

# Procjena vrijednosti Inditex Grupe s naglaskom na ekološke, socijalne i upravljačke faktore u kontekstu održivosti svjetske tekstilne industrije

---

**Vučur, Ivana**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2025**

*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:148:890755>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-15**



*Repository / Repozitorij:*

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



**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet Zagreb**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**PROCJENA VRIJEDNOSTI INDITEX GRUPE S  
NAGLASKOM NA EKOLOŠKE, SOCIJALNE I  
UPRAVLJAČKE FAKTORE U KONTEKSTU ODRŽIVOSTI  
SVJETSKE TEKSTILNE INDUSTRIJE**

Diplomski rad

**Ivana Vučur**

**Zagreb, veljača 2025.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet Zagreb**

**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**

**Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje**

**VALUATION OF THE INDITEX GROUP WITH AN EMPHASIS ON  
ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE FACTORS IN THE  
CONTEXT OF SUSTAINABILITY IN THE GLOBAL TEXTILE  
INDUSTRY**

Diplomski rad

**Studentica: Ivana Vučur**

**JMBAG studenta: 0067598922**

**Mentor: Prof. dr. sc. Andrija Sabol**

**Zagreb, veljača 2025.**

## **Sažetak**

Metoda diskontiranih novčanih tokova (DCF) jedna je od najčešće korištenih tehnika za procjenu vrijednosti poduzeća u financijskom sektoru zbog svojih prednosti, među kojima se izdvaja duboko ukorijenjena fundamentalna analiza poslovanja poduzeća, kao i uzimanje u obzir vremenske vrijednosti novca. Ova metoda koristi ponderirani prosječan trošak kapitala kao diskontnu stopu, što omogućava precizno vrednovanje budućih novčanih tokova. U okviru ovog istraživanja, provedena je procjena vrijednosti Inditex Grupe, španjolskog proizvođača i maloprodavatelja u tekstilnoj industriji, koji se svrstava među najveće globalne igrače u spomenutoj industriji. S obzirom na izazove koje tekstilna industrija suočava s ekološkim problemima i zagađenjem, investitori sve više razmatraju i društveno odgovorne aspekte (ESG ocjene) prilikom donošenja investicijskih odluka. Stoga, osim temeljite analize poslovanja i procjene vrijednosti, u ovom radu provedena je i analiza ESG ocjene Inditex Grupe, kako bi se istražile aktivnosti i inicijative poduzeća u kontekstu ekološke, društvene i upravljačke odgovornosti.

**Ključne riječi: procjena vrijednosti poduzeća, DCF metoda, diskontna stopa, ESG ocjena, okolišni faktori, društveni faktori, upravljački faktori, tekstilna industrija**

## **Summary**

The Discounted Cash Flow (DCF) method is one of the most commonly used techniques for estimating the value of a company in the financial sector due to its advantages, which include a deeply rooted fundamental analysis of the company's operations as well as consideration of the time value of money. This method uses the weighted average cost of capital as the discount rate, enabling the precise valuation of future cash flows. Within the scope of this research, a valuation of Inditex Group, a Spanish manufacturer and retailer in the textile industry, was conducted. Inditex is ranked among the largest global players in this sector. Given the environmental challenges faced by the textile industry, particularly with issues related to pollution, investors are increasingly considering socially responsible factors (ESG ratings) when making investment decisions. Therefore, in addition to the fundamental business analysis and valuation, this study also includes an analysis of Inditex Group's ESG rating in order to explore the company's actions and initiatives regarding environmental, social, and governance responsibility.

**Key words: company valuation, DCF method, discount rate, ESG rating, environmental factors, social factors, governance factors, textile industry**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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



---

(vlastoručni potpis studenta)

08.01.2025., Zagreb

---

(mjesto i datum)

## 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)

January 8, 2025, Zagreb

---

(place and date)

## Sadržaj

<b>1. UVOD</b> .....	1
<b>1.1. Predmet i cilj rada</b> .....	1
<b>1.2. Metode istraživanja i izvori podataka</b> .....	2
<b>1.3. Sadržaj i struktura rada</b> .....	2
<b>2. TEORIJSKI OKVIR PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA I UTJECAJ ESG FAKTORA NA PROCJENU VRIJEDNOSTI</b> .....	3
<b>2.1. Procjena vrijednosti poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova</b> .....	3
<b>2.2. Procjena vrijednosti poduzeća multiplikatorima usporedivih poduzeća</b> .....	14
<b>2.3. Pojmovno određenje ESG faktora</b> .....	17
<b>2.4. Uloga ESG kriterija i nefinancijskog izvještavanja u procjeni vrijednosti poduzeća</b> .....	21
<b>3. ANALIZA TEKSTILNE INDUSTRIJE S NAGLASKOM NA ODRŽIVI RAZVOJ</b> 26	
<b>3.1. Povijesni razvitak tekstilne industrije</b> .....	27
<b>3.2. Pojam modne industrije i „brze mode“</b> .....	28
<b>3.3. Suvremena problematika tekstilne industrije</b> .....	31
<b>4. PROCJENA VRIJEDNOSTI INDITEX GRUPE S NAGLASKOM NA UTJECAJ ESG FAKTORA</b> .....	33
<b>4.1. Dijagnostička i strategijska analiza poslovanja Inditex Grupe</b> .....	33
<b>4.2. Utjecaj ESG faktora na poslovanje Inditex Grupe</b> .....	38
<b>4.3. Procjena vrijednosti odabranog poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova</b> 39	
<b>4.4. Izračun ESG faktora unutar strateške grupe</b> .....	44
<b>5. ZAKLJUČAK</b> .....	50
<b>POPIS LITERATURE</b> .....	51
<b>POPIS SLIKA</b> .....	54
<b>ŽIVOTOPIS AUTORICE</b> .....	56

# 1. UVOD

## 1.1. Predmet i cilj rada

Tekstilna industrija iznjedrila je intenzivne rasprave zbog svoje značajne uloge u globalnom zagađenju. Prema procjenama, tekstilna proizvodnja zauzima drugu poziciju među najvećim zagađivačima planeta u emisiji stakleničkih plinova, čime premašuje i ukupne emisije međunarodnog zračnog i pomorskog prijevoza zajedno. Osim toga, proizvodnja tekstila doprinosi iznimnom onečišćenju vode i emisijama ugljika. Taj alarmantan predviđen rast potrošnje ugljika u modnoj industriji do 2050. jasno ukazuje na imperativ potpunog preokreta u pristupu spomenutoj industriji.

U donošenju investicijskih odluka, ESG faktori postaju sve važniji za investitore, potičući dionička društva na sve veću posvećenost prema održivom gospodarstvu. Stoga, sve javno listane kompanije su obvezne redovito izvještavati o svojim aktivnostima vezanim uz ESG faktore kao dio regulatornih zahtjeva. Ovaj trend odražava rastuću svijest o važnosti održivog poslovanja i potrebu za transparentnošću u integraciji ESG faktora u korporativnu strategiju. Proučavanje okolišnih faktora omogućuje investitorima procjenu kako tvrtke upravljaju svojim ekološkim utjecajem te kako se nose s pitanjima poput klimatskih promjena, upravljanja resursima i smanjenja ugljičnog otiska. Socijalni faktori, također, igraju ključnu ulogu u analizi ESG faktora. Investitori sve više cijene tvrtke koje pokazuju brigu o svojim zaposlenicima, promiču raznolikost, poštuju ljudska prava i doprinose društvenoj zajednici. Upravljački faktori su od ključnog značaja za investitore jer pružaju uvid u kvalitetu korporativnog upravljanja, integritet menadžmenta i transparentnost u poslovanju. Integracija ESG analize u proces donošenja investicijskih odluka omogućuje investitorima da bolje razumiju rizike i prilike povezane s ulaganjem u određene tvrtke te da podrže one koje uspješno integriraju održivost u svoje poslovanje. Kroz integraciju ESG analize, investitori ne samo da podržavaju održive prakse, već i potiču kompanije da usvoje politike koje vode dugoročnoj održivosti.

Inditex Grupa, kao jedan od predvodnika *fast-fashion* sektora, suočava se s ranije spomenutim izazovima. Predmet ovog rada je pomoću modela diskontiranih novčanih tokova procijeniti vrijednost poduzeća te će se kroz suplementarnu analizu ESG faktora istražiti šire implikacije aktivnosti poduzeća u kontekstu izazova s kojima se suočavaju svi dionici tekstilne industrije. Ovaj pristup omogućuje holistički uvid u investicijske mogućnosti i rizike te istovremeno naglašava važnost održivog poslovanja u suvremenom poslovnom okruženju tekstilne industrije.



Nastavno na predmet rada, cilj rada je analizom ESG ocjene promatranog poduzeća, razmotrit će se konkretne akcije koje poduzeće poduzima kako bi postalo lider održivog poslovanja u tekstilnoj industriji. Nadalje, rad će pružiti dublji uvid u ključne aspekte održivosti u kontekstu tekstilne industrije te istaknuti važnost strategija koje poduzeća poput Inditex Grupe poduzimaju kako bi odgovorila na sve veće ekološke izazove.

## **1.2. Metode istraživanja i izvori podataka**

Prilikom izrade ovog rada, uz korištenje stručne literature iz područja ekonomske znanosti, bit će korištene relevantne publikacije i sekundarni podaci koji su izvedeni iz stručne literature te kredibilne internetske stranice. Za potrebe financijske analize, koristiti će se godišnji financijski izvještaji poduzeća Inditex. Nadalje, za potrebe ESG analize, pristupit će se Refinitiv terminalu, kojem autorica rada ima pristup putem svoje participacije na međunarodnom studentskom natjecanju.

Za potrebe izrade ovog rada primijenjene su različite istraživačke metode, među kojima su najviše korištene kompilacijska, deskriptivna, induktivna i komparacijska metoda. Kompilacijska metoda korištena je za integraciju različitih izvora stručne literature u koherentnu cjelinu, dok je deskriptivna metoda služila za detaljno opisivanje predmeta rada. Induktivna metoda bila je ključna za donošenje zaključaka na temelju promatranih podataka. Također, komparativna metoda je korištena za usporedbu ESG faktora poduzeća Inditex s konkurentnim tvrtkama.

Očekivani stručni doprinos rada ogleda se u prisutnoj oskudnosti znanstvenih radova na temu utjecaja ESG faktora na procjenu vrijednosti poduzeća te donošenja investicijskih odluka koje su potpomognute ESG analizom, posebice u tekstilnoj industriji koja je svakodnevna tema javnih diskursa.

## **1.3. Sadržaj i struktura rada**

Diplomski rad strukturiran je u četiri glavna dijela, s posebnim naglaskom na procjenu vrijednosti poduzeća i ulogu ESG faktora. U teorijskom okviru objašnjavaju se modeli procjene vrijednosti poduzeća, poput modela diskontiranih novčanih tokova i multiplikatora usporedivih poduzeća, te se definiraju pojmovi ESG faktora i njihova uloga u nefinancijskom izvještavanju. Zatim se analizira tekstilna industrija s naglaskom na održivi razvoj, povijesni razvitak i suvremene izazove, uključujući "brzu modu." U posljednjem dijelu rada procjenjuje se vrijednost Inditex Grupe, s naglaskom na utjecaj ESG faktora, kroz dijagnostičku analizu, model diskontiranih novčanih tokova i izračun ESG faktora poduzeća.

## 2. TEORIJSKI OKVIR PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA I UTJECAJ ESG FAKTORA NA PROCJENU VRIJEDNOSTI

### 2.1. Procjena vrijednosti poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova

Model diskontiranog novčanog toka (poznat i kao "DCF") predstavlja jednu od najznačajnijih i najčešćih metodologija procjene vrijednosti poduzeća (Rosenbaum i Pearl, 2009). Ovaj model temelji se na konceptu sadašnje vrijednosti, prema kojem se vrijednost bilo koje imovine određuje kao sadašnja vrijednost njenih očekivanih budućih novčanih tokova. Prema Damodaran (2012), ključna ideja DCF-a je da se vrijednost imovine izračunava diskontiranjem budućih novčanih tokova, pri čemu se koristi odgovarajuća diskontna stopa koja odražava rizik i vremensku vrijednost novca. Dakle, u procesu procjene vrijednosti bilo koje vrste imovine, slobodni novčani tokovi koje ta imovina generira, kao i pravilno određena diskontna stopa, imaju presudnu ulogu.

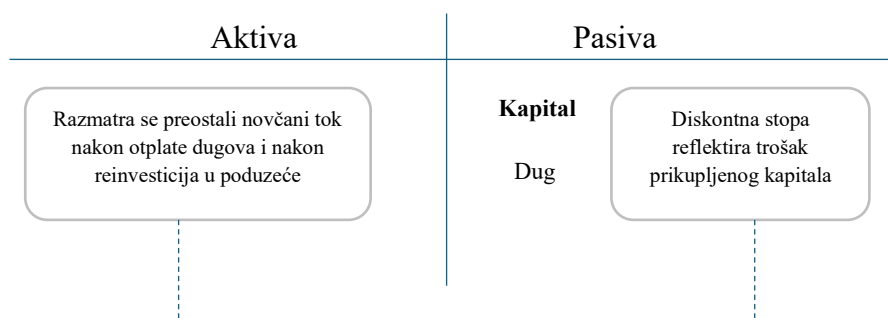
$$\text{Vrijednost imovine} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

gdje je:  $n$  = životni vijek imovine,  $CF_t$  = novčani tok u razdoblju  $t$  i  $r$  = diskontna stopa.

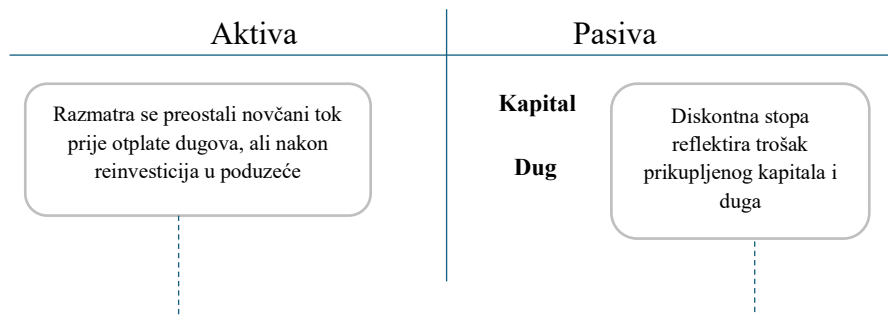
Model diskontiranih novčanih tokova ima široku primjenu, uključujući procjenu vrijednosti u kontekstu donošenja investicijskih odluka, izdavanja dionica, spajanja i preuzimanja te restrukturiranja poduzeća (Rosenbaum i Pearl, 2009). Kroz DCF analizu dobiva se intrinzična vrijednost poduzeća, koja predstavlja procjenu vrijednosti koju bi nepristrani analitičar dodijelio poduzeću na temelju točne procjene budućih slobodnih novčanih tokova i odgovarajuće diskontne stope (Rosenbaum i Pearl, 2009; Damodaran, 2012). Damodaran ističe da postoje dva glavna pristupa u procjeni vrijednosti poduzeća pomoću DCF-a: prvi je usmjeren na procjenu vrijednosti vlasničkog udjela, dok drugi pristup obuhvaća procjenu ukupne vrijednosti poduzeća. Iako oba pristupa koriste diskontiranje očekivanih budućih novčanih tokova, razlikuju se u smislu relevantnih novčanih tokova i diskontnih stopa koje se primjenjuju (Damodaran, 2012). Ovi se pristupi mogu ilustrirati kroz bilancu, gdje se različite stavke aktive i pasive koriste za izračun vrijednosti vlasničkog udjela i ukupne vrijednosti poduzeća (Slika 1.).

Slika 1. Prikaz procjene vrijednosti vlasničkog udjela i procjene vrijednosti poduzeća

### Procjena vrijednosti vlasničkog udjela



### Procjena vrijednosti poduzeća



Izvor: Izrada autorice prema Damodaran (2012)

Vrijednost vlasničkog kapitala dobiva se diskontiranjem očekivanih slobodnih novčanih tokova vlasničkog udjela po trošku vlasničkog kapitala (Damodaran, 2012):

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

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

Prema Damodaranu (2012), vrijednost poduzeća izračunava se diskontiranjem očekivanih slobodnih novčanih tokova prema poduzeću koristeći prosječni ponderirani trošak kapitala (engl. Weighted Average Cost of Capital, „WACC”):

$$\text{vrijednost poduzeća} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+WACC)^t} \quad (3)$$

gdje je:  $n$  = životni vijek imovine;  $FCFE_t$  = očekivani slobodni novčani tokovi vlasničkog udjela i  $WACC$  = prosječni ponderirani trošak kapitala.

Očekivani slobodni novčani tokovi vlasničkog kapitala (Free Cash Flow to Equity, FCFE) predstavljaju iznos novca koji ostaje poduzeću nakon što podmiri obveze prema vjerovnicima, uključujući kamate i otplatu glavnice, te nakon što osigura sredstva za održavanje postojećih kapaciteta i investiranje u budući rast (Damodaran, 2012). Nasuprot tome, slobodni novčani tokovi poduzeću (Free Cash Flow to the Firm, FCFF) označavaju iznos novca koji poduzeće ima na raspolaganju nakon pokrivanja svih operativnih troškova, ali prije isplata kamata, dividendi ili drugih obveza prema kapitalnim ulagačima, te nakon prilagodbe poreznih obveza na osnovu pretpostavke da poduzeće nema dugova (CFI, 2019).

