	80	122

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

U projiciranom razdoblju preuzeto poduzeće u prvoj godini ostvaruje negativnu bruto dobit tj. EBT te stoga nema porezna davanja (tablica 17). Daljnje četiri godine projiciranog razdoblja poduzeće ima obvezu plaćanja poreza na dobit s obzirom da posluje s dobiti, međutim zbog prijašnjih gubitaka može umanjiti svoju poreznu obvezu tj. dio porezne obveze prebaciti u budućnost. Odgođena porezna obveza će se voditi u pasivi poduzeća dok ona ne bude podmirena. Također je bitno raščlaniti poreznu obvezu na sadašnju i odgođenu zbog njenog utjecaja na novčani tok poduzeća s obzirom da je odgođena porezna obveza, kao i amortizacija te u ovom slučaju PIK kamate, negotovinski trošak (eng. non-cash expense) te se dodaje na neto dobit u sklopu novčanog toka iz poslovnih aktivnosti.

Tablica 18. Projekcije kretanja računa dobiti i gubitka

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Prihodi od prodaje	17.043	18.066	19.060	20.013	21.013
% godišnji rast	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%
Ostali poslovni prihodi	557	591	623	654	687
% od prihoda od prodaje	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Ukupni poslovni prihodi	17.601	18.657	19.683	20.667	21.700
% godišnji rast	4,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%
Materijalni troškovi	(1.996)	(2.116)	(2.232)	(2.344)	(2.461)
% od uk.posl.prihoda	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Bruto operativna marža	15.604	16.541	17.450	18.323	19.239
% bruto operativna marža	88,7%	88,7%	88,7%	88,7%	88,7%
Troškovi vanjskih usluga	(6.118)	(6.290)	(6.437)	(6.590)	(6.747)
% od uk.posl.prihoda	34,8%	33,7%	32,7%	31,9%	31,1%
Trošak osoblja	(7.575)	(8.002)	(8.448)	(8.911)	(9.393)
% od uk.posl.prihoda	43,0%	42,9%	42,9%	43,1%	43,3%
Ostali troškovi	(965)	(1.023)	(1.080)	(1.134)	(1.190)
% od uk.posl.prihoda	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
EBITDA	946	1.225	1.486	1.688	1.910
% EBITDA marža	5,3%	6,6%	7,6%	8,2%	8,8%
Amortizacija	(624)	(662)	(698)	(733)	(769)
% od uk.posl.prihoda	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
EBIT	322	563	788	955	1.140
% EBIT marža	1,8%	3,0%	4,0%	4,6%	5,3%
Financijski prihodi	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Financijski rashodi	(517)	(537)	(527)	(512)	(463)
<i>Redovne kamate</i>	<i>(351)</i>	<i>(356)</i>	<i>(328)</i>	<i>(295)</i>	<i>(225)</i>
<i>PIK kamate</i>	<i>(166)</i>	<i>(182)</i>	<i>(199)</i>	<i>(218)</i>	<i>(238)</i>
EBT	(195)	26	261	443	677
% EBT marža	-1,1%	0,1%	1,3%	2,1%	3,1%
Porez na dobit	-	-	(47)	(80)	(122)
<i>Sadašnja porezna obveza</i>	-	-	<i>(16)</i>	<i>(80)</i>	<i>(122)</i>
<i>Odgođena porezna obveza</i>	-	<i>(5)</i>	<i>(30)</i>	-	-
Neto dobit	(195)	21	214	363	555
% Neto marža	-1,1%	0,1%	1,1%	1,8%	2,6%

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

CAGR ukupnih poslovnih prihoda u projiciranom razdoblju prema srednjem scenariju iznosi 4,27%, što je ostvariv rast ako se uzme u obzir da je poduzeće u razdoblju od 2020. do 2022.

ostvarilo CAGR od 6,87% (tablica 18). Bilježi se rast EBITDA marže kroz cijelo projicirano razdoblje. Također, udio troškova vanjskih usluga je u promatranom razdoblju bilježio puno brži pad u odnosu na projicirano razdoblje te je također moguće ostvariti dodatne uštede smanjenjem troškova vanjskih usluga pogotovo ako se struktura troškova usporedi s dva najveća konkurenta (Poliklinika Medikol i Specijalna bolnica Sv. Katarina). Kod oba konkurenta troškovi vanjskih usluga ne prelaze 30% ukupnih poslovnih prihoda, što otvara dodatne mogućnosti za racionalizaciju troškova.¹⁰⁶ Međutim, s obzirom na nedostupnost podataka o tome koji konkretno troškovi su svrstani u tu grupu, pretpostavka kako će ti troškovi na kraju razdoblja činiti nešto malo manje od 1/3 ukupnih poslovnih prihoda se čini objektivnom i ostvarivom. Prema srednjem scenariju poduzeće u prvoj godini posluje s gubitkom te u zadnjoj godini projekcijskog razdoblja bilježi neto dobit u iznosu od 555 tis. €. Račun dobiti i gubitka je kompletiran za projicirano razdoblje te se može analizirati zadovoljava li poduzeće pretpostavljene uvjete financiranja tj. je li poduzeće kreditno sposobno prema ranije navedenim omjerima zaduženosti (tablica 19).