Postoje dvije ključne razlike između ovih modela. Prvo, FCFF se diskontira po prosječnom ponderiranom trošku kapitala (WACC), dok se FCFE diskontira po trošku vlasničkog kapitala, odnosno po stopi povrata koju zahtijevaju ulagači u vlasnički kapital poduzeća (Damodaran, 2012). Druga razlika leži u načinu izračuna: FCFF se dobiva oduzimanjem kapitalnih ulaganja od operativnog novčanog toka, dok se kod FCFE dodatno oduzimaju ili pribrajaju plaćanja ili primici od dugovnih obveza (Pinto i sur., 2010).

Iz ovoga se može zaključiti da je ključno pravilno odabrati vrstu slobodnog novčanog toka i odgovarajuću diskontnu stopu za DCF analizu, jer ti odabiri mogu značajno utjecati na procijenjenu vrijednost poduzeća. Prednost korištenja FCFF-a i FCFE-a u odnosu na druge mjere novčanih tokova jest njihova izravna primjena u DCF metodologiji, dok druge mjere poput operativnog novčanog toka (CFO), neto dobiti, EBIT-a ili EBITDA-e ne omogućuju takvu izravnu primjenu zbog potencijalnog dvostrukog brojanja stavki ili izostavljanja važnih novčanih tokova (Pinto i sur., 2010).

Na primjer, EBIT i EBITDA nisu adekvatne mjere jer ne uzimaju u obzir porezne obveze, a novčani tokovi dostupni investitorima moraju biti obračunati nakon oporezivanja. Također, ove mjere ne uključuju reinvestiranje u obliku kapitalnih ulaganja ili izdataka za obrtni kapital. Oba pristupa, FCFF i FCFE, trebala bi dovesti do sličnih procjena vrijednosti pod uvjetom da su pretpostavke konzistentne (Pinto i sur., 2010; Damodaran, 2012).

Postoje dva temeljna pristupa u metodama diskontiranja novčanih tokova – jednoperiodni i višeperiodni model. Jednoperiodni model primjenjuje se za poduzeća koja su u fazi stabilnog rasta, gdje se predviđa da će novčani tokovi rasti konstantnom brzinom u beskonačnost. Ova pretpostavka o rastu temelji se na vjerovanju da će poduzeće nastaviti poslovati neograničeno,

bez poznatih faktora koji bi mogli dovesti do njegovog prestanka. Ova pretpostavka je ključna u primjeni modela diskontiranih novčanih tokova jer je gotovo nemoguće precizno predvidjeti novčane tokove na neodređeno vrijeme. Umjesto toga, procjenitelj koristi model za izračun svih budućih novčanih tokova koje poduzeće generira nakon što završi detaljna projekcija. Ovaj pristup, poznat kao Gordonov model konstantnog rasta, također se koristi za određivanje vrijednosti poduzeća u kontekstu jednoperiodnog modela diskontiranih novčanih tokova (Miloš Sprčić, Orešović Sulje, 2012).

Jednoperiodni FCFE model odgovara jednoperiodnom FCFF modelu, s tom razlikom što se koristi FCFE umjesto FCFF-a, a umjesto WACC-a primjenjuje se zahtijevani prinos na kapital (Pinto i sur., 2010; Kaplan Schweser, 2013):

$$\text{vrijednost vlasničkog udjela} = \frac{FCFE_1}{r-g} = \frac{FCFE_0 \times (1+g)}{r-g} \quad (4)$$

gdje je:  $FCFE_1$  = očekivani slobodni novčani tokovi poduzeća u jednoj godini;  $FCFE_0$  = početna razina FCFE;  $g$  = konstantna stopa rasta i  $r$  = zahtijevana stopa povrata na kapital.

Višeperiodni modeli uključuju dvoperiodni i troperiodni DCF model. U dvoperiodnom modelu, poduzeće prolazi kroz dvije faze rasta: kratkoročno razdoblje s iznadprosječnom stopom rasta i dugoročno razdoblje sa stabilnom stopom rasta. Prema tome, vrijednost poduzeća može se prikazati na sljedeći način (Pinto i sur., 2010; Kaplan Schweser, 2013):

$$\text{vrijednost vlasničkog udjela} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} + \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad (5)$$

gdje je:  $n$  = životni vijek imovine; FCFF = očekivani slobodni novčani tok poduzeća;  $g$  = konstantna stopa rasta i WACC = ponderirani prosječni trošak kapitala.

Dvoperiodni FCFE model može se dobiti zamjenom FCFF-a s FCFE i zamjenom WACC-a zahtijevanim prinosom na kapital. U troperiodnom modelu poduzeće prolazi kroz tri faze rasta: fazu rasta, fazu zrelosti i prijelaznu fazu.

Prema Rosenbaumu i Pearlu (2009), prvi korak u DCF analizi je istraživanje poduzeća koje se analizira. Ključno je temeljito razumjeti poslovni model, financijski profil, ključna tržišta, konkurenciju i glavne rizike, kako bi se procijenila stvarna vrijednost poduzeća. S obzirom na to da DCF analiza uključuje pretpostavke o budućem razvoju poduzeća, važno je razumjeti analizirano poduzeće kako bi te pretpostavke bile što realnije. Uz to, potrebno je razumijevanje industrije i šireg okruženja u kojem poduzeće posluje. Sljedeća faza analize poduzeća uključuje

„identifikaciju ključnih faktora koji utječu na performanse poduzeća, posebice rasta prodaje, profitabilnosti i generiranja slobodnog novčanog toka, kako bi se stvorio realan skup projekcija slobodnog novčanog toka” (Rosenbaum i Pearl, 2009). Ovi faktori mogu biti unutarnji, poput otvaranja novih poslovnica, razvoja novih proizvoda, stjecanja novih klijenata i poboljšanja operativne učinkovitosti, ili vanjski, poput akvizicija, tržišnih trendova, makroekonomskih čimbenika i regulatornih promjena (Rosenbaum i Pearl, 2009).

Nakon analize poduzeća i industrije, sljedeći korak je projekcija očekivanih slobodnih novčanih tokova (Larrabee i Voss, 2012). Jedan od pristupa za izradu tih projekcija je korištenje povijesnih financijskih podataka poduzeća koje je predmet DCF analize kao osnove za prognoze (Larrabee i Voss, 2012). Uobičajeno je analizirati povijesne podatke poduzeća za posljednje tri godine, no za detaljniju analizu mogu se uzeti u obzir i podaci iz prethodnih pet godina (Rosenbaum i Pearl, 2009). Povijesne stope rasta, profitne marže i drugi pokazatelji često pružaju dobar uvid u buduće performanse poduzeća (Rosenbaum i Pearl, 2009).

Kaplan Schweser (2013) spominje dva pristupa za projekciju budućih FCFF i FCFE. Prvi pristup, slično kao i kod Larrabee i Voss (2012), koristi povijesne financijske podatke poduzeća, pri čemu se na povijesni slobodni novčani tok primjenjuje stopa rasta uz pretpostavku da će rast ostati konstantan ako se drugi faktori ne mijenjaju. Drugi pristup uključuje zasebno projiciranje pojedinih komponenti slobodnog novčanog toka za svaku godinu prognoze. U ovom procesu mogu biti korisni makroekonomski pokazatelji, poput očekivane stope rasta BDP-a, koji se mogu koristiti kao približna vrijednost za očekivanu stopu rasta prihoda analiziranog poduzeća.

Nakon što se projiciraju slobodni novčani tokovi, sljedeći korak u DCF analizi je izračun diskontne stope. Diskontna stopa predstavlja "stopu povrata koju investitor zahtijeva kako bi bio motiviran uložiti u diskontirani novčani tok" (Larrabee i Voss, 2012). Larrabee i Voss (2012) identificiraju šest ključnih karakteristika diskontnih stopa:

- podložne su utjecajima tržišta,
- ovise o vrsti diskontiranog elementa,
- trebaju uzeti u obzir rizik,
- temelje se na prinosima koji su dostupni iz alternativnih investicija,
- prilagođene su za inflaciju.

Prema Larrabeeju i Vossu (2012), na diskontnu stopu utječe šest faktora, od kojih su tri vanjska i tri unutarnja. Vanjski faktori uključuju opće ekonomske uvjete, prinose iz alternativnih investicija te stanje i perspektive unutar industrije (Larrabee i Voss, 2012). Ovi faktori

prvenstveno utječu na trošak vlasničkog kapitala. S druge strane, unutarnji faktori uključuju financijski rizik, operativni rizik i rizik povezan s procjenom slobodnog novčanog toka (Larrabee i Voss, 2012), koji su više povezani s troškom duga poduzeća.

Budući da poduzeće može pribaviti vanjska financijska sredstva izdavanjem duga ili kapitala, sljedeći korak je utvrditi trošak duga i trošak vlasničkog kapitala. Trošak duga proizlazi iz "prosječne stope prinosa na sve nepodmirene dužničke instrumente" poduzeća koje se analizira (Rosenbaum i Pearl, 2009). Ovaj trošak predstavlja naknadu koju vjerovnici očekuju za osiguravanje financijskih sredstava poduzeću. U hipotetskom scenariju gdje poduzeće uzima kredit od banke, kamatna stopa na taj kredit predstavljala bi njegov trošak duga.

Trošak vlasničkog kapitala definira se kao "očekivani godišnji povrat koji ulagači očekuju u zamjenu za investiranje u poduzeće" (Rosenbaum i Pearl, 2009). U investicijskom bankarstvu, za izračun troška vlasničkog kapitala obično se koristi model određivanja kapitalne imovine (Capital Asset Pricing Model, CAPM) (Rosenbaum i Pearl, 2009).

Činjenica da svaki investitor drži neku kombinaciju nerizične imovine i tržišnog portfelja dovodi do sljedećeg zaključka, a to je da je očekivani povrat na imovinu linearno povezan s beta faktorom te imovine. Konkretno, očekivani povrat na imovinu može se zapisati kao funkcija nerizične kamatne stope i beta faktora te imovine (Damodaran, 2014). Prema Palepuu, Healyju i Peeku (2013), osnovna ideja CAPM-a je da investitori koji posjeduju portfelj ulaganja žele biti kompenzirani samo za rizik koji određena imovina unosi u taj portfelj. Taj rizik, poznat kao beta ili sistemski rizik, predstavlja "rizik koji polazi od korelacije prinosa te imovine s prinosima ostalih investicija u portfelju investitora" (Palepu, Healy i Peek, 2013). Dakle, CAPM izračunava trošak vlasničkog kapitala kao zbroj prinosa na nerizičnu imovinu i premije za beta rizik, odnosno sistemski rizik (Palepu, Healy i Peek, 2013):

$$r_e = R_f + \beta [E(r_m) - R_f] \quad (6)$$

gdje je:  $r_f$  = nerizična stopa;  $\beta$  = sistematski rizik vlasničkog kapitala i  $[E(r_m) - r_f]$  = premija tržišnog rizika.

Nerizična imovina definira se kao imovina u kojoj investitor zna očekivani povrat s određenom sigurnošću za vremensko razdoblje analize. Posljedično, nerizična kamatna stopa koristi se ovisno o tome je li vremensko razdoblje za očekivani povrat jedno, pet ili deset godina.

Premija rizika je premija koju investitori traže za ulaganje u tržišni portfelj, koji uključuje sve rizične imovine na tržištu, umjesto ulaganja u nerizičnu imovinu. Stoga se ne odnosi na bilo koju pojedinačnu rizičnu imovinu, već na rizične imovine kao skupinu.

Beta, koja predstavlja kovarijancu imovine podijeljenu s tržišnim portfeljem, jedini je faktor specifičan za poduzeće u ovoj jednadžbi. Drugim riječima, jedini razlog zbog kojeg dvije investicije imaju različite očekivane povrate u CAPM-u je taj što imaju različite bete.

Kao što je navedeno, trošak vlasničkog kapitala moguće je odrediti pomoću tri parametra, a to su: nerizična stopa, beta i premija tržišnog rizika.

Prema Damodaran (2014), da bi imovina bila nerizična postoje dva uvjeta koja se moraju zadovoljiti. Prvi uvjet je da ne smije postojati rizik insolventnosti. Stoga, vrijednosnice izdane od strane privatnih poduzeća, čak i onih najstabilnijih, ne mogu se smatrati nerizičnima jer uvijek postoji određeni rizik insolventnosti (Damodaran, 2012). Kao rezultat toga, jedine vrijednosnice koje se mogu smatrati nerizičnom imovinom su državne obveznice, budući da država ima kontrolu nad ponudom novca (Damodaran, 2012).

Drugi uvjet za to da nerizična imovina ima stvaran povrat jednak očekivanom povratu je izostanak rizika reinvestiranja (Damodaran, 2012). Damodaran (2012) naglašava da je ovaj uvjet teško u potpunosti ispuniti te stoga predlaže praktično rješenje koje uključuje strategiju usklađivanja trajanja. Ova strategija podrazumijeva da se trajanje imovine bez rizika insolventnosti, koja se koristi kao nerizična imovina, uskladi s trajanjem novčanih tokova u DCF analizi. Slično tome, Palepu, Healy i Peek (2013) zaključuju da se srednjoročne državne obveznice često koriste za određivanje nerizične stope jer se njima diskontiraju srednjoročni novčani tokovi. Njihov pristup također uključuje usklađivanje ročnosti, odnosno trajanja nerizične imovine s trajanjem projiciranih novčanih tokova u DCF analizi.

Još jedan razlog za preferiranje srednjoročnih stopa u odnosu na kratkoročne je taj što srednjoročne stope također odražavaju očekivanja o inflaciji (Palepu, Healy i Peek, 2013). Prema Damodaranu (2012), "nerizična stopa treba biti dosljedno mjerena u skladu s načinom na koji su novčani tokovi mjerena." Ako su novčani tokovi poduzeća izraženi u američkim dolarima, tada bi odgovarajuća nerizična stopa trebala biti vezana uz američke državne obveznice (Damodaran, 2012). Drugim riječima, lokacija poduzeća nije bitna; ključna je valuta u kojoj su novčani tokovi izraženi, a ta valuta mora biti usklađena s državnim obveznicama. Rosenbaum i Pearl (2009) navode da se američke državne obveznice obično prihvaćaju kao nerizična imovina u kontekstu investicijskog bankarstva.



Sistemska rizik dionice, poznat kao beta koeficijent, „odražava osjetljivost novčanih tokova i zarada, a posljedično i cijene dionice, na promjene na tržištu” (Palepu, Healy i Peek, 2013). Dionica s betom jednakom 1 kretat će se u skladu s tržišnim indeksom, kako u pozitivnom, tako i u negativnom smjeru. Dionica s betom manjom od 1 ima niži sistemski rizik u odnosu na tržište, dok dionica s betom većom od 1 nosi veći sistemski rizik (Rosenbaum i Pearl, 2009). Postoje tri glavna pristupa za određivanje bete: „korištenje povijesnih podataka, određivanje temeljem fundamentalnih karakteristika poduzeća te putem računovodstvenih podataka“ (Damodaran, 2012).

Prvi pristup za izračun bete temelji se na regresijskoj analizi povrata investicije u odnosu na povrate tržišnog indeksa (Damodaran, 2012). U praksi se pri ovom pristupu bete često dobivaju od financijskih institucija poput Bloomberga ili Standard & Poor’s-a. Međutim, nedostatak ovog pristupa je njegova primjena isključivo na poduzeća čijim se dionicama trguje na sekundarnom tržištu. Stoga, ako se analizira privatno poduzeće koje nije izlistano na burzi, potrebno je primijeniti neki drugi pristup.

Nadalje, sljedeći pristup kojim se može odrediti beta oslanja se na fundamente poslovanja određenog poduzeća. Tu su ključne tri varijable:

- a) vrsta poduzeća,
- b) razina operativne poluge,
- c) razina financijske poluge.

S obzirom na to da beta koeficijent mjeri rizik poduzeća u usporedbi s tržišnim indeksom, poduzeća koja su osjetljivija na promjene tržišnih uvjeta imat će viši beta koeficijent (Damodaran, 2012). Na primjer, ciklična poduzeća obično imaju viši beta koeficijent od necikličkih poduzeća (Damodaran, 2012). Poduzeća s visokim udjelom fiksnih troškova u ukupnim troškovima imaju veću operativnu polugu (Damodaran, 2012). Takva poduzeća, zbog veće varijabilnosti operativne profitabilnosti, imaju veću volatilnost operativnog profita, što rezultira višim beta koeficijentom (Damodaran, 2012). Povećanje financijske poluge također pridonosi rastu beta koeficijenta poduzeća (Damodaran, 2012).

Rosenbaum i Pearl (2009) navode da se kod privatnih poduzeća beta koeficijent može izračunati usporedbom s grupom javno trgovanih poduzeća sa sličnim karakteristikama. Međutim, problem može nastati ako ta usporedna poduzeća imaju različitu kapitalnu strukturu. Kapitalna struktura se odnosi na omjer duga i kapitala poduzeća, a kako bi se eliminirao utjecaj različite

kapitalne strukture, potrebno je prilagoditi izračun za efekt financijske poluge (Rosenbaum i Pearl, 2009).

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + \frac{D}{E} \times (1-t)\right]} \quad (7)$$

gdje je:  $\beta_U$  = beta bez utjecaja financijske poluge;  $\beta_L$  = beta s utjecajem financijske poluge;  $D/E$  = omjer duga i kapitala i  $t$  = granična porezna stopa.