Tablica 19. Pokazatelji kreditne sposobnosti

<i>Svi iznosi u 000 €</i>		2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Iznos dug/EBITDA						
Smanjenje omjera		-	0,50x	0,50x	-	-
Omjer		4,00x	3,50x	3,00x	3,00x	3,00x
Ukupni dug/EBITDA		5,11x	3,87x	2,92x	2,26x	1,62x
EBITDA zaštita	<i>(nominalno)</i>	(262)	(131)	38	415	878
EBIDTA zaštita	<i>(relativno)</i>	(28%)	(11%)	3%	25%	46%
Omjer pokrića duga						
Povećanje omjera		-	0,10x	0,10x	-	-
Omjer		1,30x	1,40x	1,50x	1,00x	1,00x
Omjer pokrića duga		1,14x	1,38x	1,58x	1,73x	2,16x
EBITDA zaštita	<i>(nominalno)</i>	(131)	(15)	71	211	582
EBIDTA zaštita	<i>(relativno)</i>	(14%)	(1%)	5%	12%	30%

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

Poduzeće je u projiciranom razdoblju prema srednjem scenariju zadovoljilo zahtjev da ostvari omjer ukupnog duga/EBITDA ispod 3,00x i omjer pokrića duga iznad 1,50x u trećoj godini projiciranog razdoblja. U 2025. godini poduzeće je ostvarilo omjer 2,92x te ima u EBITDA

¹⁰⁶ Fina (2024), op.cit.

rezervi još 38 tis. € ili 3% od ukupno ostvarene EBITDA-e u 2025. godini. Također, omjer pokrića duga je zadovoljen te poduzeće ima u EBITDA rezervi još 71 tis. € ili 5% od ukupno ostvarene EBITDA-e.

Kako bi se napravile projekcije bilance, potrebno je napraviti kalkulaciju obrtnog kapitala te novčanih učinaka koji proizlaze iz njega. Projekcija obrtnog kapitala će se kalkulirati na način da se potraživanja od kupaca i obveze prema dobavljačima projiciraju na temelju dana vezivanja potraživanja tj. obveza. Poduzeće nema zaliha prema bilanci stanja na 31.12.2022. Ostale kratkoročne operativne obveze i ostala potraživanja će biti projicirani kao vrijednost udjela u ukupnim poslovnim prihodima u 2022. godini te se pretpostavlja kako se taj udio neće mijenjati (tablica 20).

Tablica 20. Projekcije obrtnog kapitala

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Dani vezivanja						
Potraživanja od kupaca	15	15	15	15	15	15
Ostala potraživanja	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Obveze prema dobavljačima	223	223	223	223	223	223
Ostale kratk. operativne obveze	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Stanja						
Potraživanja od kupaca	692	723	767	809	850	892
Ostala potraživanja	398	416	441	466	489	513
Obveze prema dobavljačima	1.177	1.221	1.294	1.365	1.433	1.505
Ostale kratk. operativne obveze	757	791	838	884	928	975
Novčani učinci						
Potraživanja od kupaca	(32)	(31)	(43)	(42)	(40)	(42)
Ostala potraživanja	55	(18)	(25)	(24)	(23)	(24)
Obveze prema dobavljačima	62	44	73	71	68	72
Ostale kratk. operativne obveze	68	34	47	46	44	46
Novčani tok iz obrtnog kapitala	153	29	52	51	49	51

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

Kapitalna ulaganja u dugotrajnu imovinu su procijenjena kao prosjek udjela kapitalnih ulaganja u razdoblju od 2020. do 2022. Kretanje kaptialnih ulaganja dano je udjelima u ukupnim poslovnim prihodima te su pretpostavljene vrijednosti prikazane u tablici 10. Pretpostavlja se da će udio troška amortizacije u ukupnim poslovnim prihodima te da će ostati na istoj razini kao i 2022. do kraja projiciranog razdoblja (tablica 21).

Tablica 21. Projekcije kretanja dugotrajne imovine

Svi iznosi u 000 €	Nakon LBO-a	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Kapitalna ulaganja		4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Nematerijalna imovina						
Početno stanje		6.757	6.751	6.751	6.751	6.751
Kapitalna ulaganja		-	-	-	-	-
Amortizacija		(5)	-	-	-	-
Završno stanje	6.757	6.751	6.751	6.751	6.751	6.751
Materijalna imovina						
Početno stanje		2.400	2.486	2.477	2.370	2.257
Kapitalna ulaganja		704	653	590	620	651
Amortizacija		(619)	(662)	(698)	(733)	(769)
Završno stanje	2.400	2.486	2.477	2.370	2.257	2.139

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

Pretpostavlja se kako će se preostala nematerijalna imovina poduzeća amortizirati u prvoj godini projiciranog razdoblja. *Goodwill* se nije amortizirao zato što se *goodwill* nastao iz spajanja i preuzimanja smatra porezno nepriznatim rashodom.¹⁰⁷ Materijalna imovina bilježi rast do 2025. godine, te se u zadnje dvije godine projiciranog razdoblja smanjuje zato što su pretpostavljena manja kapitalna ulaganja na razini od 3,0% ukupnih poslovnih prihoda. S obzirom da je ranije napravljen detaljan plan otplate duga, mogu se napraviti projekcije bilance za razdoblje od 2023. do 2027. godine (tablica 22).

Prema tablici 22, u projiciranom razdoblju poduzeće bilježi rast ukupne imovine. Kratkotrajna imovina u zadnjoj godini projekcijskog razdoblja čini 13,0% ukupne imovine. Unutar kratkotrajne imovine najveći udio imaju potraživanja. Novac u banci i blagajni je ostao kroz cijelo razdoblje nepromijenjen na razini minimalnih potrebnih novčanih sredstava. Vrijednost dugotrajne imovine oscilira kroz projicirano razdoblje te se kreće oko 9,5 mil. €. Bilježi se pad kratkoročnih obveza gdje iste u 2023. godini činile 23,6% ukupne imovine poduzeća, a u 2027. godini čine 21,7% ukupne imovine. Najveća stavka unutar kratkoročnih obveza su obveze prema dobavljačima koje u 2027. godini iznose 1,5 mil. €. Dugoročne obveze bilježe pad u projiciranom razdoblju, što je očekivano s obzirom da su se svi novčani tokovi koristili primarno za otplatu dugovanja vjerovnicima. Njihov udio u ukupnoj imovini se smanjio sa 35,0% na 26,7% u zadnjoj godini projiciranog razdoblja. Udio kapitala i rezervi u ukupnoj

¹⁰⁷RRiF (b.d.), Porezni tretman goodwilla pri statusnim promjenama, preuzeto sa https://www.rrif.hr/porezni_tretman_goodwilla_pri_statusnim_promjenama-760-misljenje/

imovini rastao je sa 41,4% u prvoj godini projiciranog razdoblja na 51,7% u zadnjoj godini projiciranog razdoblja.

Tablica 22. Projekcije kretanja bilance

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Novac u banci i blagajni	100	100	100	100	100
Potraživanja od kupaca	723	767	809	850	892
Ostala potraživanja	416	441	466	489	513
Kratkotrajna imovina	1.240	1.308	1.375	1.438	1.505
<i>% od uk. imovine</i>	<i>10,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,0%</i>
Nematerijalna imovina	6.751	6.751	6.751	6.751	6.751
Materijalna imovina	2.486	2.477	2.370	2.257	2.139
Dugotrajna imovina	9.408	9.586	9.675	9.562	9.444
<i>% od uk. imovine</i>	<i>79,0%</i>	<i>78,6%</i>	<i>77,9%</i>	<i>77,3%</i>	<i>76,6%</i>
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja	1.210	1.210	1.210	1.210	1.210
<i>% od uk. imovine</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,4%</i>
Ukupna aktiva	11.687	11.747	11.706	11.657	11.606
Obveze prema dobavljačima	1.221	1.294	1.365	1.433	1.505
Kratkoročni krediti	744	812	573	222	-
Ostale kratkoročne obveze	791	843	919	964	1.010
Kratkoročne obveze	2.756	2.949	2.857	2.619	2.515
<i>% od uk. imovine</i>	<i>23,6%</i>	<i>25,1%</i>	<i>24,4%</i>	<i>22,5%</i>	<i>21,7%</i>
Dugoročni krediti	4.088	3.933	3.770	3.597	3.094
Dugoročne obveze	4.088	3.933	3.770	3.597	3.094
<i>% od uk. imovine</i>	<i>35,0%</i>	<i>33,5%</i>	<i>32,2%</i>	<i>30,9%</i>	<i>26,7%</i>
Ukupne obveze	6.843	6.882	6.627	6.215	5.609
<i>% od uk. imovine</i>	<i>58,6%</i>	<i>58,6%</i>	<i>56,6%</i>	<i>53,3%</i>	<i>48,3%</i>
Temeljni kapital	5.565	5.565	5.565	5.565	5.565
Zadržana dobit	(526)	(721)	(700)	(486)	(123)
Dobit tekuće godine	(195)	21	214	363	555
Kapital i rezerve	4.844	4.865	5.079	5.442	5.997
<i>% od uk. imovine</i>	<i>41,4%</i>	<i>41,4%</i>	<i>43,4%</i>	<i>46,7%</i>	<i>51,7%</i>
Ukupna pasiva	11.687	11.747	11.706	11.657	11.606

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

Izvještaj o novčanom toku daje pregled svih primitaka i izdataka poduzeća te se jasno, prije svega, mogu analizirati otplate glavnice zaduženja u financijskim aktivnostima. U tablici 23

može se primjetiti kako je poduzeće u prvoj godini projiciranog razdoblja ostvarilo pozitivan novčani tok iz financijskih aktivnosti zbog mogućnosti dodatnog zaduženja putem revolving kreditne linije. Poduzeće ne bilježi promjene u stanju novca u banci i blagajni jer se svi viškovi (ako ih bude) koriste za prijevremenu otplatu zaduženja, a ranije je već pretpostavljeno kako je poduzeću potrebno minimalno 100 tis. € za obavljanje operativnih djelatnosti.

Tablica 23. Projekcije kretanja izvještaja o novčanom toku

<i>Svi iznosi u 000 €</i>	Nakon LBO-a	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Novčani tok iz poslovnih aktivnosti						
Neto dobit		(195)	21	214	363	555
Odgođena porezna obveza		-	5	30	0	0
PIK kamate		166	182	199	218	238
Amortizacija		624	662	698	733	769
Novac iz obrtnog kapitala		29	52	51	49	51
Aktivna razgraničenja		-	-	-	-	-
Ukupno		624	921	1.192	1.362	1.614
Novčani tok iz investicijskih aktivnosti						
Kapitalna ulaganja		(704)	(653)	(590)	(620)	(651)
Ukupno		(704)	(653)	(590)	(620)	(651)
Novčani tok iz financijskih aktivnosti						
Revolving kreditna linija		391	68	(239)	(351)	(222)
Senior dug A		(243)	(261)	(281)	(302)	(324)
Senior dug B		(68)	(75)	(82)	(89)	(417)
Podređeni dug		-	-	-	-	-
Temeljni kapital		-	-	-	-	-
Ukupno		80	(268)	(601)	(742)	(963)
Novac u banci i blagajni						
Početno stanje		100	100	100	100	100
Promjena		-	-	-	-	-
Završno stanje	100	100	100	100	100	100

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

4.3 Ocjena isplativosti otkupa odabranog poduzeća uz korištenje financijske poluge

IRR jest glavna mjera kojom financijski investitori procjenjuju isplativost i privlačnost LBO-a. IRR mjeri ukupni povrat na kapital investitora, uključujući dodatna ulaganja ili dividende

primljene tijekom razdoblja ulaganja. Definira se kao diskontna stopa koja se mora primijeniti na novčane primitke i izdatke investitora tijekom razdoblja ulaganja kako bi se proizvela neto sadašnja vrijednost (eng. net present value - NPV) jednaku nuli.¹⁰⁸

IRR mjeri ukupan prinos na investiciju, pri čemu su dva ključna čimbenika:

- a) vrijednost priljeva gotovine ili izdatka i
- b) vremenski faktor tj. datumi.