Nakon što se za svako poduzeće izračuna beta prilagođena za eliminaciju utjecaja financijske poluge, izračunava se prosječna beta bez financijske poluge za cijelu grupu sličnih poduzeća (Rosenbaum i Pearl, 2009). Ova prosječna beta bez financijske poluge zatim se ponovno prilagođava kako bi uključila utjecaj financijske poluge, koristeći pri tome kapitalnu strukturu i graničnu poreznu stopu analiziranog poduzeća (Rosenbaum i Pearl, 2009):

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + \frac{D}{E} \times (1-t)\right] \quad (8)$$

gdje je  $D/E$  = omjer duga i kapitala analiziranog poduzeća.

Dobivena beta s utjecajem financijske poluge služi kao beta za izračun troška vlastitog kapitala prema *Capital Asset Pricing Modelu* (CAPM) (Rosenbaum i Pearl, 2009).

Treći pristup određivanja beta koeficijenta temelji se na korištenju računovodstvenih zarada, pri čemu se promjene zarada poduzeća na kvartalnoj ili godišnjoj razini uspoređuju s promjenama zarada na tržištu u istim razdobljima (Damodaran, 2012). Međutim, Damodaran (2012) upozorava na tri ključna problema s ovim pristupom. Prvi problem je da su računovodstvene zarade često prilagođene raspoređivanjem prihoda i rashoda kroz različita razdoblja, što može rezultirati sniženjem beta koeficijenta za rizična poduzeća i povećanjem za sigurnija poduzeća. Drugi problem proizlazi iz utjecaja neoperativnih faktora, poput promjena u metodama amortizacije ili skladištenja zaliha, koji mogu iskriviti računovodstvene zarade. Treći problem je da se računovodstvene zarade mjere samo kvartalno ili godišnje, što smanjuje broj dostupnih podataka za regresijske analize (Damodaran, 2012). Sve ovo dovodi u pitanje pouzdanost korištenja računovodstvenih zarada kao mjere za određivanje beta koeficijenta poduzeća.

Tržišna premija rizika predstavlja razliku između očekivanog povrata na ulaganje u dioničko tržište, gdje se S&P 500 često koristi kao reprezentativni pokazatelj za dioničko tržište, i nerizične stope povrata (Rosenbaum i Pearl, 2009). Prema Damodaran (2012), „u praksi se

često oslanja na povijesne podatke specifičnih dioničkih tržišta“. Ako se analizira poduzeće koje ne posluje na američkom tržištu, potrebno je uzeti u obzir državnu premiju rizika, s obzirom na to da ta tržišta često nemaju dovoljno razvijena dionička tržišta (Damodaran, 2012).

Postoje tri glavna pristupa za određivanje državne premije rizika (Damodaran, 2012). Prvi pristup temelji se na kreditnim rejtinzima država, koje ocjenjuju agencije poput Standard & Poor'sa, Moody'sa i Fitcha (Damodaran, 2012). Ovi rejtinzi odražavaju rizik insolventnosti pojedinih država. Na temelju tih rejtinga, moguće je analizirati skupinu država s istim kreditnim rejtingom i usporediti njihove prinose na dolarske ili euro obveznice u odnosu na američke državne obveznice (Damodaran, 2012). Prosječna razlika između stopa prinosa državnih obveznica i američkih obveznica predstavlja državnu premiju rizika (Damodaran, 2012):

$$\text{državna premija rizika} = \text{raspon bankrota}_{\text{država } x} - \text{prinos američkih obveznica} \quad (9)$$

Drugi pristup koristi relativne standardne devijacije (Damodaran, 2012). Ovaj pristup uključuje izračun omjera između standardne devijacije američkog dioničkog tržišta i standardne devijacije dioničkog tržišta određene države (Damodaran, 2012):

$$\text{relativna standardna devijacija}_{\text{države } x} = \frac{\text{standardna devijacija}_{\text{SAD}}}{\text{standardna devijacija}_{\text{države } x}} \quad (10)$$

Ako se relativna standardna devijacija pomnoži s tržišnom premijom rizika za američke dionice, dobiva se premija rizika kapitala za bilo koje tržište (Damodaran, 2012):

$$\text{tržišna premija rizika} = \text{raspon bankrota}_{\text{država } x} \times \frac{\sigma_{\text{dioničkog tržišta države } x}}{\sigma_{\text{obveznice države } x}} \quad (11)$$

„Sva tri pristupa će rezultirati drugačijim rezultatima, a tipično će prva dva pristupa rezultirati nižom državnom premijom rizika nego treći pristup koji kombinira prve dvije metode“. (Damodaran, 2012).

Nakon što su prethodni koraci dovršeni, izračunava se WACC (prosječni ponderirani trošak kapitala) poduzeća (Rosenbaum i Pearl, 2009). „WACC je općeprihvaćen standard za korištenje kao diskontna stopa pri izračunu sadašnje vrijednosti poduzeća, posebno za diskontiranje očekivanih slobodnih novčanih tokova“ (Rosenbaum i Pearl, 2009). U ovom procesu, ranije izračunati trošak duga, prilagođen za utjecaj poreza, i trošak vlasničkog kapitala množe se s ciljnim udjelima duga i vlasničkog kapitala:

$$WACC = [r_d \times (1 - t)] \times \frac{D}{D+E} + r_e \times \frac{E}{D+E} \quad (12)$$

gdje je :  $r_d$  = trošak duga;  $r_e$  = trošak vlasničkog kapitala;  $t$  = granična stopa poreza;  $D$  = tržišna vrijednost duga i  $E$  = tržišna vrijednost kapitala.

S izračunatim WACC-om, projicirani očekivani slobodni novčani tokovi poduzeća diskontiraju se na sadašnju vrijednost. Budući da je gotovo nemoguće precizno projicirati slobodne novčane tokove poduzeća u beskonačnost, u investicijskom bankarstvu koristi se terminalna vrijednost, koja predstavlja vrijednost poduzeća nakon razdoblja projiciranja unutar modela (Rosenbaum i Pearl, 2009). Prema Rosenbaum i Pearl (2009), terminalna vrijednost često čini značajan udio ukupne vrijednosti poduzeća u DCF analizi, ponekad i do 75%, zbog čega je važno da financijski podaci u terminalnoj godini odražavaju stabilnu razinu očekivanih financijskih performansi poduzeća. Postoje dva pristupa za izračun terminalne vrijednosti: model izlaznog multiplikatora (EMM) i model trajnog rasta (PGM) (Rosenbaum i Pearl, 2009).

Model izlaznog multiplikatora procjenjuje preostalu vrijednost poduzeća nakon završetka projiciranog razdoblja koristeći multiplikator na temelju EBITDA ili EBIT profitabilnosti u posljednjoj godini projekcije (Rosenbaum i Pearl, 2009). „Multiplikator se obično određuje na temelju multiplikatora usporedivih poduzeća u prethodnih 12 mjeseci“ (Rosenbaum i Pearl, 2009). Budući da izlazni multiplikator značajno utječe na izračun terminalne vrijednosti, a time i na ukupnu vrijednost u DCF analizi, u investicijskom bankarstvu se često koristi analiza osjetljivosti koja uključuje raspon izlaznih multiplikatora temeljenih na usporedivim poduzećima. Terminalna vrijednost dobiva se množenjem EBITDA ili EBIT s odgovarajućim izlaznim multiplikatorom:

$$\text{terminalna vrijednost} = \frac{FCF_n \times (1+g)}{(r-g)} \quad (13)$$

gdje je :  $FCF$  = slobodni novčani tok poduzeća,  $n$  = posljednja godina projekcijskog razdoblja,  $g$  = konstantna stopa rasta i  $r$  = WACC.

Izlazni multiplikator i model trajnog rasta često se koriste zajedno u DCF analizi kao način provjere točnosti rezultata (Rosenbaum i Pearl, 2009).

U zaključku, važno je istaknuti nekoliko prednosti i nedostataka DCF modela. Jedna od glavnih prednosti DCF-a u usporedbi s drugim metodama procjene vrijednosti poduzeća, kako navode Rosenbaum i Pearl (2009), je njegova prilagodljivost. Naime, omogućuje jednostavno testiranje različitih scenarija putem promjene ulaznih podataka u modelu. Osim toga, DCF model nije toliko podložan tržišnim fluktuacijama, pa tržišna kretanja imaju manji utjecaj na procjenu

vrijednosti poduzeća. DCF je osobito koristan u slučajevima kada ne postoje usporediva poduzeća ili transakcije, jer u takvim situacijama druge metode procjene mogu biti neprikladne.

S druge strane, jedan od nedostataka DCF-a je njegova subjektivnost, posebice u pogledu projekcija slobodnih novčanih tokova. Također, terminalna vrijednost često predstavlja značajan dio ukupne procijenjene vrijednosti poduzeća, ponekad čak i do 75%, što znači da model u velikoj mjeri ovisi o ovom jednom parametru. Dodatno, DCF model pretpostavlja da će struktura kapitala ostati nepromijenjena tijekom cijelog razdoblja projekcije, što nije uvijek realno (Rosenbaum i Pearl, 2009).

## **2.2. Procjena vrijednosti poduzeća multiplikatorima usporedivih poduzeća**

Za razliku od modela diskontiranih novčanih tokova, koji se oslanja na buduću sposobnost poduzeća da generira novčane tokove za svoje vlasnike, tržišne metode temelje se na usporedbi procjenjivanog poduzeća s imovinom koja ima slične karakteristike. Kod procjene vrijednosti korištenjem multiplikatora usporedivih poduzeća, analizirano poduzeće uspoređuje se s drugim sličnim poduzećima koja su javno izlistana na burzi. Ova metoda počiva na pretpostavci zakona jedne cijene, prema kojem bi imovina sličnih karakteristika povrata i rizika trebala imati istu tržišnu cijenu. Zbog toga se ova metoda često naziva i relativnom metodom (Pinto, 2015).

Kada se kaže da se sličnom imovinom treba trgovati po istoj cijeni, to ne znači da bi slična poduzeća trebala imati jednaku tržišnu vrijednost ili identičnu cijenu dionica. Umjesto toga, pod istom cijenom podrazumijeva se da bi usporediva poduzeća trebala biti vrednovana po sličnim multiplikatorima. Ti multiplikatori, koji su financijski omjeri, temelje se na pretpostavci da se cijena dionica ne ocjenjuje izolirano, već u odnosu na udio u prihodima, zaradama ili imovini poduzeća koji su povezani s tom dionicom. Multiplikatori mogu biti vezani za vrijednost poduzeća, pri čemu predstavljaju omjer ukupne vrijednosti poduzeća (VP) u odnosu na zarade dostupne svim kreditorima i vlasnicima (najčešće ukupni prihodi ili EBITDA), ili se mogu odnositi na vrijednost obične glavnice, kada izražavaju omjer vrijednosti obične glavnice prema zaradama dostupnim samo vlasnicima (najčešće neto dobit).

Ukoliko kažemo da se sličnom imovinom treba trgovati po istoj cijeni, to ne znači da bi slična poduzeća trebala imati jednaku tržišnu vrijednost ili identičnu cijenu dionica. Umjesto toga, pod istom cijenom podrazumijeva se da bi usporediva poduzeća trebala biti vrednovana po sličnim multiplikatorima. Ti multiplikatori, koji su financijski omjeri, temelje se na pretpostavci da se cijena dionica ne ocjenjuje izolirano, već u odnosu na udio u prihodima, zaradama ili imovini poduzeća koji su povezani s tom dionicom. Multiplikatori mogu biti vezani za

vrijednost poduzeća, pri čemu predstavljaju omjer ukupne vrijednosti poduzeća (VP) u odnosu na zarade dostupne svim kreditorima i vlasnicima (najčešće ukupni prihodi ili EBITDA), ili se mogu odnositi na vrijednost obične glavnice, kada izražavaju omjer vrijednosti obične glavnice prema zaradama dostupnim samo vlasnicima (najčešće neto dobit) (Orešković Sulje, 2010). Ova metoda može se najjasnije prikazati kroz primjer koji je poznat većini ljudi, poput usporedbe cijena nekretnina. Kada se razmatra kupnja nekretnine, često se cijena izražava po kvadratnom metru, što predstavlja standardizirani pokazatelj koji omogućava usporedbu s drugim nekretninama sličnih karakteristika. Iako te nekretnine mogu imati sličnu lokaciju i stanje, mogu se razlikovati po veličini. Cijena po kvadratnom metru pomaže utvrditi koje su nekretnine precijenjene ili podcijenjene u odnosu na druge nekretnine različitih dimenzija. Na sličan način funkcionira i tržišna metoda procjene vrijednosti poduzeća.

Prvi korak ove metode uključuje identifikaciju grupe usporedivih poduzeća koja su javno izlistana na burzi. U idealnim uvjetima, ta grupa bi trebala obuhvaćati osam do deset poduzeća koja djeluju u istoj industriji i geografskim područjima, prodaju slične proizvode i usluge, te imaju slične razine prihoda, profitabilnosti i duga (Palepu, Healy i Peek, 2013). U praksi je često teško pronaći dovoljno usporedivih poduzeća, posebno ako se radi o tvrtki koja djeluje u maloj i specijaliziranoj industriji. U takvim slučajevima može biti malo ili nimalo javno izlistanih poduzeća koja bi mogla poslužiti za usporedbu. To je slično situaciji u kojoj pokušavate pronaći nekretnine za usporedbu u malom, slabo naseljenom području gdje je promet nekretninama rijedak, pa je teško odrediti cijenu po kvadratnom metru. Čak i kada postoje poduzeća u istoj industriji i regiji, njihovi multiplikatori mogu varirati zbog specifičnih karakteristika. Na primjer, poduzeće s većim prihodima ili tržišnom kapitalizacijom može se trgovati uz premiju jer tržište percipira da je stabilnije. Slično, poduzeće s većom profitabilnošću i nižim dugom može biti privlačnije investitorima, što rezultira višim multiplikatorima (Palepu, Healy i Peek, 2013).

Nakon što su identificirana usporediva poduzeća, sljedeći korak je prikupljanje financijskih podataka iz njihovih financijskih izvještaja. Ti podaci često trebaju biti prilagođeni prije izračuna multiplikatora. Na primjer, ako je jedno poduzeće u promatranoj godini imalo izvanredne troškove, poput sudskih troškova, koji se ne očekuju u budućnosti, ti troškovi su privremeno smanjili profitabilnost. Kako bi se dobio točniji prikaz ponavljajuće zarade, potrebno je prilagoditi EBITDA dodavanjem tih jednokratnih troškova. Najčešće korišteni multiplikatori u relativnoj procjeni vrijednosti su (Damodaran, 2010):

$$\frac{VP}{P} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća (VP)}}{\text{Poslovni prihodi}} \quad (14)$$

$$\frac{VP}{EBITDA} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća (VP)}}{\text{Vrijednost prije amortizacije, kamata i poreza}} \quad (15)$$

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržišna cijena dionice}}{\text{Zarade po dionici}} \quad (16)$$

P/E multiplikator je jedan od najčešće korištenih alata za procjenu vrijednosti poduzeća, prvenstveno zbog svoje jednostavnosti i zbog česte usmjerenosti tržišta na zaradu poduzeća. Međutim, ovaj multiplikator ima i značajne nedostatke. Prvo, nije primjenjiv za procjenu poduzeća s negativnom neto dobiti. Također, zarade mogu biti podložne fluktuacijama zbog nestabilnosti u poslovanju i opterećenja dugom, što smanjuje konzistentnost multiplikatora i otežava usporedbe s drugim poduzećima. Osim toga, zarade su osjetljive na manipulacije kroz promjene u računovodstvenim politikama i procjenama. Na primjer, ako poduzeće produlji procijenjeni vijek trajanja imovine, troškovi amortizacije se raspodjeljuju na dulji vremenski period, što može rezultirati većom neto dobiti u svakoj godini nego što bi inače bila (Pinto, 2015).

Zbog navedenih nedostataka P/E multiplikatora, često se uz njega koriste i VP/P te VP/EBITDA multiplikatori. Prihodi i EBITDA su često manje volatilni od neto dobiti što omogućuje veću dosljednost i usporedivost multiplikatora. Multiplikator VP/P često se primjenjuje za start-up poduzeća koja još ne ostvaruju zaradu, ali generiraju prihode. Ovaj multiplikator je manje podložan manipulacijama kroz računovodstvene politike i procjene jer na njega utječe manji broj faktora. Također, omogućava usporedbu poduzeća s različitim kapitalnim strukturama, budući da ne uzima u obzir trošak kamata. Uz to, VP/P omogućava usporedbu poduzeća koja primjenjuju različite politike priznavanja troškova (Pinto, 2015).

Nakon što se izračunaju multiplikatori za usporediva poduzeća, računa se njihov prosjek ili medijan. Ovi pokazatelji prikazuju prosječnu tržišnu vrijednost sličnih poduzeća, izraženu kroz multiplikatore, čime se smanjuje utjecaj volatilnosti pojedinačnih multiplikatora uzrokovane specifičnim uvjetima i karakteristikama usporedivih poduzeća. Zatim je potrebno izračunati poslovne prihode, EBITDA, neto dobit po dionici i knjigovodstvenu vrijednost po dionici za poduzeće koje se procjenjuje. Množenjem tih pokazatelja s odgovarajućim prosječnim multiplikatorom dobiva se vrijednost poduzeća (VP) i vrijednost vlasničkog kapitala, što predstavlja procjenu fer vrijednosti poduzeća na tržištu. Umjesto korištenja trenutnih

vrijednosti prihoda i zarada, moguće je koristiti projekcije za naredne godine, čime se dobivaju budući multiplikatori. Time se u tržišnu metodu uvode određene prednosti modela diskontiranih novčanih tokova, kao što su fokus na buduću sposobnost poduzeća da generira zaradu i mogućnost postavljanja detaljnih pretpostavki o budućem poslovanju (CFA Institute, 2020).