Vrijednost IRR se izračunava na sljedeći način:¹⁰⁹

$$IRR = \left(\frac{\text{buduća vrijednost}}{\text{sadašnja vrijednost}} \right)^{\frac{1}{\text{broj razdoblja}}} - 1 \quad (9)$$

Što je viša stopa IRR-a to će potencijalna investicija biti profitabilna, uz pretpostavku da su ostali čimbenici jednaki. Za razliku od multiplikatora novca (eng. multiple of money – MoM), još jedne mjere koju prate investitori kako bi mjerili svoje povrate, IRR se smatra vremenski ponderiranom jer uzima u obzir konkretne datume primitka prihoda.

U kontekstu LBO-a, minimalna stopa IRR-a obično iznosi 20% za većinu PE fondova.¹¹⁰

IRR nije savršena mjera isplativosti ulaganja i ne može se koristiti kao samostalna mjera zbog iznimne osjetljivosti na vrijeme primitka gotovinskih tokova. Stoga IRR može potencijalno zavarati u prikazu povrata pod određenim okolnostima u kojima se veći dio gotovinskih tokova prima ranije. IRR na investiciju može biti impresivno visoka, ali kao posljedica kraćeg vremenskog razdoblja trajanja investicije što uzrokuje umjetno povećanje i neodrživost povrata ako bi se hipotetski produljilo vremensko razdoblje trajanja investicije. Ako je financijski investitor isplatio sebi dividendu ubrzo nakon LBO transakcije (eng. dividend recap) isplata bi povećala IRR što može dovesti do zavaravanja oko isplativosti takvog ulaganja. Stoga se IRR koristi u kombinaciji s drugim mjerama isplativosti, u ovom slučaju, multiplikatorom novca. Najčešće korišten u kontekstu LBO preuzimanja, MoM se izračunava na sljedeći način:¹¹¹

$$MoM = \frac{\text{ukupni primitci}}{\text{ukupni izdatci}} \quad (11)$$

Novčani primitci u procesu LBO-a obično uključuju prihode od prodaje poduzeća i isplate dividendi vlasnicima. Novčani izdaci obuhvaćaju početnu investiciju, odnosno kupovnu cijenu

¹⁰⁸ Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 197

¹⁰⁹CFI (b.d.), Internal rate of return (IRR), Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/internal-rate-return-irr/>

¹¹⁰Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), op. cit., str. 197

¹¹¹Wall street Prep (b.d.), Multiple of Money (MoM), preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/multiple-of-money-mom/>

preuzetog poduzeća. Mjera MoM se ne može samostalno koristiti jer ne uzima u obzir vremensku vrijednost novca. Na primjer, omjer od 2,0x može biti dovoljan za određene fondove ako se postigne unutar pet godina, ali to možda ne bi bio slučaj ako bi dobivanje tih prihoda trajalo deset godina. Za kraće vremenske okvire, MoM je važniji od stope IRR-a, međutim, za duže vremenske horizonte, postizanje višeg IRR-a može biti važnije zbog vremenske vrijednosti novca.¹¹²

Tablica 24. Ocjena isplativosti ulaganja

Svi iznosi u 000 €	Datum LBO-a	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
	01.01.23	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27
Vrijednost poduzeća						
EBITDA		946	1.225	1.486	1.688	1.910
Izlazni multiplikator		13,5x	13,5x	13,5x	13,5x	13,5x
Vrijednost poduzeća		12.776	16.532	20.056	22.786	25.779
Neto dug						
Ukupni dug		4.832	4.745	4.343	3.818	3.094
Novac i novčani ekvivalenti		100	100	100	100	100
Ukupni neto dug		4.732	4.645	4.243	3.718	2.994
Vrijednost vlasničkog kapitala						
Vrijednost poduzeća		12.776	16.532	20.056	22.786	25.779
Neto dug		(4.732)	(4.645)	(4.243)	(3.718)	(2.994)
Vrijednost vlasničkog kapitala		8.044	11.887	15.813	19.067	22.786
	Transakcija	1	2	3	4	5
(5.565)		-	-	-	-	22.786
(5.565)		-	-	-	19.067	
(5.565)		-	-	15.813		
(5.565)		-	11.887			
(5.565)		8.044				
IRR		44,7%	46,2%	41,6%	36,1%	32,6%
MoM		1,4x	2,1x	2,8x	3,4x	4,1x

Napomena: Moguća su manja odstupanja u vrijednostima radi zaokruživanja

Izvor: Autor

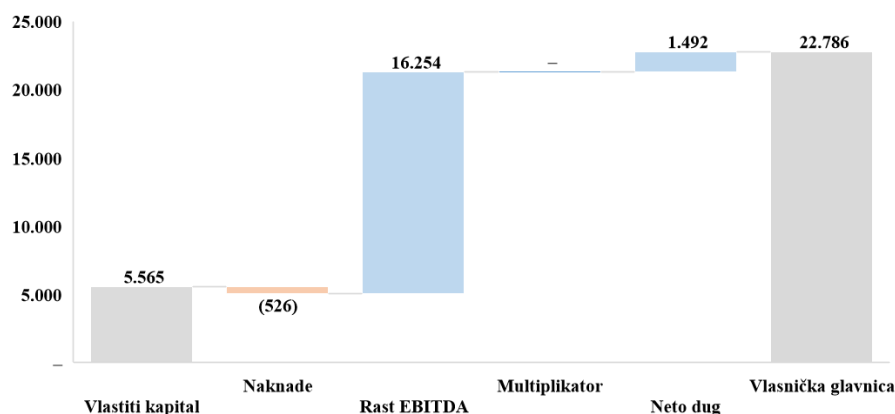
Ocjena isplativosti ulaganja donosi se temeljem izračunatih IRR-a te MoM-a (tablica 24). Pretpostavljeno je kako će preuzimatelj izaći iz investicije nakon 5 godina preko prodaje poduzeća nekom drugom investitoru. Također, pretpostavljeno je kako su to jedini novčani primici investitora tj. nema dividende u razdoblju držanja investicije. Projekt će biti ocijenjen