Na kraju, procijenjenu vrijednost dobivenu metodom usporedbe sličnih poduzeća treba povećati za premiju za preuzimanje, poznatu i kao kontrolna premija. Dionice usporedivih poduzeća koje se trguju na burzi predstavljaju manjinske udjele, dok je za preuzimanje cijelog poduzeća obično potrebno platiti višu cijenu od ukupne vrijednosti tih dionica. Razlog za to je dodatna vrijednost koja proizlazi iz mogućnosti donošenja odluka o poslovanju preuzetog poduzeća (Damodaran, 2010).

### **2.3. Pojmovno određenje ESG faktora**

Pojmovno uređenje ESG (*Environmental, Social, and Governance*) kriterija odnosi se na sustavno definiranje i razumijevanje ključnih aspekata povezanih s okolišem, društvom i upravljanjem, koji utječu na poslovanje poduzeća. Iako je svim definicijama zajednički princip koji uključuje kriterije okoliša, društva i korporativnog upravljanja u procesu donošenja odluka o ulaganju. U nastavku su navedeni neki od primjera definicija:

- ESG ulaganje je razmatranje ekoloških, socijalnih i upravljačkih čimbenika zajedno s financijskim čimbenicima u procesu odlučivanja o ulaganju (Briand, 2019)
- Primjena ESG kriterija znači uključivanje ekoloških, socijalnih i upravljačkih pitanja u odluke investitora o portfelju (Matos, 2020)

Čimbenici okoliša usmjereni su na očuvanje prirodnog svijeta, dok društveni čimbenici istražuju kako tvrtka upravlja odnosima s ljudima unutar i izvan organizacije. Čimbenici upravljanja, pak, analiziraju načine na koje se tvrtka vodi i upravlja svojim poslovnim procesima. Sve veći broj ulagača uvrštava ove nefinancijske čimbenike u svoje analize kako bi prepoznali ključne rizike i prepoznali prilike za rast. ESG inicijative, koje obuhvaćaju područja okoliša, društva i upravljanja, ne samo da pridonose održivosti poslovanja, već i dugoročnom pozicioniranju tvrtki za uspjeh temeljen na odgovornom korporativnom upravljanju i promišljenim poslovnim strategijama.

Tri čimbenika su bitna prilikom ESG analize, a to su (Matos, 2020):

- 1) Okolišno (E)



Čimbenici okoliša uključuju razmatranje cjelokupnog utjecaja organizacije na okoliš i potencijalne rizike i prilike s kojima se suočava zbog pitanja okoliša, kao što su klimatske promjene i mjere za zaštitu prirodnih resursa. Primjeri okolišnih čimbenika koji mogu biti ESG kriteriji uključuju sljedeće: potrošnja energije i učinkovitost, ugljični otisak, upravljanje otpadom, onečišćenje zraka i vode, gubitak bioraznolikosti, krčenje šuma te iscrpljenost prirodnih resursa.

## 2) Društvo (S)

Društveni čimbenici određuju način na koji tvrtka tretira različite skupine ljudi odnosno zaposlenike, dobavljače, kupce i članove zajednice. Kriteriji uključuju sljedeće primjere: radni uvjeti, ljudska prava, zdravlje i sigurnost, dječji rad i ropstvo, angažman zajednice, zaštita podataka te filantropija.

## 3) Korporativno upravljanje (G)

Čimbenici upravljanja ispituju način na koji tvrtka vodi politiku, fokusirajući se na interne kontrole i prakse za održavanje usklađenosti s propisima, najboljim praksama u industriji i korporativnim politikama. Primjeri uključuju sljedeće: vođenje i menadžment poduzeća, politike naknada rukovoditelja, programi za izviđače, etička poslovna praksa, sastav odbora, pravila o korupciji, mitu, sukobu interesa te političkim donacijama i lobiranju.

Fokus ka navedenom pristupu omogućuje tvrtkama ne samo ostvarivanje financijske dobiti, već i stvaranje pozitivnog utjecaja na društvo i okoliš, čime dugoročno jačaju svoju reputaciju i konkurentsku prednost. ESG kriteriji postaju sve važniji alat u prepoznavanju tvrtki koje ne samo da poštuju zakonske okvire, već aktivno doprinose održivom razvoju i napretku društvene zajednice. Time privlače ulagače koji su usmjereni na održivo i dugoročno ulaganje, osiguravajući tako kontinuirani uspjeh na tržištu koje sve više cijeni odgovorno poslovanje (Mahmut, Aydogmus, Guzhan, Gulay, Korkmaz, Ergun,2022).

U istraživanju koje su proveli Amel-Zadeh i Serafeim (2017), većina ispitanih investitora koristi ESG podatke prvenstveno iz financijskih razloga, a ne zbog etičkih motiva. Također, veliki broj investitora istaknuo je da su počeli uključivati ESG informacije u svoje investicijske odluke kao odgovor na zahtjeve svojih klijenata (Amel-Zadeh, Serafeim, 2017).

Godine 1983., kao odgovor na sve veću zabrinutost zbog iscrpljivanja ozonskog omotača, globalnog zagrijavanja i drugih ekoloških problema povezanih s podizanjem životnog standarda svjetske populacije, Opća skupština Ujedinjenih naroda (UN) sazvala je Svjetsku

komisiju za okoliš i razvoj (WCED), međunarodnu grupu stručnjaka za okoliš, političara i državnih službenika. WCED (također nazvan "Brundtlandova komisija") bio je zadužen za predlaganje dugoročnih rješenja za postizanje održivog razvoja. Godine 1987. Komisija je izdala Brundtlandovo izvješće, također nazvano *Naša zajednička budućnost*, koje je uvelo koncept održivog razvoja i opisalo kako ga se može postići. Ovo izvješće postavilo je temelje za Svjetski summit o Zemlji u Rio de Janeiru (također poznat kao Rio summit ili UN Konferencija o okolišu i razvoju (UNCED)), održan 1992. godine, što je u konačnici dovelo do stvaranja UN-ove Komisije za održivi razvoj iste godine. Summit je razjasnio ulogu poduzeća i industrije u agendi održivog razvoja. Njegova Deklaracija iz Rija navodi da poduzeća imaju odgovornost osigurati da aktivnosti unutar njihovih operacija ne štete okolišu jer poduzeća stječu svoju legitimnost ispunjavanjem potreba društva (CFA Society UK, 2021).

Prisutan je snažan rast trenda popularnosti ESG pojma. Na primjer, CFA Institut ističe da je održivo ulaganje, vođeno načelima ESG-a, prešlo iz interesne niše u uobičajenu potrebu. Taj se pomak odražava u sve većoj potražnji za financijskim proizvodima i strategijama usmjerenim na ESG. Od početka pandemije COVID-19, popularnost okolišnih, društvenih i upravljačkih faktora (ESG) značajno je porasla, potičući globalnu promjenu prema svrhovitijem i kapitalizmu. Unatoč očekivanjima da će ekonomski pritisci uzrokovani pandemijom potisnuti ESG u drugi plan, dogodilo se upravo suprotno. Kriza je ubrzala prijelaz prema modelu dioničkog kapitalizma, gdje tvrtke ne teže samo maksimiziranju povrata za dioničare, već i stvaranju dugoročne vrijednosti za sve dionike—uključujući zaposlenike, kupce, dobavljače i okoliš. Pandemija je također donijela veći fokus na društvene aspekte ESG-a, pri čemu su tvrtke koje su odgovorno upravljale svojim ljudskim resursima i dobavljačima poboljšale svoju reputaciju i ojačale povjerenje javnosti. Vlade su dodatno pojačale pritisak, uvodeći poticajne pakete usmjerene na zelenu tranziciju i ublažavanje klimatskih promjena. Ovi događaji, zajedno s inicijativama poput Bijele knjige Svjetskog ekonomskog foruma o mjeranju dioničkog kapitalizma, pokazuju da je ESG postao ključan faktor ne samo za otpornost poduzeća, već i za dugoročni ekonomski oporavak i održivi rast.

Rast popularnosti ESG pojma od 2019. godine eksponencijalno raste (Slika 2.). Ulaganje unutar ESG okvira sada je najbrže rastući segment industrije upravljanja imovinom. Imovina u ESG fondovima porasla je 53 posto na godišnjoj razini na 2,7 bilijuna dolara u 2021., prema pružatelju podataka Morningstaru, usred zlatne groznice upravitelja imovinom da iskoriste rastuću potražnju ulagača rebrendiranjem svojih fondova u održive ili pokretanjem novih. Pojam je postao sve širi i sveobuhvatan za niz pristupa ulaganju: sve od negativnog pregleda

(uklanjanje sektora kao što su duhan ili obrana) do pozitivnog pregleda (odabir sektora kao što je čista energija), do stvarno bilo koje vrste strategije koja obećava da će donijeti pozitivne društvene ili ekološke promjene.

Nedavno je došlo do povećane rasprave među menadžerima poduzeća, upravnim odborima i institucionalnim investitorima o tome kako najbolje integrirati ESG (okolinske, društvene, upravljačke) faktore u procese strateškog planiranja i donošenja investicijskih odluka. Središnji dio ove rasprave je premisa da su i poduzeća i investitori postali previše usmjereni na kratkoročne ciljeve u svom investicijskom horizontu, što dovodi do odluka koje povećavaju kratkoročne izvještavane profite na račun dugoročne održivosti tih profita. Troškove tih odluka pretpostavlja se da će nositi eksternalije, koje snose članovi radne snage ili društvo u cjelini (Boze, Krivitski, Larcker, Tayan, Zlotnicka, 2019) .

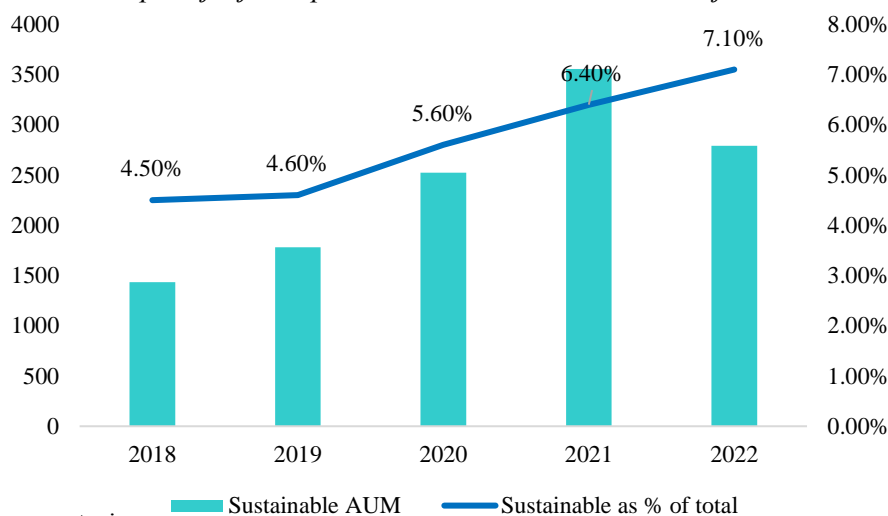
Slika 2.: Rast popularnosti ESG pojma od 2019. godine



Izvor: *Financial Times*, dostupno na: <https://www.ft.com/content/5ec1dfcf-eea3-42af-aea2-19d739ef8a55> [Pristupljeno: 29.08.2024. godine]

Regionalno, potražnja investitora za održivim fondovima u Europi znatno je nadmašila ostale regije, čineći 89% ukupne imovine održivih fondova pod upravljanjem (AUM) i gotovo sve neto priljeve u održive fondove u 2022. godini. Sjeverna Amerika bila je sljedeća po veličini s otprilike 10%, što predstavlja blagi porast u odnosu na prethodnu godinu. Sve ostale regije činile su manje od 2% ukupne imovine održivih fondova pod upravljanjem. Po broju fondova, Europa je dom za više od dvije trećine svjetskih održivih fondova, dok Sjeverna Amerika ima 11%, a Azija 7%.

Slika 3.: Vrijednost održive imovine u bilijunima dolara i udio održive imovine u ukupnoj imovini pod upravljanjem u postocima od 2018. do 2022. u svijetu



Izvor: Izrada autorice

■ Sustainable AUM    — Sustainable as % of total

prema:

<https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-funds-performance-demand> [Pristupljeno: 27.08.2024.

godine]

#### 2.4. Uloga ESG kriterija i nefinancijskog izvještavanja u procjeni vrijednosti poduzeća

Povećan interes investitora i globalna svijest o rizicima povezanim s okolišem i drugim nefinancijskim čimbenicima, kao što su društvena odgovornost i dobro upravljanje, vrše pritisak na tvrtke da posvete više pažnje ovim aspektima poslovanja. Investitori, zaposlenici, dobavljači, kupci i vlada sve više očekuju od tvrtki da poduzmu potrebne mjere i učinkovito izvještavaju o njima. Tvrtke izvještavaju o svojim performansama u ovim područjima kroz tri kategorije: okoliš, društvo i upravljanje (ESG). Međutim, iz perspektive tvrtke, poduzimanje ovih mjera zahtijeva ulaganja (Aydogmus, Gulay, Ergun, 2022). Ključno pitanje koje se postavlja na sastancima uprave i relevantnim odborima je hoće li potrebna ulaganja i resursi imati financijski smisao. Ovaj rad nastoji rasvijetliti pitanje može li se ESG performanse povezati s financijskim povratom za tvrtku.

Međunarodni odbor za procjenu vrijednosti (IVSC) objavio je dokument pod nazivom "ESG i procjena vrijednosti poduzeća" kao dio svog nastojanja da pokrene i potakne raspravu, kao i da se pozabavi izazovima u vezi s uključivanjem ESG čimbenika u analizu procjene. Prema IVSC-u, postoji uobičajeno pogrešno shvaćanje da su ESG izvještaji obično nenovčani po prirodi i stoga nemaju financijski utjecaj. Dodali su da ovo zanemaruje činjenicu da ESG predstavlja niz čimbenika koji procjenjuju dugoročnu financijsku održivost i održivost poduzeća. Kada se procjenjuju takvi čimbenici, analiza će se stoga morati pomaknuti s tradicionalnog detaljnog

"cijena x količina" prema ispitivanju načina na koji poduzeća stvaraju vrijednost na srednji i dugoročni rok (Woo, 2022).

Teorija dionika (Freeman, 1984) predlaže ideju da uspješne tvrtke uspijevaju uskladiti interese svih dionika i stoga su održivije. One se ne fokusiraju samo na maksimiziranje profita za dioničare, već i na interese ostalih dionika tvrtke. Business Roundtable, udruga koja okuplja izvršne direktore vodećih američkih tvrtki, izjavila je da podržava model dionika te da svrha korporacije treba biti služenje višestrukim dionicima, uključujući kupce, zaposlenike, zajednice, okoliš i dobavljače.

Kao novi strateški model za viziju tvrtke, ESG mjerni podaci mogu ocijeniti performanse i položaj tvrtke u nizu važnih pitanja za širu skupinu dionika, slično kao što financijski podaci ocjenjuju performanse tvrtke za dioničare. Otkrivanje ESG podataka postaje sve popularnije među javno trgovanih tvrtki u posljednjih nekoliko godina dok nastoje uključiti dionike, odgovoriti na zahtjeve investitora, uspostaviti vjerodostojnost i reagirati na krize i konkurenciju u svojim industrijama. Neke tvrtke koriste održivost kako bi stekle konkurentsku prednost, dok druge to vide kao uobičajenu proceduru; u svakom slučaju, usvajanje održivosti je dinamičan i nijansiran proces tijekom vremena. Korporacije diljem svijeta sada dobrovoljno sudjeluju u sve više ESG praksi, što ukazuje na to da možda dobivaju određenu ekonomsku korist od tih aktivnosti. Međunarodne organizacije, sektorske institucije i vlade pojačavaju svoju podršku održivoj globalnoj ekonomiji (Aydogmus, Gulay, Ergun, 2022).

Neke tvrtke koriste održivost kako bi stekle konkurentsku prednost, dok druge to vide kao uobičajenu proceduru; u svakom slučaju, usvajanje održivosti je dinamičan i nijansiran proces tijekom vremena. Korporacije diljem svijeta sada dobrovoljno sudjeluju u sve više ESG praksi, što ukazuje na to da možda dobivaju određenu ekonomsku korist od tih aktivnosti. Međunarodne organizacije, sektorske institucije i vlade pojačavaju svoju podršku održivoj globalnoj ekonomiji.

Prema statističkom istraživanju koji su proveli Aydogmus, Gulay, Ergun ESG performanse imaju pozitivnu i visoko značajnu povezanost s vrijednošću tvrtke i profitabilnošću s koeficijentima od 0,008 i 0,049. Analiza je provedena tako da je odabrano 5000 javno listanih poduzeća u svijetu iz Bloombergove baze podataka u rasponu od 9 godina, od 2013. do 2021. godine. Pomoću panel analize podataka dolazi se do 14043 godišnje opažanja poduzeća i zaključuje se kako ESG performanse imaju pozitivnu i visoko značajnu korelaciju. Ovi nalazi

pružaju dokaze menadžerima tvrtki za opravdanje mobilizacije više resursa za ESG. Također pružaju dokaze donositeljima politika za razvijanje više mjera politika u podršku ESG-u.