¹¹²Wall street Prep (b.d.), Multiple of Money (MoM), op. cit.

kao isplativ ukoliko je u dva od tri scenarija IRR veći od 25% i MoM omjer veći od 3,0x. Kao datum izlaska iz investicije je, i datum ostvarivanja novčanih tokova postavljen je kraj fiskalne godine, dakle 31.12.

Prema srednjem scenariju, u petoj godini pokazatelj IRR iznosi 32,6%, a MoM omjer 4,1x. Ako bi se koristile pretpostavke iz najboljeg scenarija IRR bi u petoj godini iznosio 37,3%, a MoM omjer 4,9x. U najgorem scenariju, IRR u petoj godini iznosi 27,1%, a MoM omjer 3,3x. Prema ranije navedenim uvjetima ocjene isplativosti ulaganja, ovakvo ulaganje bi bilo isplativo za preuzimatelja. Najveći dio dodane vrijednosti poduzeća generiran je iz rasta EBITDA-e, dok je puno manji dio iz otplate duga, tj. smanjenja neto duga zato što nije bilo viškova novčanih tokova, osim u 2027. godini, kojima bi se vršila prijevremena otplata duga i na taj način dodatno smanjio neto dug poduzeća. Pretpostavljeno je da je multiplikator izlaza iz investicije jednak onome pri ulazu u investiciju te nema učinaka iz ekspanzije multiplikatora (graf 14).

Graf 13. Analiza pokretača rasta vrijednosti poduzeća



Izvor: Autor

U tablici 25 prikazana je analiza osjetljivosti stopa povrata na promjene multiplikatora ulaza i izlaza iz investicije te na multiplikatore *senior* duga A i B za srednji scenarij. Analiza osjetljivosti pokazuje rezultate u slučaju promjena odabranih inputa te se mogu donijeti zaključci koliko su IRR i MoM osjetljivi na odabrane inpute, tj. varijable. Također, s obzirom da se radi o pretpostavkama, dobro je imati pregled rezultata pri različitim okolnostima što olakšava donošenje odluke o ulasku u neki projekt ili investiciju.

Tablica 25. Analiza osjetljivosti

**IRR (ulazni vs izlazni
multiplikator)**

		Izlaz EV/EBITDA				
		12,5x	13,0x	13,5x	14,0x	14,5x
Ulaz EV/EBITDA	12,5x	33,8%	35,1%	36,2%	37,3%	38,4%
	13,0x	32,0%	33,2%	34,3%	35,4%	36,5%
	13,5x	30,3%	31,4%	32,6%	33,7%	34,7%
	14,0x	28,7%	29,8%	30,9%	32,0%	33,1%
	14,5x	27,2%	28,3%	29,4%	30,5%	31,5%

**MoM (ulazni vs izlazni
multiplikator)**

		Izlaz EV/EBITDA				
		12,5x	13,0x	13,5x	14,0x	14,5x
Ulaz EV/EBITDA	12,5x	4,3x	4,5x	4,7x	4,9x	5,1x
	13,0x	4,0x	4,2x	4,4x	4,6x	4,7x
	13,5x	3,8x	3,9x	4,1x	4,3x	4,4x
	14,0x	3,5x	3,7x	3,9x	4,0x	4,2x
	14,5x	3,3x	3,5x	3,6x	3,8x	3,9x

IRR (dug/EBITDA)

		Dug/EBITDA (senior dug B)				
		1,00x	1,25x	1,50x	1,75x	2,00x
Dug/EBITDA (senior dug A)	1,50x	30,5%	31,0%	31,5%	32,0%	32,5%
	1,75x	31,0%	31,5%	32,0%	32,5%	33,1%
	2,00x	31,5%	32,0%	32,6%	33,1%	33,7%
	2,25x	32,1%	32,6%	33,1%	33,7%	34,3%
	2,50x	32,6%	33,1%	33,7%	34,4%	35,0%

MoM (dug/EBITDA)

		Dug/EBITDA (senior dug B)				
		1,00x	1,25x	1,50x	1,75x	2,00x
Dug/EBITDA (senior dug A)	1,50x	3,8x	3,9x	3,9x	4,0x	4,1x
	1,75x	3,9x	3,9x	4,0x	4,1x	4,2x
	2,00x	3,9x	4,0x	4,1x	4,2x	4,3x
	2,25x	4,0x	4,1x	4,2x	4,3x	4,4x
	2,50x	4,1x	4,2x	4,3x	4,4x	4,5x