Također, konzultantska kuća Deloitte provela je analizu i testirala hipotezu jesu li korporacije s višim ESG ocjenama nagrađene „ESG vrijednosnom premijom“ u obliku više EV/EBITDA multiple. Analiza je podržala postojanje takve ESG vrijednosne premije. Koristeći regresijsku analizu, došlo se do zaključka da 10 bodova viša ESG ocjena donosi otprilike 1,2 puta višu EV/EBITDA multiplu.

Nekoliko komercijalnih organizacija razvilo je metodologije ocjenjivanja ESG-a, koje se koriste za periodične procjene ESG ocjena za listane tvrtke. Ovi pružatelji uključuju Bloomberg, S&P, MSCI, Sustainalytics i Refinitiv. Za potrebe spomenute analize, s obzirom na njihovu globalnu pokrivenost i detaljne kriterije procjene, koristio se Refinitiv kao osnovu za ESG ocjene. Refinitiv prikuplja i izračunava više od 500 ključnih pokazatelja ESG performansi na razini tvrtke (KPI). Odabrani KPI-ji zatim se grupiraju u 10 kategorija kako bi se stvorila tri stupa ocjena (Tablica 1.) (Heinzer, Mezzanzanica, 2022).

Tablica 1.: Kategorije ocjenjivanja

E		S		G	
Korištenje resursa	11%	Radna snaga	16.0%	Upravljanje	19.0%
Emisije	12.0%	Ljudska prava	4.5%	Dioničari	7.0%
Inovacija	11.0%	Zajednica	8.0%	CSR strategija	4.5%
		Odgovornost za proizvod	7.0%		

Izvor: Izrada autorice prema: <https://www2.deloitte.com/ch/en/pages/financial-advisory/articles/does-a-company-ESG-score-have-a-measurable-impact-on-its-market-value.html> [Pristupljeno: 31.8.2024. godine]

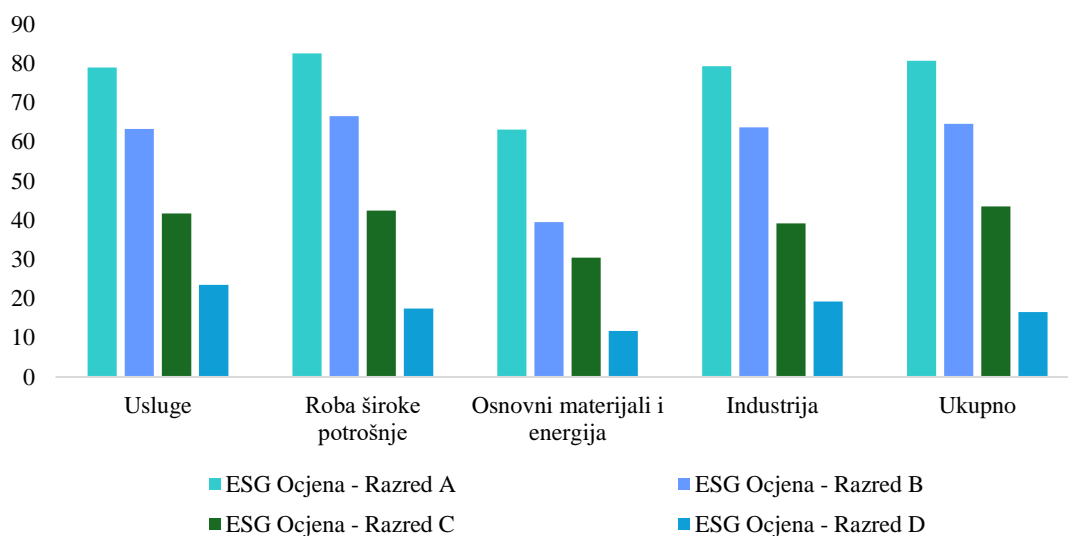
Uzeo se uzorak od više od 300 listanih tvrtki iz četiri industrije: osnovni materijali i energija, roba široke potrošnje, industrija i usluge. Kao početnu točku, promatrala se jednostavna korelacija između ESG ocjene i EV/EBITDA multiple u četiri ESG kategorije.

Rezultati analize sugeriraju da tvrtke s višim ESG ocjenama također imaju višu EV/EBITDA multiplu za svaku od četiri promatrane industrije. Kako bi se izolirao utjecaj ESG-a na EV/EBITDA multiplu, koristila se višestruka linearna regresijska analiza kako bi se izmjerio odnos između zavisne varijable (EV/EBITDA višekratnik) i skupa nezavisnih varijabli. U regresijskoj analizi razmatralo se nekoliko nezavisnih varijabli, uključujući, ali ne ograničavajući se na rast prihoda i profitabilnost (Heinzer, Mezzanzanica, 2022).

Naime, rezultati analize donose dva glavna zaključka: prvo, imaju li tvrtke s višim ESG ocjenama viši višekratnik procjene; i drugo, rezultira li promjena ESG ocjene tvrtke promjenom u njezinom višekratniku procjene.

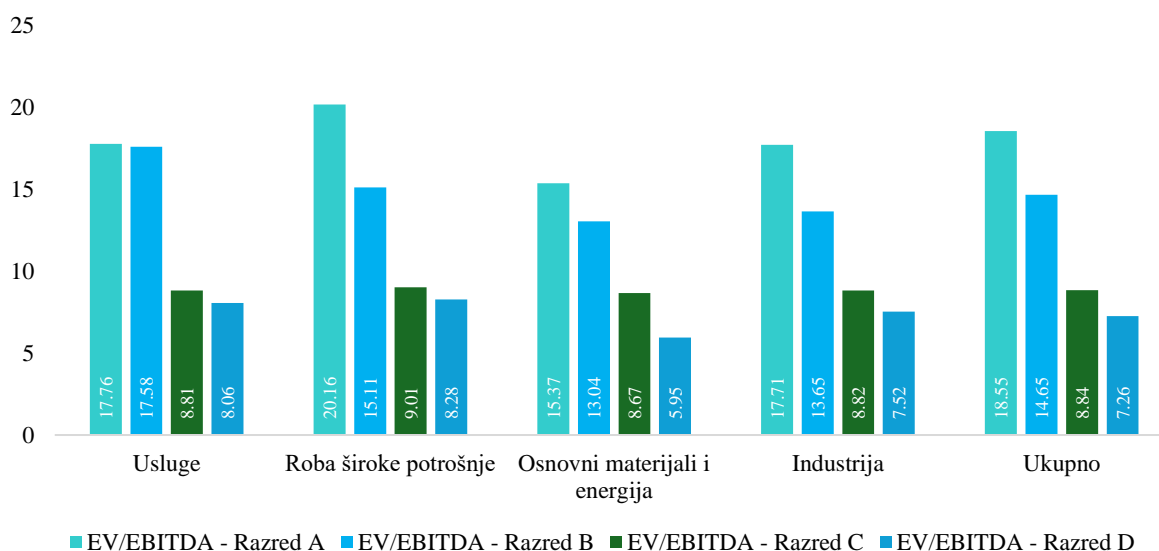
Primjećujemo da ESG ocjena tvrtke ima značajan utjecaj na njezin EV/EBITDA višekratnik, čak i nakon što se uzme u obzir utjecaj drugih varijabli koje se općenito smatraju pokretačima vrijednosti poslovanja. Rezultati analize pokazuju da je razlika od 10 bodova u ESG ocjeni povezana s otprilike 1,2 puta višim EV/EBITDA višekratnikom (Slika 4. i 5.).

Slika 4.: ESG ocjena poduzeća po industrijama



Izvor: Izrada autorice prema: <https://www2.deloitte.com/ch/en/pages/financial-advisory/articles/does-a-company-ESG-score-have-a-measurable-impact-on-its-market-value.html> [Pristupljeno: 31.8.2024. godine]

Slika 5.: EV/EBITDA odabranih poduzeća po industrijama



Izvor: Izrada autorice prema: <https://www2.deloitte.com/ch/en/pages/financial-advisory/articles/does-a-company-ESG-score-have-a-measurable-impact-on-its-market-value.html> [Pristupljeno: 31.8.2024. godine]

ESG informacije mogu se integrirati u investicijsku analizu i vrednovanje na različite načine i u različitoj mjeri. ESG podatke može analizirati analitičar sektora ili industrije. Ne postoji standardizirani pristup za integraciju ESG informacija, pa analitičari sami moraju odlučiti koji je najbolji pristup, ovisno o tome kako obično analiziraju i vrednuju investicije.

Također, U svjetskom indeksu MSCI, prosječni trošak kapitala 5 kvintile s najvišom ocjenom ESG iznosio je 6,16%, u usporedbi sa 6,55% za kvintil s najnižom ocjenom ESG; razlika je bila još veća za MSCI EM. Prethodno smo otkrili da su tvrtke s visokom ESG ocjenom bile manje izložene sustavnim rizicima — tj. rizicima koji utječu na široko tržište dionica ili tržišne sektore ili industrije — od tvrtki s niskom ESG ocjenom. Ovaj je nalaz u skladu s modelom određivanja cijene kapitalne imovine (CAPM), gdje niži sistematski rizik (beta) podrazumijeva nižu cijenu kapitala (Lodh, 2020).

Kako bi se poboljšao i efikasnije proveo sustav integracije ESG okvira izvješćivanja, CFA Institut i PRI razvili su ESG okvir integracije. ESG okvir integracije može se naći u publikaciji CFA Instituta "Vodič i studije slučaja u ESG integraciji: Dionice i fiksni dohodak." Prema ESG okviru integracije, metode za integraciju ESG informacija u vrednovanje vrijednosnih papira uključuju prilagodbu sljedećeg:

- Predviđeni financijski pokazatelji
- Predviđeni financijski omjeri



- Multiplikatori vrednovanja
- Varijable modela vrednovanja
- Analize osjetljivosti/različitih scenarija

ESG okvir integracije nije zamišljen kao definitivni vodič, već kao zbirka tehnika koje se koriste za integraciju ESG informacija u investicijski proces od strane praktičara diljem svijeta. Ovaj okvir može služiti kao resurs za tvrtke prilikom razvoja vlastitih metoda za integraciju ESG informacija u njihove jedinstvene investicijske procese.

Prilagodbe financijskih predviđanja mogu uključivati promjene u predviđenim stavkama bilance, računa dobiti i gubitka i izvještaja o novčanim tokovima, kao što su knjigovodstvene vrijednosti imovine, obveze, kapitalna ulaganja, prihodi i operativni troškovi, kako bi se uzele u obzir očekivane financijske posljedice ESG informacija. Na primjer, predviđeni rast prihoda može se prilagoditi prema gore ili prema dolje kako bi se odrazio ESG trend ili rizik.

Analitičari također mogu direktno prilagoditi multiplikatore vrednovanja - kao što su omjeri cijene i zarade, cijene i knjigovodstvene vrijednosti, cijene i novčanog toka te cijene i zarade uz rast - na temelju svojih pogleda na to kako bi tvrtka mogla preformulirati u usporedbi sa svojim konkurentima ili industrijskim prosjekom.

### **3. ANALIZA TEKSTILNE INDUSTRIJE S NAGLASKOM NA ODRŽIVI RAZVOJ**

Tekstilna industrija jedna je od najvećih i najbrže rastućih industrija na globalnoj razini, s ključnom ulogom u zapošljavanju i ekonomskom razvoju mnogih zemalja. Međutim, unatoč značajnim ekonomskim prednostima, tekstilna industrija također ima jedan od najizrazitijih negativnih utjecaja na okoliš. Proizvodni procesi u tekstilnoj industriji uključuju velike količine resursa, kao što su voda i energija, te proizvode značajne količine otpada i emisija, što sve zajedno pridonosi globalnom problemu onečišćenja okoliša.

Jedna od najproblematičnijih aspekata tekstilne industrije je visoka potrošnja vode. Prema podacima organizacije World Resources Institute, za proizvodnju jedne pamučne majice može biti potrebno i do 2,700 litara vode, što odgovara količini vode koju jedna osoba popije tijekom dvije i pol godine. Osim toga, tekstilna industrija je odgovorna za približno 20% globalnog industrijskog onečišćenja vode, uglavnom zbog kemikalija koje se koriste u procesu bojenja i obrade tkanina (World Resource Institute, 2021).

Emisija stakleničkih plinova također predstavlja značajan problem. Tekstilna industrija proizvodi oko 10% globalnih emisija ugljičnog dioksida, što je više nego ukupne emisije iz međunarodnog zračnog i pomorskog prometa zajedno. Proizvodnja sintetičkih vlakana, kao što je poliester, dodatno pogoršava ovu situaciju zbog intenzivne uporabe fosilnih goriva.

Pored ekoloških izazova, tekstilna industrija suočava se i s problemima vezanim za socijalnu održivost, uključujući radne uvjete i prava radnika. U mnogim zemljama u razvoju, radnici u tekstilnoj industriji rade u neadekvatnim uvjetima, s niskim plaćama i bez osnovnih radnih prava.

Zbog spomenutih izazova, održivi razvoj postaje sve važniji fokus za tekstilnu industriju. Pojmovi kao što su kružna ekonomija, recikliranje tekstila, smanjenje potrošnje resursa i etičko poslovanje postaju ključne teme u nastojanju industrije da se prilagodi globalnim zahtjevima za održivim praksama.

### **3.1. Povijesni razvitak tekstilne industrije**

Tekstilna industrija ima duboke korijene u povijesti čovječanstva, s njezinim počecima koji sežu daleko u prošlost, kada su ljudi počeli izrađivati tkanine od prirodnih vlakana poput lana, pamuka i vune. Prvi dokazi o tkanju datiraju još iz neolitika, kada su rani poljoprivrednici počeli obrađivati vlakna i proizvoditi jednostavne tkanine za odjeću i druge potrebe. Tekstilna industrija tijekom stoljeća postaje sve sofisticiranija, a važnost tekstila u društvenom, ekonomskom i kulturnom životu nastavlja rasti.

Tijekom antičkog razdoblja, tekstil je imao značajnu ulogu u gospodarstvima velikih civilizacija, poput Egipta, Grčke i Rima. Egipćani su bili poznati po proizvodnji lanenih tkanina koje su bile vrlo cijenjene zbog svoje kvalitete. U staroj Grčkoj i Rimu, tekstilna proizvodnja bila je razvijena djelatnost, a tkanje i bojenje tkanina smatrali su se važnim zanatima. U srednjem vijeku, tekstilna proizvodnja bila je ključna gospodarska aktivnost u Europi, posebno u Flandriji i Italiji, gdje su razvijene napredne tehnike tkanja i bojanja, što je omogućilo proizvodnju visokokvalitetnih tkanina poput vune i svile.

Pravi preokret u tekstilnoj industriji dogodio se s dolaskom industrijske revolucije u 18. stoljeću. Industrijska revolucija donijela je radikalne promjene u proizvodnji tekstila, s uvođenjem strojeva koji su zamijenili ručni rad i omogućili masovnu proizvodnju. Jedan od najvažnijih izuma tog razdoblja bio je leteći čunak, koji je izumio John Kay 1733. godine, a koji je omogućio brže i efikasnije tkanje. Slijedili su drugi ključni izumi, poput Spinning Jennyja, kojeg je razvio James Hargreaves 1764. godine, i parnog stroja, kojeg je usavršio

James Watt. Ovi izumi doveli su do ubrzanja proizvodnje i značajnog povećanja produktivnosti u tekstilnoj industriji.

Razvojem industrijskih gradova poput Manchestera u Engleskoj, koji je postao poznat kao "Cottonopolis" zbog svoje dominacije u proizvodnji pamuka, tekstilna industrija postala je okosnica industrijskog kapitalizma. Tekstilne tvornice, koje su masovno proizvodile tkanine od pamuka, vune i svile, igrale su ključnu ulogu u gospodarskom razvoju, ali su također bile poznate po teškim radnim uvjetima, dugim radnim satima i iskorištavanju radne snage, uključujući rad djece.

U 19. i 20. stoljeću, tekstilna industrija nastavila je rasti i širiti se globalno, s razvojem novih tehnologija i materijala poput sintetičkih vlakana. Upotreba nafte u kemijskoj industriji omogućila je proizvodnju jeftinijih i izdržljivijih sintetičkih materijala kao što su najlon, poliester i akril. Ovo je dovelo do daljnjeg širenja tekstilne industrije, ali i povećanja njezina ekološkog otiska zbog kemijskih procesa i otpada koji je nastao kao nusproizvod proizvodnje.

Danas tekstilna industrija i dalje igra ključnu ulogu u globalnom gospodarstvu, zapošljavajući milijune ljudi širom svijeta, posebice u zemljama u razvoju. Međutim, s porastom svijesti o održivom razvoju i ekološkim izazovima, tekstilna industrija suočava se s pritiscima za promjenom i prilagodbom kako bi postala održivija i odgovornija prema okolišu. Korištenje održivih materijala, smanjenje emisije stakleničkih plinova te etičko poslovanje postali su prioriteti za mnoga poduzeća koje žele zadržati konkurentsku prednost u sve osvještenijem tržištu.

### **3.2. Pojam modne industrije i „brze mode“**

Jedan od ključnih fenomena koji su obilježili modnu industriju u posljednjim desetljećima je pojava "brze mode" (eng. "fast fashion"). Brza moda odnosi se na praksu proizvodnje odjeće koja brzo slijedi najnovije modne trendove i odmah se lansira na tržište po pristupačnim cijenama. Ovaj model poslovanja temelji se na brzom dizajnu, proizvodnji i distribuciji, omogućujući potrošačima da brzo dobiju najnovije modne artikle po niskim cijenama.

Koncept brze mode postao je izuzetno popularan krajem 20. i početkom 21. stoljeća, s pojavom globalnih modnih brendova poput Zare, H&M-a i Primarka. Ovi brendovi revolucionirali su način na koji ljudi konzumiraju modu, smanjujući cikluse proizvodnje i distribucije te nudeći nove kolekcije nekoliko puta godišnje, a ponekad čak i tjedno. Dok su tradicionalni modni ciklusi trajali nekoliko mjeseci, brza moda omogućava lansiranje novih proizvoda unutar nekoliko tjedana.

Međutim, brza moda dolazi s nizom izazova i kritika, osobito u pogledu održivosti. Povećana proizvodnja i potrošnja odjeće rezultirala je velikim količinama tekstilnog otpada. Prema izvještaju Fondacije Ellen MacArthur, svake se godine proizvede oko 100 milijardi komada odjeće, od kojih se većina odlaže unutar godine dana. Ovaj model poslovanja također izaziva zabrinutost zbog radnih uvjeta u tvornicama, posebno u zemljama u razvoju, gdje se često koriste jeftina radna snaga i zanemaruju osnovna prava radnika.

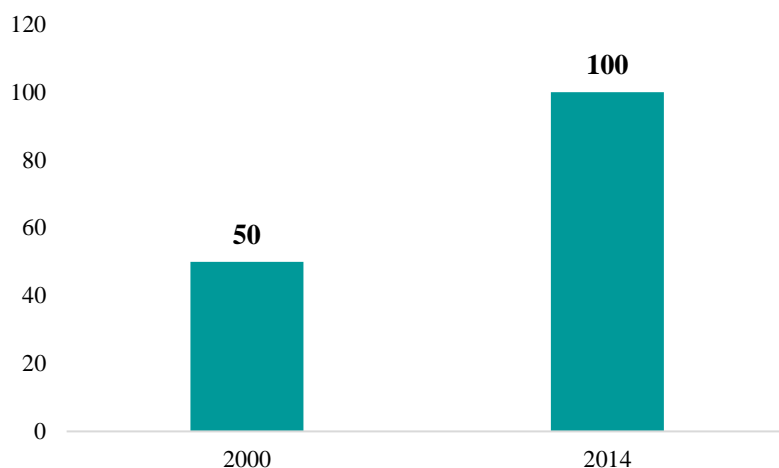
Pored ekoloških i socijalnih problema, brza moda suočava se s kritikom zbog poticanja prekomjerne potrošnje i stvaranja kulture "jednokratne odjeće" gdje odjeća ima kratki životni vijek prije nego što postane otpad. To dodatno pogoršava problem onečišćenja i iscrpljivanja prirodnih resursa.

Unatoč ovim izazovima, modna industrija i dalje bilježi rast, a mnogi brendovi počinju preispitivati svoje poslovne modele i usvajati održivije prakse. Sve veći broj potrošača postaje svjestan utjecaja brze mode na okoliš i društvo, što rezultira porastom interesa za održivu modu, koja promiče etičku proizvodnju, dugotrajniju odjeću i smanjenje otpada.

Prema podacima McKinsey Insights-a, 2023. godine modna industrija procijenjena je na 1,7 trilijuna dolara. A više od 300 milijuna ljudi diljem svijeta radi na odjeći, negdje duž lanca vrijednosti. Od 2000. do 2014. proizvodnja odjeće se udvostručila, a broj kupljenih odjevnih predmeta po glavi stanovnika povećao se za oko 60 posto. To je djelomično zbog porasta brze mode. Naime, preferencije potrošača su se promijenile i pokazalo se da vole novije dizajne odjeće. Prema nedavnom izvješću The State of Fashion 2024, koje su objavili Business of Fashion i McKinsey, 40% američkih potrošača i 26% britanskih potrošača kupovalo je u divovima brze mode Shein ili Temu u proteklih 12 mjeseci. Ako uključite druge prodavače brze mode, broj bi vjerojatno bio puno veći.

Broj godišnje proizvedenih odjevnih predmeta udvostručio se od 2000. godine i premašio 100 milijardi prvi put u 2014. godini – gotovo 14 odjevnih predmeta za svaku osobu na zemlji (Slika 6.). Dok je rast prodaje bio snažan u cijelom svijetu, gospodarstva u razvoju zabilježila su posebno veliki porast prodaje odjeće, jer se sve više ljudi u njima pridružilo srednjoj klasi. U pet velikih zemalja u razvoju – Brazilu, Kini, Indiji, Meksiku i Rusiji – prodaja odjeće rasla je osam puta brže nego u Kanadi, Njemačkoj, Ujedinjenom Kraljevstvu i Sjedinjenim Državama.

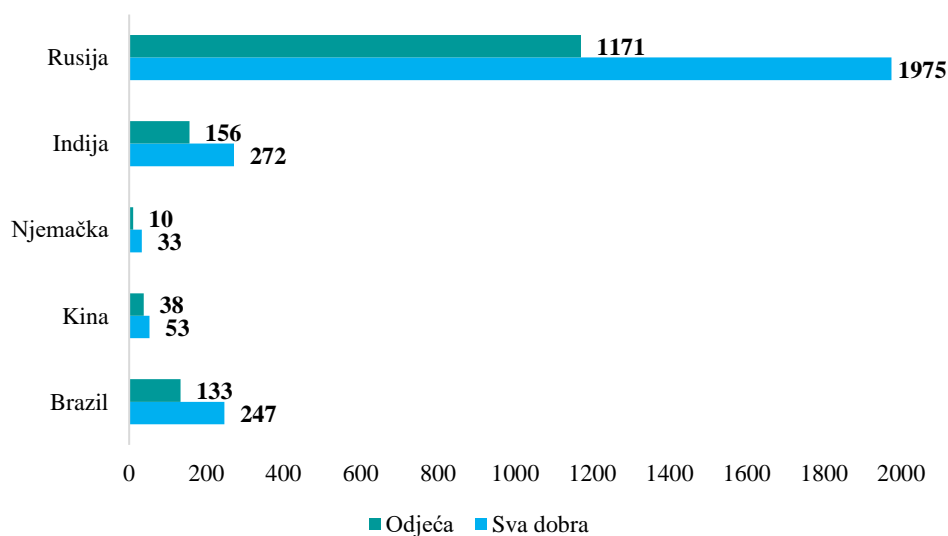
*Slika 6.: Novoproducirana odjeća u svijetu u milijunima*



Izvor: Izrada autorice prema Greenpace, dostupno na: [https://greenwire.greenpeace.de/user/login?destination=/system/files%3Ffile%3D2019-04/s01951\\_greenpeace\\_report\\_konsumkollaps\\_fast\\_fashion.pdf](https://greenwire.greenpeace.de/user/login?destination=/system/files%3Ffile%3D2019-04/s01951_greenpeace_report_konsumkollaps_fast_fashion.pdf) [Pristupljeno: 02.09.2024.]

Prodaja odjeće dramatično je porasla posljednjih godina, zahvaljujući trendovima pristupačne odjeće. Tvrtnke su agresivno smanjile troškove i pojednostavile svoje opskrbne lance. To je uzrokovalo pad cijena odjeće u odnosu na cijene ostalih potrošačkih dobara (Slika 7.). Kraća vremena proizvodnje također su omogućila proizvođačima odjeće da češće uvode nove linije. Zara svake godine nudi 24 nove kolekcije odjeće; H&M nudi 12 do 16 i osvježava ih tjedno. Među svim europskim tvrtkama za proizvodnju odjeće, prosječan broj kolekcija odjeće više se nego udvostručio, s dvije godišnje u 2000. na oko pet godišnje u 2011.

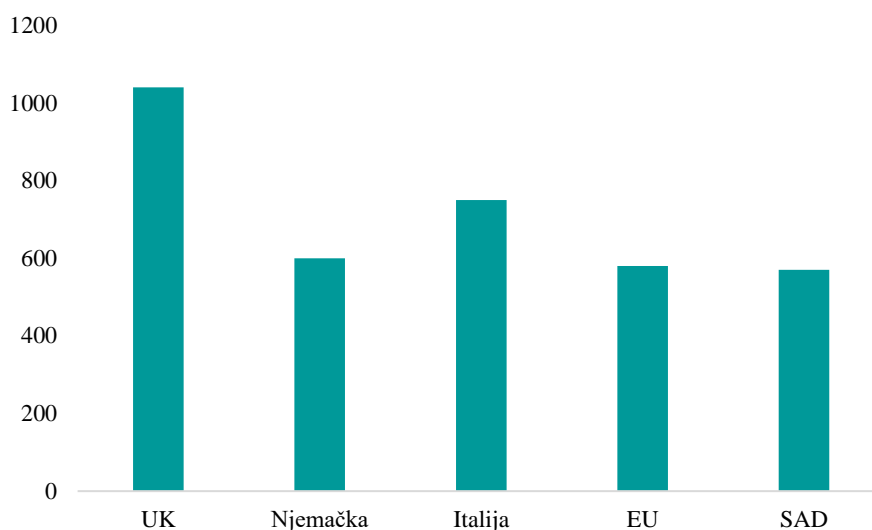
Slika 7.: Promjena u potrošačkim cijenama, 1995-2014, %



Izvor: Izrada autorice prema McKinsey, dostupno na: <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/style-thats-sustainable-a-new-fast-fashion-formula> [Pristupljeno: 02.09.2024.]

Najveći kupci odjeće u kontekstu “brze mode“ je Ujedinjeno Kraljevstvo gdje se kupuje više odjeće po osobi nego u bilo kojoj drugoj zemlji u Europi (Slika 8.). Mladi su na vrhu te liste. Nedavno istraživanje dobrotvorne organizacije za zaštitu okoliša Hubbub pokazalo je da više od dvije petine mladih od 16 do 24 godine kupuje odjeću online barem jednom tjedno, u usporedbi s prosječnih 13% za druge dobne skupine.

Slika 8.: Godišnja potrošnja na odjeću po osobi u GBP



Izvor: Izrada autorice prema BBC, dostupno na: <https://www.bbc.com/news/science-environment-60382624>  
[Pristupljeno: 02.09.2024. godine]

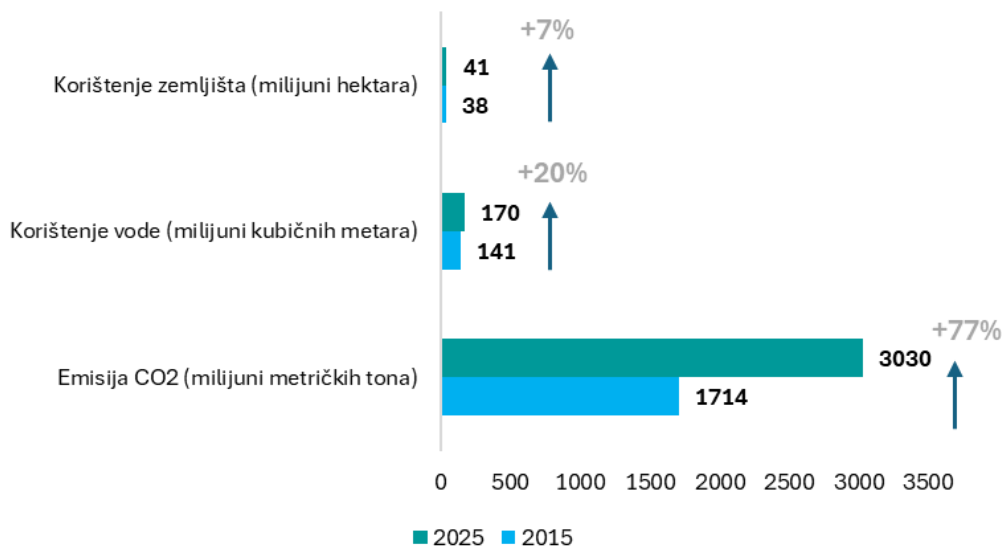
### 3.3. Suvremena problematika tekstilne industrije

Dok je rast prodaje bio snažan u cijelom svijetu, gospodarstva u razvoju zabilježila su posebno veliki porast prodaje odjeće, jer se sve više ljudi u njima pridružilo srednjoj klasi. U pet velikih zemalja u razvoju – Brazilu, Kini, Indiji, Meksiku i Rusiji – prodaja odjeće rasla je osam puta brže nego u Kanadi, Njemačkoj, Ujedinjenom Kraljevstvu i Sjedinjenim Državama. Čak i nakon ovog povećanja, prosječni stanovnik zemlje u razvoju kupuje djelić odjeće koju svake godine kupuje njegov ili njezin kolega iz razvijenog svijeta. Ukupna prodaja odjeće mogla bi značajno porasti ako potrošači u zemljama u razvoju odluče kupovati više odjeće kako njihova kupovna moć raste. Procjenjujemo da ako 80% stanovništva gospodarstava u nastajanju postigne iste razine potrošnje odjeće kao zapadni svijet do 2025., a industrija odjeće ne postane ekološki učinkovitija, tada će ekološki otisak industrije odjeće postati mnogo veći (Slika 9.) (McKinsey Insights, 2022).

Utjecaji na okoliš uzrokovani potrošnjom tekstila i odjeće u EU teško su procjenjivi zbog njihove raznolikosti i činjenice da se događaju diljem svijeta. Izvješće Zajedničkog istraživačkog centra (JRC) iz 2006. godine procijenilo je da hrana i piće, transport te privatno stanovanje čine 70 do 80 % ukupnog utjecaja na okoliš uzrokovanog potrošnjom u EU, dok odjeća dominira preostalim dijelom s doprinosom od 2 do 10 %, ovisno o vrsti utjecaja.

Izvješće iz 2017. godine koje je sastavila Global Fashion Agenda (GFA) procijenilo je ekološki otisak EU uzrokovan potrošnjom tekstila na 4 do 6 %. Detaljnije, izvješće "*Pulse of the Fashion Industry*" iz 2017., koje su sastavili GFA i Boston Consulting Group, procijenilo je da je globalna industrija tekstila i odjeće 2015. godine bila odgovorna za potrošnju 141 milijuna kubičnih metara vode, 1 714 milijuna tona emisija CO<sub>2</sub> i 92 milijuna tona otpada. Također je procijenjeno da će, prema scenariju "poslovanje kao i obično", ti brojevi do 2030. godine porasti za najmanje 50%.

Slika 9.: Povećanje utjecaja na okoliš ako 80% tržišta u razvoju postigne razinu potrošnje po glavi stanovnika Zapada



Izvor: McKinsey, dostupno na: <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/style-thats-sustainable-a-new-fast-fashion-formula> [Pristupljeno: 04.09.2024. godine]

S obzirom na vrlo intenzivan ekološki otisak tekstilne industrije Europska Unija planira uvesti mjere s kojima bi regulirala veličinu spomenutog otiska. Europska Unija je 2018. godine usvojila Paket kružne ekonomije kojim se po prvi put zahtjeva od država članica da osiguraju zasebno prikupljanje tekstila. Nova Direktiva o otpadu nalaže da države članice uspostave takve sustave najkasnije do 2025. godine. Također, zahtijeva od Europske komisije da do kraja 2024.

razmotri treba li uvesti ciljeve za ponovnu uporabu i recikliranje tekstilnog otpada. EU također propisuje europske standarde vezane uz tekstil i odjeću. Neki od tih standarda odnose se na minimalne zahtjeve za performanse određenih vrsta tekstilnih proizvoda i ekološke aspekte tekstilnih proizvoda, na primjer, europski standard CEN/TS 16822:2015 odnosi se na samostalno iznesene ekološke tvrdnje. Osim toga, EU ekološka oznaka za odjeću i tekstil, dobrovoljni certifikacijski program, utvrđuje ekološke kriterije koji jamče ograničenu upotrebu tvari štetnih za zdravlje i okoliš, smanjenje onečišćenja vode i zraka, kao i kriterije za produljenje vijeka trajanja odjeće (otpornost na skupljanje tijekom pranja i sušenja te otpornost boje na znojenje, pranje, mokro i suho trljanje i izlaganje svjetlu) (Europski Parlament, 2019).

#### **4. PROCJENA VRIJEDNOSTI INDITEX GRUPE S NAGLASKOM NA UTJECAJ ESG FAKTORA**

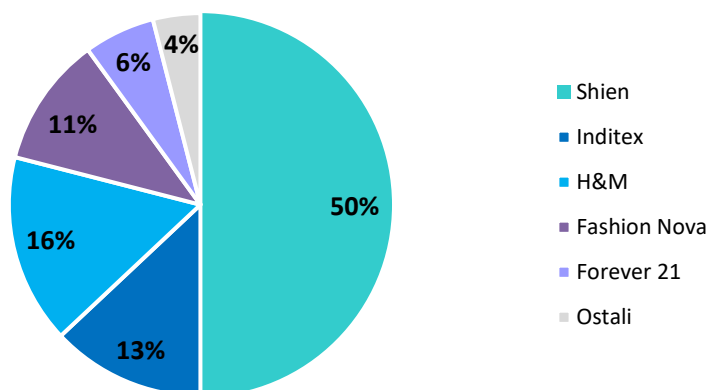
##### **4.1. Dijagnostička i strategijska analiza poslovanja Inditex Grupe**

Zara je postala iznimno popularna kao globalna modna kompanija koja je već godinama lider u svojoj industriji. S vodećom strategijom opskrbnog lanca, oni su vodeći trgovac na malo već desetljećima (Habig, 2022). Brza moda je industrija vrijedna 136,19 milijardi dolara u 2024. godini, što predstavlja rast od 10,74% u odnosu na prethodnu godinu, a procjenjuje se da će doseći 291,1 milijardu dolara do 2032. godine. Ovo pokazuje da, iako sve više ljudi zagovara održivu modu, većina ipak ne želi odustati od brze mode. Prema podacima JP Morgana, industrija će nastaviti rasti po godišnjoj stopi rasta (CAGR) od 10,7% u razdoblju od 2023. do 2032. godine.