Izvor: Autor

Iz analize osjetljivosti vidljivo je kako eventualno povećanje multiplikatora pri izlasku ima pozitivne učinke na IRR i MoM. Da je umjesto jednakog multiplikatora izlaska kao pri ulasku

pretpostavljeno da će se poduzeće na kraju pete godine prodati po većem multiplikatoru, npr. 14,5x, ostvareni IRR bi bio 34,7%, a MoM bi iznosio 4,4x (*ceteris paribus*). U takvom scenariju, investitor bi ostvario 6,4% veći IRR i 7,3% veći MoM. Slično, ako je investitor u mogućnosti ugovoriti veće zaduženje kod banaka (veći multiplikatori *senior* duga A i B), IRR i MoM će se povećati. Međutim, takva pretpostavka uvijek sa sobom nosi određene manjkavosti. Prema Modigliani-Miller teoremu, kapitalna struktura nema utjecaja na vrijednost poduzeća, međutim teorem se zasniva na pretpostavki savršenog tržišta u kojem, između ostalog, ne postoji trošak, tj. rizik od stečaja. Sukladno tome, kapitalna struktura zapravo ima utjecaj na vrijednost poduzeća kroz pojavu višeg rizika od nesolventnosti kroz preveliko zaduživanje poduzeća što posljedično vodi ka potencijalno nižim multiplikatorima izlaska te nižim ostvarenim povratima na investiciju. To valja imati na umu prilikom provođenja analiza osjetljivosti koje stavljaju u odnos obujam zaduživanja i krajnju vrijednost poduzeća, tj. povrat na investiciju.

5 ZAKLJUČAK

LBO transakcije predstavljaju značajno komplicirane i rizične strategije preuzimanja s obzirom na veliku količinu duga koja se stavlja na teret novčanih tokova preuzetog poduzeća. Aktivnosti na tržištu LBO transakcija podložne su naglim promjenama ovisno o ekonomskim ciklusima koji utječu na uvjete financiranja preuzimanja.

Istraživanje tržišta i skeniranje potencijalnih ciljeva koji zadovoljavaju većinu uvjeta LBO kandidata jest ključ uspješnosti LBO preuzimanja te ostvarivanja očekivanih povrata. Također, za uspješnost LBO-a, osim ugovaranja povoljnih uvjeta financiranja te pravog vremena ulaska u investiciju, bitna je sposobnost menadžmenta da vodi poduzeće s velikim teretom duga. Nije rijetka pojava da poduzeće preuzeto putem LBO procesa na kraju bude nesolventno jer nije u mogućnosti generirati dovoljne novčane tokove za servisiranje svojih obveza. Stoga je glavni zadatak fondova rizičnog kapitala, koji uobičajeno provode LBO preuzimanje, stvaranje dodane vrijednosti za poduzeće korištenjem stručnih znanja i vještina koje proizlaze iz višegodišnjeg iskustva poslovanja unutar industrije u kojoj djeluje preuzeto poduzeće. Cilj je povećanje EBITDA-e zato što je ona aproksimativna mjera slobodnih novčanih tokova poduzeća, tj. onih novčanih tokova koji su dostupni svima, i vjerovnicima i vlasnicima, pa je povećanje EBITDA-e preuzetog poduzeća nužno kako bi se servisirale financijske obveze poduzeća.

U radu je prikazana analiza LBO preuzimanja, pri čemu su korištene pretpostavke iz srednjeg scenarija, na primjeru Specijalne bolnice Agram na temelju koje se lako može zaključiti koliki teret financijske obveze imaju na novčane tokove poduzeća. Jasno je zašto fondovi rizičnog kapitala prije svega traže poduzeća koja imaju niske potrebe za dodatnim kapitalnim ulaganjima. Naime, prema modelu u kojem su pretpostavljeni prilično niski zahtjevi za dodatnim kapitalnim ulaganjima vidljivo je kako poduzeću nakon otplate anuiteta nisu preostali novčani tokovi osim u zadnjoj godini projiciranog razdoblja. Navedeno iznimno povećava rizik od nesolventnosti poduzeća što predstavlja izazov za upravu s obzirom da nemaju prostora za greške i krive procjene. Analiza osjetljivosti prikazala je očekivane rezultate – ako se poveća multiplikator duga, povećavaju se IRR i MoM omjer. Međutim, treba imati na umu kako postoji mogućnost od prezaduživanja i povećanja rizika od nesolventnosti što posljedično vodi ka nižim multiplikatorima pri prodaji te nižim stopama povrata na investiciju. Zaključno, brojni su čimbenici o kojima ovisi uspješnost LBO preuzimanja, ali unatoč tome te visokom riziku kojem su LBO preuzimanja izložena, ona su i dalje veoma

zastupljen oblik preuzimanja. Razlog tome je i sve više novih izvora financiranja te rast tržišta drugih nebankovnih financijskih institucija pa se može očekivati da će to pridonijeti daljnjem rastu broja i vrijednosti LBO preuzimanja.

Popis literature

1. Adrian, T. i Jones, B. (2018), Shadow banking and market-based finance, Washington DC, International Monetary Fund.
2. Amihud, Y. (2002), Leveraged management buyouts: causes and consequences, Washington D.C., Beard Books.
3. Bain & Company (2024), Global Healthcare Private Equity Report [e-publikacija], preuzeto sa <https://www.bain.com/insights/topics/global-healthcare-private-equity-report/>
4. Blenman, L. i Reddy, N. (2014), Leverage Buyouts: Evidence from Emerging and Developed Markets Deals [e-publikacija], preuzeto sa https://www.researchgate.net/publication/269576795_Leverage_Buyouts_Evidence_from_Emerging_and_Developed_Markets_Deals
5. Bonini, S. (2015), Secondary Buyouts: Operating Performance and Investment Determinants, 44(2), 430-471. https://www.researchgate.net/publication/254423160_Secondary_Buyouts_Operating_Performance_and_Investment_Determinants_Secondary_Buyouts
6. CFA Institute (b.d.), Free Cash Flow Valuation, preuzeto sa <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/free-cash-flow-valuation>
7. CFI (b.d.), Buy and build strategy, Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/buy-and-build-strategy/>
8. CFI (b.d.), CAGR, Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-cagr/>
9. CFI (b.d.), Debt Service Coverage Ratio, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/debt-service-coverage-ratio/>
10. CFI (b.d.), Internal rate of return (IRR), Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/internal-rate-return-irr/>
11. CFI (b.d.), Investment Banking Manual, Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/investment-banking-book-pdf/>
12. CFI (b.d.), Leveraged Buyout (LBO), Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/leveraged-buyout-lbo/>
13. CFI (b.d.), Materijali edukacijskog tečaja Financial Modeling and Valuation