Shein je najveći brend brze mode u SAD-u s tržišnim udjelom od 50%, koji se udvostručio od ožujka 2020. Zara (Inditex) je drugi najveći brend brze mode s tržišnim udjelom od 13%.



Slika 10.: Pregled industrije brze mode



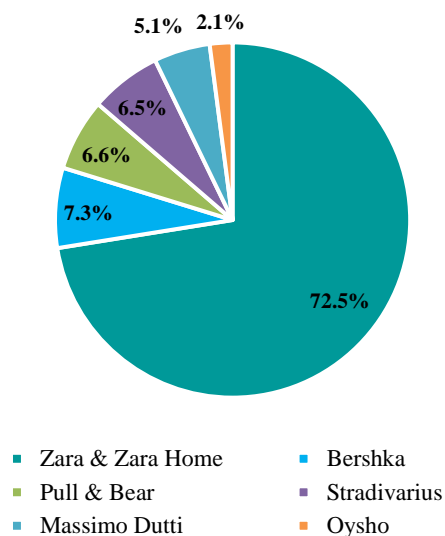
Izvor: UniformMarket, dostupno na: <https://www.uniformmarket.com/statistics/fast-fashion-statistics> [Pristupljeno: 17.12.2024]

Kao početni korak u izradi DCF modela, nužno je prvenstveno analizirati poslovanje odabranog poduzeća. Inditex Grupa je jedna od najvećih svjetskih maloprodajnih kompanija u modnoj industriji, poznata po svom globalnom utjecaju i inovativnom pristupu u svijetu brze mode. Osnovana 1985. godine u Španjolskoj, središte kompanije nalazi se u Arteixu, u regiji Galicija. Inditex je skraćenica za Industria de Diseño Textil, S.A., a kompanija upravlja s više popularnih brendova, među kojima su najpoznatiji Zara, Massimo Dutti, Bershka, Pull & Bear, Stradivarius, Oysho, Zara Home i Uterqüe. Prisutni su na više od 200 tržišta, s preko 7000 trgovina u više od 90 zemalja, ali je također snažno prisutan i u online prodaji, čime dodatno širi svoju prisutnost. Zara, najpoznatiji brend kompanije, čini najveći udio u prihodima grupe i jedan je od najprepoznatljivijih brendova u svijetu mode. Prema podacima iz 2023. godine, najveći udio prihoda u ukupnim prihodima imaju Zara i Zara Home poslovni segment (Slika 10.).

Također, prema geografskoj lokaciji, najviše prodaja zabilježeno je u Španjolskoj, zatim u Sjevernoj i Južnoj Americi (Slika 11.).

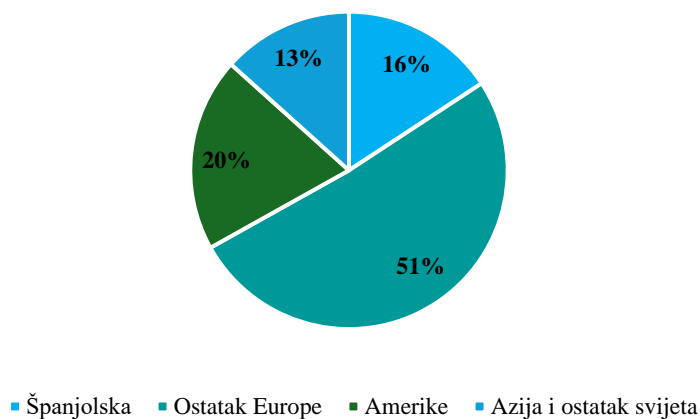
Kompanija se u posljednje vrijeme sve više fokusira na održivost i smanjenje ekološkog otiska, pokrećući inicijative za smanjenje otpada, recikliranje i upotrebu ekološki prihvatljivih materijala. Inditex Grupa nastoji implementirati kružnu ekonomiju u svoje poslovanje, a jedan od ključnih ciljeva je postizanje potpune održivosti do 2040. godine.

Slika 11.: Raščlamba prihoda od prodaje prema poslovnim jedinicama



Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima Inditex Grupe

Slika 12.: Raščlamba prihoda od prodaje prema geografskoj lokaciji



Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima Inditex Grupe

Kompanija je kroz promatrano razdoblje pokazala značajnu otpornost, osobito nakon velikog pada prihoda u 2020. godini, što se može povezati s globalnim ekonomskim izazovima tijekom pandemije. Od 2021. godine, kompanija bilježi snažan oporavak s kontinuiranim rastom prihoda.

Rast EBITDA-e i EBIT-a, kao ključnih pokazatelja operativne učinkovitosti, sugerira da je kompanija uspješno optimizirala svoje poslovne procese, što joj je omogućilo ostvarenje viših profitnih marži. Unatoč povećanju troškova prodane robe, bruto marža je ostala stabilna oko 55-57%, što ukazuje na efikasno upravljanje troškovima ili sposobnost kompanije da prenese povećane troškove na krajnje korisnike bez značajnog gubitka konkurentnosti. Iako poslovni rashodi rastu, posebno u 2022. i 2023. godini, čini se da taj rast nije imao velikog negativnog utjecaja na ukupnu profitabilnost kompanije.

U konačnici, povećanje neto dobiti u 2023. godini, uz neto maržu od 15,0%, jasno ukazuje na stabilnost kompanije. Ovi rezultati pokazuju da kompanija nije samo nadoknadila gubitke iz 2020. godine, već je ostvarila značajan rast i unaprijedila svoju poziciju na tržištu.

*Tablica 2.: Račun dobiti i gubitka Inditex Grupe*

Račun dobiti i gubitka (EUR m)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>28,286</b>	<b>20,402</b>	<b>27,716</b>	<b>32,569</b>	<b>35,947</b>
% YoY promjena	+8.2%	-27.9%	+35.8%	+17.5%	+10.4%
Troškovi prodane robe	(12,480)	(9,012)	(11,902)	(14,011)	(15,186)
% od prodaje	44.1%	44.2%	42.9%	43.0%	42.2%
<b>Bruto profit</b>	<b>15,806</b>	<b>11,390</b>	<b>15,814</b>	<b>18,559</b>	<b>20,762</b>
Bruto marža %	55.9%	55.8%	57.1%	57.0%	57.8%
yoy rast %	6.7%	-27.9%	38.8%	17.4%	11.9%
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>(8,176)</b>	<b>(6,807)</b>	<b>(8,596)</b>	<b>(9,867)</b>	<b>(10,853)</b>
yoy rast %	-12.4%	-16.7%	+26.3%	+14.8%	+10.0%
% od prodaje	28.9%	33.4%	31.0%	30.3%	30.2%
<b>EBITDA</b>	<b>7,597</b>	<b>4,552</b>	<b>7,183</b>	<b>8,649</b>	<b>9,850</b>
Marža %	26.9%	22.3%	25.9%	26.6%	27.4%
<b>Amortizacija</b>	<b>(2,826)</b>	<b>(3,045)</b>	<b>(2,740)</b>	<b>(2,899)</b>	<b>(3,041)</b>
% od prodaje	10.0%	14.9%	9.9%	8.9%	8.5%
yoy rast %				5.8%	4.9%
<b>EBIT</b>	<b>4,771</b>	<b>1,507</b>	<b>4,443</b>	<b>5,520</b>	<b>6,809</b>
Marža %	16.9%	7.4%	16.0%	16.9%	18.9%
<b>Neto financijski rashodi</b>	<b>(151)</b>	<b>(139)</b>	<b>(142)</b>	<b>(215)</b>	<b>(11)</b>
% od prodaje	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%	0.0%
Rezultati konsolidiranih poduzeća metodom udjela	61	33	58	53	72
<b>PBT</b>	<b>4,681</b>	<b>1,401</b>	<b>4,360</b>	<b>5,358</b>	<b>6,870</b>
Marža %	16.5%	6.9%	15.7%	16.5%	19.1%
Porez na dobit	(1,034)	(297)	(949)	(1,211)	(1,475)
Porezna stopa %	22.1%	21.2%	21.8%	22.6%	21.5%
Prilagođena rezervacija za porez na dohodak	(1,034)	(297)	(949)	(1,211)	(1,475)
<b>Neto dobit</b>	<b>3,647</b>	<b>1,104</b>	<b>3,411</b>	<b>4,147</b>	<b>5,395</b>
Marža %	12.9%	5.4%	12.3%	12.7%	15.0%

*Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima Inditex Grupe*

Bilanca poduzeća za razdoblje od 2019. do 2023. godine pokazuje rast ukupne imovine, što je rezultat povećanja dugotrajne imovine. To sugerira da je poduzeće ulagalo u infrastrukturne

projekte, opremu ili drugu imovinu s ciljem razvijanja dugoročnog rasta. Iako imovina raste, primjetan je pad novčanih sredstava, što upućuje na smanjenu likvidnost. Također, prema rastu kratkoročnih i dugoročnih obveza primjećujemo povećanje zaduženosti poduzeća. Dug se dominantno koristi za financiranje rastućih potreba za investicijama i obrtna sredstva.

Tablica 3.: Bilanca Inditex Grupe

Bilanca (EUR m)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Imovina</b>					
<b>Dugotrajna imovina</b>					
Pravo korištenja leasing imovine	6,043	5,477	5,224	4,910	5,097
Ostala nematerijalna imovina	410	444	589	810	1,223
Goodwill	207	201	202	193	197
Nekretnine, postrojenja i oprema	8,355	7,401	7,481	7,592	8,337
Investicijske nekretnine	21	21	21	24	24
Financijska ulaganja	249	261	307	334	398
Ostala dugotrajna imovina	456	380	340	278	269
Odgođena porezna imovina	1,236	1,276	1,179	1,203	1,174
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>16,977</b>	<b>15,461</b>	<b>15,343</b>	<b>15,344</b>	<b>16,719</b>
<i>Udio u aktivi</i>	<i>59.80%</i>	<i>58.52%</i>	<i>53.01%</i>	<i>51.18%</i>	<i>51.07%</i>
<b>Kratkotrajna imovina</b>					
Dugotrajna imovina namijenjena za prodaju				183	
Zalihe	2,269	2,321	3,042	3,191	2,966
Potraživanja	780	715	842	851	1,038
Potraživanja za povrat poreza na dobit	174	257	219	238	483
Ostala tekuća imovina	78	88	82	85	100
Ostala financijska imovina	14	2	22	8	7
Tekuća financijska ulaganja	3,319	176	2,374	4,522	4,415
Novac i novčani ekvivalenti	4,780	7,398	7,021	5,561	7,007
<b>Ukupna kratkotrajna imovina</b>	<b>11,414</b>	<b>10,957</b>	<b>13,602</b>	<b>14,639</b>	<b>16,016</b>
<i>Udio u aktivi</i>	<i>40.20%</i>	<i>41.48%</i>	<i>46.99%</i>	<i>48.82%</i>	<i>48.93%</i>
<b>Ukupna imovina</b>	<b>28,391</b>	<b>26,418</b>	<b>28,945</b>	<b>29,983</b>	<b>32,735</b>
<b>Dugoročne obveze</b>					
Rezervacije	217	252	287	283	362
Ostale dugoročne obveze	380	280	248	222	248
Dugoročni dug	6	3	1	0	0
Obveza po osnovi leasinga	5,163	4,599	4,262	3,924	4,123
Odgođene obveze	370	396	359	384	393
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>6,136</b>	<b>5,530</b>	<b>5,157</b>	<b>4,813</b>	<b>5,126</b>
<i>Udio u pasivi</i>	<i>21.61%</i>	<i>20.93%</i>	<i>17.82%</i>	<i>16.05%</i>	<i>15.66%</i>
<b>Kratkoročne obveze</b>					
Kratkoročni dug	32	11	35	13	16
Ostale financijske obveze	40	27	22	46	26
Obveza po osnovi leasinga	1,649	1,552	1,562	1,517	1,428
Porezna obveza	142	88	211	264	395
Trgovinske i ostale obveze	5,443	4,659	6,199	6,297	7,072
<b>Ukupne kratkoročne obveze</b>	<b>7,306</b>	<b>6,337</b>	<b>8,029</b>	<b>8,137</b>	<b>8,937</b>
<i>Udio u pasivi</i>	<i>25.73%</i>	<i>23.99%</i>	<i>27.74%</i>	<i>27.14%</i>	<i>27.30%</i>
<b>Ukupne obveze</b>	<b>13,442</b>	<b>11,867</b>	<b>13,186</b>	<b>12,950</b>	<b>14,063</b>
	90%	82%	84%	76%	75%
<b>Kapital</b>					43%
<b>Ukupni kapital</b>	<b>14,949</b>	<b>14,551</b>	<b>15,759</b>	<b>17,033</b>	<b>18,672</b>
<i>Udio u pasivi</i>	<i>52.65%</i>	<i>55.08%</i>	<i>54.44%</i>	<i>56.81%</i>	<i>57%</i>
<b>Ukupne obveze i kapital</b>	<b>28,391</b>	<b>26,418</b>	<b>28,945</b>	<b>29,983</b>	<b>32,735</b>

## **4.2. Utjecaj ESG faktora na poslovanje Inditex Grupe**

Zbog značajnih regulatornih zahtjeva od strane Europske Unije poduzeće je bilo primorano na smanjenje okolišnog otiska kako bi zadovoljilo regulativu koja mu se nameće. Inditex je po tom pitanju proveo značajnu transformaciju u poslovanju i postavio konkretne vremenske ciljeve kako bi na što efikasniji način provelo ekološku tranziciju.

Prema Inditexovom izvješću o Održivosti poduzeće je definiralo konkretne ciljeve kako bi postiglo zaokret u poslovanju (Inditex, 2023):

1. Do kraja 2025. godine – 100%-tni lan i poliester će se proizvoditi iz preferiranih izvora
2. Do kraja 2025. godine - 25% smanjenje potrošnje vode u opskrbnom lancu
3. Do kraja 2025. godine - Dosezanje tri milijuna ljudi u opskrbnom lancu s našom strategijom Workers in the Center
4. Do kraja 2030. godine - Zaštita, obnova, regeneracija ili na drugi način poboljšanje bioraznolikosti na 5 milijuna hektara
5. Do kraja 2030. godine - Smanjenje emisija za više od 50% (uključujući dizajn i proizvodnju naših proizvoda, njihovu distribuciju i njihovo upravljanje na kraju životnog vijeka)
6. Do kraja 2030. - Korištenje samo tekstilnih sirovina koje imaju manji utjecaj na okoliš, tzv. preferirana vlakna
7. Do kraja 2040. godine - Postizanje nulte neto emisije smanjenjem našeg ugljičnog otiska za najmanje 90% u usporedbi s 2018.

Inditex se okreće proizvodnji proizvoda koristeći organske i reciklirane sirovine koje su u kontekstu brze mode ključne kako bi se provela transformacija industrije, smanjenje emisija i korištenje čiste energije i vode. Također, Inditex nudi projekte za promicanje organskog pamuka u zemljama poput Indije i Španjolske zajedno s organizacijama kao što je Organic Cotton Accelerator.

Kako bi se postigli gore navedeni ciljevi, Inditex je posvećen rješavanju problema emisije stakleničkih plinova duž cijelog lanca vrijednosti. Poduzeće je razvilo Plan transformacije opskrbnog lanca uz koji je poduzeće uspješno prešlo na obnovljive izvore energije. Točnije, od 2022. godine električna energija koja je utrošena u proizvodnim pogonima Inditexa (sjedište i međunarodni uredi, logistički centri, tvornice i trgovine) dolazi isključivo iz obnovljivih izvora

energije. Nadalje, smanjena je potrošnja energije po kvadratnom metru i po euru prodaje za 19%, odnosno za 40% u usporedbi s 2018. godinom.

Kako bi se smanjio ugljični otisak u prometu i potaknuli korištenje alternativnih goriva, poduzeće je započelo suradnju s tvrtkama kao što su: Maersk, Atlas Air, Repsol, Renfe i Cepsa. Uzimajući u obzir da je tekstilna industrija veliki zagađivač vode, Inditex je 2023. godine potpisao obvezu s izvršnim direktorom Water Mandate-a o očuvanju slatke vode kroz zajedničku akciju u 100 riječnih slivova širom svijeta u kojima nedostaje vode do 2030. godine. Nadalje, po pitanju potrošnje vode, Grupa je u 2023. godini potrošila 1.767.463 kubičnih metara vode u vlastitim objektima – sjedištima, tvornicama, logističkim centrima i trgovinama – što je smanjenje od 1% u odnosu na 2022. Pokrećući ove inicijative, Grupa je uspjela smanjiti jediničnu potrošnju vode u lancu opskrbe za 20% u usporedbi s razinama iz 2020. godine. Njihova je obveza povećati taj postotak na 25% do kraja 2025. godine. Bilo koja postrojenja koja nemaju sredstva za kontrolu ukupne potrošnje vode ili potrošnju svojih strojeva prema stavkama ne mogu proizvoditi za Inditex Grupu. Isto tako, objekti koji ne poduzimaju mjere za sprječavanje gubitka vode i ne uvode prakse ponovne upotrebe vode nisu prihvaćeni u njihov opskrbeni lanac (Inditex, 2023).