14. CFI (b.d.), Motives for Mergers, Corporate Finance Institute, preuzeto sa <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/motives-for-mergers/>
15. Damodaran, A. (2012), Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, New Jersey, John Wiley & Sons.
16. DeGeorge, F., Martin, J. i Phalippou, L. (2015), On Secondary Buyouts, Journal of Financial Economics, 13(2), 13-48. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2329202
17. Demaria, C. (2020), Introduction to private equity, debt and real assets: From venture capital to LBO, senior to distressed debt, immaterial to fixed assets, New Jersey, John Wiley & Sons.
18. DePamphilis, D. (2019), Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions, London, Academic Press.
19. European Central Bank (b.d.), Bank interest rates - overnight deposits from corporations – Croatia, preuzeto sa <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/MIR/MIR.M.HR.B.L21.A.R.A.2240.EUR.N>
20. Fina (2024), preuzeto sa <https://infobiz.fina.hr/landing>
21. Gaughan, P. A. (2010), Mergers, acquisitions, and corporate restructurings, New Jersey, John Wiley & Sons.
22. International Trade Administration (b.d.), Croatia Healthcare Private Sector Opportunities, preuzeto sa <https://www.trade.gov/market-intelligence/croatia-healthcare-private-sector-opportunities>
23. IoN Analytics (2023), Bond-backed buyouts balloon: LBO financing has favored high-yield bonds over leveraged loans in recent months, preuzeto sa <https://community.ionanalytics.com/bond-backed-buyouts-balloon>
24. Kaplan, S. N., i Stromberg, P. (2009), Leveraged Buyouts and Private Equity, Journal of Economic Perspectives, 23(1), 121-146. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121>
25. Lerner, J., i Leamon, A. (2023), Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship, New Jersey, John Wiley & Sons.
26. Mercer Capital (b.d), Strategic vs Financial Buyers, preuzeto sa <https://mercercapital.com/article/financial-vs-strategic-buyers/>
27. Ministarstvo financija RH (b.d.), Naputak za izračun financijskih pokazatelja, preuzeto sa <https://mfin.gov.hr/UserDocsImages/dokumenti/koncesijedp/Naputak%20za%20izracun%20financijskih%20pokazatelja.pdf>
28. Orsag, S. (1997), Vrednovanje poduzeća, Zagreb, Infoinvest.

29. Paramasivan, C. i Subramanian, T. (2008), Financial management, New Delphi, New Age International.
30. Philips, J., & Hope, T. J. (2017). Comeback of the Dividend Recap [e-publikacija], preuzeto sa https://scholar.google.com/scholar?hl=hr&as_sdt=0%2C5&q=+Philips%2C+J.%2C+%26+Hope%2C+T.+J.+%282017%29.+Comeback+of+the+Dividend+Recap+&btnG=
31. Pignataro, P. (2013), Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide To Investment Banking, New Jersey, John Wiley & Sons.
32. Pignataro, P. (2013), Leveraged Buyouts: A Practical Guide To Investment Banking And Private Equity, New Jersey, John Wiley & Sons.
33. Pignataro, P. (2015), Mergers & Acquisitions, Divestitures and Other Restructurings, New Jersey, John Wiley & Sons.
34. Pilger, D. (2012), Leveraged Buyouts: a practical introductory guide to LBOs, Hampshire, Harriman House Limited.
35. Pinto, J. E. (2020), Equity asset valuation, New Jersey, John Wiley & Sons.
36. Raiffeisen Bank Austria, Revolving kredit, preuzeto s <https://www.rba.hr/mala-poduzeca-i-obrtnici/financiranje/kredit/revolving-kredit>
37. Reed, S. F., Lajoux, A. R. i Nesvold, H. P. (2007), The art of M&A: A merger acquisition buyout guide, New York, McGraw Hill.
38. Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2021), Investment Banking, New Jersey, John Wiley & Sons.
39. RRiF (b.d.), Porezni tretman goodwilla pri statusnim promjenama, preuzeto sa https://www.rrif.hr/porezni_tretman_goodwilla_pri_statusnim_promjenama-760-misljenje/
40. S&P Market Global Intelligence (2021), Leveraged loans fuel Q2 LBOs at fastest pace since global financial crisis, preuzeto sa <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/leveraged-loans-fuel-q2-lbos-at-fastest-pace-since-global-financial-crisis-65503131>
41. Silbernagel, C. i Vaitkunas, D. (2012), Mezzanine finance [e-publikacija] preuzeto sa <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/what-is-mezzanine-finance.pdf>
42. Specijalna bolnica Agram (b.d.), O nama, preuzeto sa <https://www.agram-bolnica.hr/>
43. Statista (2024), Value of private equity-backed buyout deals worldwide from 2005 to 2023, preuzeto s <https://www.statista.com/statistics/270195/global-private-equity-deal-value/>
44. The Economy Forecast Agency, EURIBOR Forecast, preuzeto sa https://longforecast.com/euribor-forecast-2017-2018-2019#google_vignette

45. Wall Street Prep (b.d), Secondary Buyout (SBO), preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/secondary-buyout-sbo/>
46. Wall Street Prep (b.d.), Dividend Recapitalization, preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/dividend-recap/>
47. Wall Street Prep (b.d.), LBO Candidate Characteristics, preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/lbo-candidate-characteristics/>
48. Wall Street Prep (b.d.), Mezzanine Financing, preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/mezzanine-financing/>
49. Wall street Prep (b.d.), Multiple of Money (MoM), preuzeto sa <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/multiple-of-money-mom/>
50. Wall Street Prep (b.d.), Revolving Credit Facility, preuzeto s <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/corporate-banking-101-revolving-credit-facilities/>

Popis slika

Slika 1. Struktura financiranja LBO-a	18
Slika 2. Prijevremena otplata zaduženja	22

Popis tablica

Tablica 1. Sažetak povijesnih M&A valova	4
Tablica 2. Komparativna analiza izabраниh privatnih zdravstvenih ustanova u Hrvatskoj.....	32
Tablica 3. Račun dobiti i gubitka Specijalne bolnice Agram od 2020. do 2022. godine	33
Tablica 4. Bilanca stanja Specijalne bolnice Agram od 2020. do 2022. godine.....	35
Tablica 5. Pretpostavke financiranja.....	36
Tablica 6. Pojediniosti uvjeta financiranja.....	37
Tablica 7. Ciljani pokazatelji kreditne sposobnosti	37
Tablica 8. Pretpostavke budućeg poslovanja	38
Tablica 9. Vrijednost transakcije	39
Tablica 10. Izvori i uporaba sredstava	40
Tablica 11. Izračun goodwill-a	40
Tablica 12. Pro forma bilanca na dan 01.01.2023	41
Tablica 13. Trošak osoblja	42
Tablica 14. Kretanje EURIBOR-a	43
Tablica 15. Revolving kreditna linija.....	43
Tablica 16. Plan otplate dugoročnih obveza	44
Tablica 17. Porez na dobit	45
Tablica 18. Projekcije kretanja računa dobiti i gubitka	46
Tablica 19. Pokazatelji kreditne sposobnosti.....	47
Tablica 20. Projekcije obrtnog kapitala	48
Tablica 21. Projekcije kretanja dugotrajne imovine	49
Tablica 22. Projekcije kretanja bilance	50
Tablica 23. Projekcije kretanja izvještaja o novčanom toku.....	51
Tablica 24. Ocjena isplativosti ulaganja	53
Tablica 25. Analiza osjetljivosti	55

Popis grafova

Graf 1. Kretanje broja i vrijednosti LBO transakcija u svijetu od 1980-ih do 2000-ih.....	8
Graf 2. Vrijednost LBO transakcija u svijetu od 2010. do 2023. godine	9
Graf 3. Prosječna i medijalna vrijednost LBO transakcije u SAD-u	9
Graf 4. Kretanje kamatnih stopa na bankovne kredite i obveznice u svijetu.....	21
Graf 5. Struktura duga LBO transakcija u svijetu.....	21
Graf 6. Kretanje EBITDA multiplikatora u SAD-u.....	23
Graf 7. Kretanje EBITDA multiplikatora u Europi	24
Graf 8. Izlazi iz LBO-a u SAD-u	28
Graf 9. Izlazi iz LBO-a u Europi	29
Graf 10. Kretanje broja privatnih zdravstvenih institucija u RH.....	31
Graf 11. Prosječan trošak plaća po zaposleniku u izabranim privatnim zdravstvenim ustanovama od 2020. do 2022. godine.....	34
Graf 12. Kretanje prosječnog EV/EBITDA multiplikatora pri preuzimanju privatnih poliklinika u svijetu.....	39
Graf 13. Analiza pokretača rasta vrijednosti poduzeća	54

Životopis studenta

Marko Jokić

E-adresa: markojokic170799@gmail.com

• RADNO ISKUSTVO

06/2023 – TRENUTAČNO Zagreb, Hrvatska
JUNIOR KONZULTANT T&MC GROUP D.O.O.

- Procjene vrijednosti poduzeća te aktivnosti financijskog planiranja i budžetiranja

02/2022 – 06/2022 Zagreb, Hrvatska
FOTOGRAF GOSPON UGO D.O.O.

- Izrada fotografija za službene dokumente, obiteljske albume i sl.

10/2019 – 12/2020 Zagreb, Hrvatska
PRODAVAČ ZARA D.O.O.

- Ispomoć u dućanu te organizacija interijera dućana

• OBRAZOVANJE I OSPOBLJAVANJE

2018 – TRENUTAČNO Zagreb, Hrvatska
INTEGRIRANI PREDDIPLOMSKI I DIPLOMSKI SVEUČILIŠNI STUDIJ POSLOVNA EKONOMIJA
Ekonomski fakultet Zagreb

2023 – 2023 Vancouver, Kanada
FINANCIAL MODELING AND VALUATION ANALYST Corporate Finance Institute

2014 – 2018 Zagreb, Hrvatska
SREDNJA STRUKOVNA ŠKOLA Prva ekonomska škola Zagreb

• JEZIČNE VJEŠTINE

Materinski jezik/jezici: **HRVATSKI**

Drugi jezici:

	RAZUMIJEVANJE		GOVOR		PISANJE
	Slušanje	Čitanje	Govorna produkcija	Govorna interakcija	
ENGLESKI	C1	C1	C1	C1	C1

Razine: A1 i A2: temeljni korisnik; B1 i B2: samostalni korisnik; C1 i C2: iskusni korisnik

• DIGITALNE VJEŠTINE

Izvršno poznavanje MS Office alata (posebno Excel i Powerpoint) | Dobro poznavanje Power Query, Power Pivot i Power BI