Poduzeće je primijetilo da su inovacije u razvoju novih materijala ključne za promicanje održivih praksi u industriji pa je poduzeće time potaknuto nastavilo razvijati *Sustainability Innovation Hub*, čija je misija smanjiti utjecaj sirovina i procesa koji se koriste u tekstilnoj industriji na okoliš. Platforma se znatno proširila 2023. godine, surađujući s više od 350 start-upova (od 200) koji rade na razvoju novih materijala i efikasnijih proizvodnih procesa.

#### **4.3. Procjena vrijednosti odabranog poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova**

Proces vrednovanja poduzeća kreće s projekcijom financijskih izvještaja, odnosno pojedinih stavki financijskih izvještaja. Procjenu kreće od projekcije računa dobiti i gubitka, konkretnije prihoda za koje se pretpostavlja da će rasti stopom od 8.1% iz više razloga. Prvi razlog je taj da je to posljednja promjena rasta prihoda u prošloj godini, a drugi razlog je taj što je prosječna godišnja stopa rasta tekstilne maloprodajne industrije u narednih pet godina 8% (Presedence Research, 2024). Također, ukoliko pogledamo godišnje promjene prihoda u prethodnom povijesnom razdoblju može se zaključiti da one variraju, što je rezultat oporavka od COVID pandemije.

Nadalje, troškovi prodane robe se projiciraju prema udjelu u poslovnim prihodima zato što rast poduzeća, odnosno prihoda od prodaje se direktno odražava na rast troškova koji su potrebni da se ista ta roba proizvede, u to ulaze troškovi proizvodnje, troškovi prijevoza i distribucije, odnosno svi materijalni troškovi. Oni se fiksiraju na razdoblje od pet godina i pretpostavlja se da će imati 42% udjela u prihodima od prodaje. Poslovni rashodi, koji se dominantno odnose na troškove osoblja su, također, projicirani kao udio u prihodima od prodaje za projekcijski period. Amortizacija je projicirana udjelom u prihodima od prodaje, a to je 8%.

Što se tiče financijskih prihoda i rashoda, Inditex bilježi neto financijske rashode koji su dominantno rezultat valutnih razmjena i te projekcije je vrlo teško procijeniti. Također, one bilježe vrlo malen iznos koji je 0% prihoda od prodaje te je u kontekstu procjene vrijednosti spomenutog poduzeća gotovo beznačajan. Iz navedenih razloga, pretpostavlja se da će iznos financijskih rashoda biti fiksiran kao i u 2024. godini.

Zaključno, Inditex plaća stopu poreza na dobit od 21.5% zbog specifičnih poreznih aranžmana i činjenice da je Inditex podložan povoljnijim uvjetima u skladu s poreznim zakonodavstvom koje se odnosi na velike korporacije u Španjolskoj. Pretpostavlja se da će poduzeće do kraja 2028. godine plaćati istu stopu poreza na dobit.

Tablica 4.: Projekcija računa dobiti i gubitka Inditex Grupe

Račun dobiti i gubitka (EUR mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>28,286</b>	<b>20,402</b>	<b>27,716</b>	<b>32,569</b>	<b>35,947</b>	<b>38,842</b>	<b>41,970</b>	<b>45,350</b>	<b>49,001</b>	<b>52,948</b>
% YoY promjena	+8.2%	-27.9%	+35.8%	+17.5%	+10.4%	+8.1%	+8.1%	+8.1%	+8.1%	+8.1%
Troškovi prodane robe	(12,480)	(9,012)	(11,902)	(14,011)	(15,186)	(16,346)	(17,627)	(19,047)	(20,581)	(22,238)
% od prodaje	44.1%	44.2%	42.9%	43.0%	42.2%	42.1%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
<b>Bruto profit</b>	<b>15,806</b>	<b>11,390</b>	<b>15,814</b>	<b>18,559</b>	<b>20,762</b>	<b>22,496</b>	<b>24,342</b>	<b>26,303</b>	<b>28,421</b>	<b>30,710</b>
Bruto marža %	55.9%	55.8%	57.1%	57.0%	57.8%	57.9%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%
yoy rast %	6.7%	-27.9%	38.8%	17.4%	11.9%	8.4%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%
<b>Poslovni rashodi</b>	<b>(8,176)</b>	<b>(6,807)</b>	<b>(8,596)</b>	<b>(9,867)</b>	<b>(10,853)</b>	<b>(11,667)</b>	<b>(12,647)</b>	<b>(13,709)</b>	<b>(14,861)</b>	<b>(16,109)</b>
yoy rast %	-12.4%	-16.7%	+26.3%	+14.8%	+10.0%	+7.5%	+8.4%	+8.4%	+8.4%	+8.4%
% od prodaje	28.9%	33.4%	31.0%	30.3%	30.2%	30.0%	30.1%	30.2%	30.3%	30.4%
<b>Ostali poslovni prihodi/rashodi</b>	<b>(33)</b>	<b>(31)</b>	<b>(35)</b>	<b>(43)</b>	<b>(59)</b>	<b>(98)</b>	<b>(98)</b>	<b>(98)</b>	<b>(98)</b>	<b>(98)</b>
% od prodaje	-0.12%	-0.15%	-0.13%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
<b>EBITDA</b>	<b>7,597</b>	<b>4,552</b>	<b>7,183</b>	<b>8,649</b>	<b>9,850</b>	<b>10,731</b>	<b>11,598</b>	<b>12,496</b>	<b>13,462</b>	<b>14,503</b>
Marža %	26.9%	22.3%	25.9%	26.6%	27.4%	27.6%	27.6%	27.6%	27.5%	27.4%
<b>Amortizacija</b>	<b>(2,826)</b>	<b>(3,045)</b>	<b>(2,740)</b>	<b>(2,899)</b>	<b>(3,041)</b>	<b>(3,105)</b>	<b>(3,358)</b>	<b>(3,628)</b>	<b>(3,920)</b>	<b>(4,236)</b>
% od prodaje	10.0%	14.9%	9.9%	8.9%	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
yoy rast %				5.8%	4.9%	2.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
<b>EBIT</b>	<b>4,771</b>	<b>1,507</b>	<b>4,443</b>	<b>5,520</b>	<b>6,809</b>	<b>7,626</b>	<b>8,240</b>	<b>8,868</b>	<b>9,542</b>	<b>10,267</b>
Marža %	16.9%	7.4%	16.0%	16.9%	18.9%	19.6%	19.6%	19.6%	19.5%	19.4%
<b>Neto financijski rashodi</b>	<b>(151)</b>	<b>(139)</b>	<b>(142)</b>	<b>(215)</b>	<b>(11)</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
% od prodaje	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Rezultati konsolidiranih poduzeća metodom udjela	61	33	58	53	72	55	55	55	55	55
<b>PBT</b>	<b>4,681</b>	<b>1,401</b>	<b>4,360</b>	<b>5,358</b>	<b>6,870</b>	<b>7,703</b>	<b>8,317</b>	<b>8,945</b>	<b>9,619</b>	<b>10,344</b>
Marža %	16.5%	6.9%	15.7%	16.5%	19.1%	19.8%	19.8%	19.7%	19.6%	19.5%
Porez na dobit	(1,034)	(297)	(949)	(1,211)	(1,475)	(1,675)	(1,788)	(1,923)	(2,068)	(2,224)
Porezna stopa %	22.1%	21.2%	21.8%	22.6%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
Prilagođena rezervacija za porez na dohodak	(1,034)	(297)	(949)	(1,211)	(1,475)	(1,675)	(1,788)	(1,923)	(2,068)	(2,224)
<b>Neto dobit</b>	<b>3,647</b>	<b>1,104</b>	<b>3,411</b>	<b>4,147</b>	<b>5,395</b>	<b>6,028</b>	<b>6,529</b>	<b>7,022</b>	<b>7,551</b>	<b>8,120</b>
Marža %	12.9%	5.4%	12.3%	12.7%	15.0%	15.5%	15.6%	15.5%	15.4%	15.3%

Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima Inditex Grupe

Nakon projekcije prihoda, potrebno je projicirati kapitalne izdatke i neto izdani dug poduzeća. U periodu od 2019. do 2023. godine najveći dio kapitalnih izdataka se odnosio na investicijske aktivnosti u zemljište, postrojenja i opremu, što ima smisla ukoliko uzmemo u obzir da se širenje Inditexovog poslovanja dominantno odnosi na širenje maloprodajnih prodavaonica i skladišta. Također, do kraja 2024. godine poduzeće je najavilo da će otvoriti 45 nove poslovnice te je iznos os 2,136 EURm povezan sa značajnijim ulaganjima u 2024. godini. U prognostičkom periodu se pretpostavlja da će ulaganja u poduzeće rasti stopom od 5.5%, što predstavlja udio kapitalnih izdataka u prihodima od prodaje pomnoženi s prihodima od prodaje. Također, pretpostavlja se da će od 2026. godine proces značajnijeg ulaganja u imovinu usporiti te je u tom periodu udio kapitalnih izdataka u prihodima od prodaje 4%.

Neto financijski dug raste tijekom prognostičkog razdoblja što ukazuje na to da poduzeće zaduživanjem financira svoje aktivnosti, tj. u najvažnijem slučaju CAPEX.

Tablica 5.: Projekcija kapitalnih izdataka i neto financijskog duga

Projekcija CAPEX-a	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Prihodi	28,286	20,402	27,716	32,569	35,947	38,842	41,970	45,350	49,001	52,948
Zemljište, postrojenja i oprema	(914)	(467)	(666)	(1,027)	(1,399)	(2,136)	(2,308)	(1,814)	(1,960)	(2,118)
Kupnja nematerijalne imovine	(238)	(241)	(460)	(388)	(473)	(583)	(630)	(680)	(735)	(794)
<b>Ukupan CAPEX</b>	<b>(1,152)</b>	<b>(708)</b>	<b>(1,126)</b>	<b>(1,415)</b>	<b>(1,872)</b>	<b>(2,719)</b>	<b>(2,938)</b>	<b>(2,494)</b>	<b>(2,695)</b>	<b>(2,912)</b>
Capex kao % od prodaje	-4.1%	-3.5%	-4.1%	-4.3%	-5.2%	-5.5%	-5.5%	-4.0%	-4.0%	-4.0%
Amortizacija	(2,826)	(3,045)	(2,740)	(2,899)	(3,105)	(6,685)	(3,358)	(3,628)	(3,920)	(4,236)
<b>Neto dug/(Neto cash)</b> (korigiran za obveze po najmu)	<b>(1,249)</b>	<b>(1,409)</b>	<b>(3,535)</b>	<b>(4,629)</b>	<b>(5,855)</b>	<b>(6,685)</b>	<b>(7,888)</b>	<b>(9,296)</b>	<b>(10,844)</b>	<b>(12,550)</b>

Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima Inditex Grupe

Konačno, nužno je izračunati i procijeniti promjenu u neto radnom kapitalu poduzeća. Vidljivo je da su obveze prema dobavljačima najznačajniji dio neto radnog kapitala. Dani plaćanja dobavljačima su za vrijeme pandemije značajno odskočili te se su se u kasnijim godinama stabilizirali. Pretpostavlja se da će dani naplate iz godine u godinu biti sve kraći. Nadalje, gotovo slična situacija je i sa zalihama te se pretpostavlja da će se dani vezivanja zaliha smanjivati u narednom periodu. S druge strane, dani naplate potraživanja su konstantni već tri godine za redom te je pretpostavka da će takvi i ostati u prognostičkom periodu.



Tablica 6.: Promjene u neto radnom kapitalu

Neto radni kapital	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Potraživanja	780	715	842	851	1,038	1,064	1,150	1,242	1,343	1,451
<i>Dani naplate potraživanja</i>	10	13	11	10	10	10	10	10	10	10
Zalihe	2,269	2,321	3,042	3,191	2,966	3,135	3,332	3,548	3,778	4,021
<i>Dani vezivanja zaliha</i>	73	100	91	95	74	70	69	68	67	66
Obveze prema dobavljačima	(5,443)	(4,659)	(6,199)	(6,297)	(7,072)	(7,210)	(7,341)	(7,567)	(7,838)	(8,164)
<i>Dani plaćanja</i>	154	212	199	198	161	161	152	145	139	134
<b>Radni kapital</b>	<b>(2,394)</b>	<b>(1,623)</b>	<b>(2,315)</b>	<b>(2,255)</b>	<b>(3,068)</b>	<b>(3,011)</b>	<b>(2,859)</b>	<b>(2,776)</b>	<b>(2,717)</b>	<b>(2,692)</b>
% prodaje	-8.46%	-7.96%	-8.35%	-6.92%	-8.53%	-7.75%	-6.81%	-6.12%	-5.55%	-5.08%
<b>Promjena radnog kapitala</b>	<b>(831)</b>	<b>771</b>	<b>(692)</b>	<b>60</b>	<b>(813)</b>	<b>57</b>	<b>153</b>	<b>83</b>	<b>58</b>	<b>25</b>

Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima Inditex Grupe

Kako bismo dobili slobodan novčani tok potrebno je izračunati diskontnu stopu. Diskontna stopa je nužna kako bi se izračunala sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova koje poduzeće generira, uzimajući u obzir trošak kapitala koji poduzeće koristi za financiranje svojih aktivnosti. Prvo se kreće s nerizičnom stopom. Za nerizičnu stopu je uzet prinos na petogodišnju Njemačku obveznicu na datum 28.12.2024. zato što se procjena radi na razdoblje od pet godina, a to je 2.19%. Beta poduzeća iznosi 1.13, a izvor za nju su Damodaranove publikacije. Konkretnije, uzeti su podaci za maloprodajnu industriju (engl. *Retail (General)*) u kojoj se nalazi 26 svjetskih poduzeća. Nadalje, premija rizika na vlasnička ulaganja je izračunata ponderirano, odnosno u izračunu su korišteni udio u prihodima četiri zemlje koje generiraju najveći dio prihoda i premija rizika na vlasnička ulaganja tih zemalja. Na taj način premija na vlasnička ulaganja iznosi 6.28%. Za premiju rizika države korištena je, također, Damodaranova baza podataka i prema njoj premija rizika Španjolske koja iznosi 2.34%. Nakon troška vlasničkog kapitala, prelazi se na trošak duga. Za trošak duga koristi se desetogodišnji prinos na Bund, tj. Njemačku desetogodišnju obveznicu uvećanu za tromjesečni prosjek Euribora. Stopa poreza na dobit iznosi 21.5%.

Nadalje, nužno je uzeti u obzir udio duga u glavnici koji u 2023. godini iznosi 75% te udio kapitala u glavnici koji iznosi 25%. Konačno, uzimajući sve navedene i objašnjenje parametre u obzir, ukupan trošak kapitala za Inditex Grupu je 6%.

Tablica 7.: Izračun troška kapitala

Trošak vlasničkog kapitala	
Nerizična stopa	2.19%
Beta	1.13
Premija rizika na vlasnička ulaganja	6.28%
Premija rizika države	2.34%
<b>Trošak vlasničkog kapitala (CoE)</b>	<b>12%</b>
Trošak duga	
<b>Trošak duga prije poreza (CoD)</b>	<b>5%</b>
Porezna stopa	21.5%
WACC	
Udio glavnice u kapitalu	25%
Udio duga u kapitalu	75%
<b>Trošak kapitala (WACC)</b>	<b>6%</b>

Izvor: Izrada autorice

Za izračun sadašnje vrijednosti prognoziranih novčanih tokova od 2024. do 2028. godine, primijenjen je diskontni faktor temeljen na trošku kapitala. U procesu je također izračunata terminalna vrijednost, koja je određena na temelju pretpostavljene dugoročne stope rasta novčanih tokova, postavljene na 2%. Ova stopa rasta predstavlja dugoročnu stopu rasta europske ekonomije. Trenutna vrijednost terminalne vrijednosti, kada se zbroji sa sadašnjom vrijednošću novčanih tokova tijekom razdoblja supernormalnog rasta, dovodi do ukupne procijenjene vrijednosti Grupe od 183,013 EURm. Od navedene vrijednosti oduzeti su financijski dugovi Grupe na datum procjene, koji obuhvaćaju kratkoročne i dugoročne obveze prema financijskim institucijama, a zatim je dodan iznos novca i novčanih ekvivalenata. Nakon spomenutih prilagodbi, vrijednost glavnice poduzeća iznosi 217,329 EURm.

Prema Koller, Goedhart, Wessels (2015), s obzirom da je Inditex koje se javno trguje, vrijednost po dionici se dobije vrijednost glavnice poduzeća podijeliti s ukupnim brojem izdanih dionica, a to je 6,227,107,848. Na spomenuti način dobivamo trenutnu vrijednost po dionici, a to je 34.90 EUR. Ovo daje uvid u tržišnu vrijednost poduzeća temeljem njegovih budućih novčanih tokova, diskontiranih s obzirom na trošak kapitala i očekivani rast u terminalnom razdoblju.

Slika 13.: Izračun cijene po dionici

EURm	2024	2025	2026	2027	2028	TP
<b>EBIT</b>	7,626	8,240	8,868	9,542	10,267	
Porez	(1,675)	(1,788)	(1,923)	(2,068)	(2,224)	
<b>NOPAT</b>	<b>5,951</b>	<b>6,452</b>	<b>6,945</b>	<b>7,474</b>	<b>8,043</b>	
Amortizacija	3,105	3,358	3,628	3,920	4,236	
Promjena u radnom kapitalu	57	153	83	58	25	
CAPEX	(2,719)	(2,938)	(2,494)	(2,695)	(2,912)	
<b>FCFF</b>	<b>6,394</b>	<b>7,024</b>	<b>8,161</b>	<b>8,757</b>	<b>9,392</b>	
Period	1	2	3	4	5	
Diskontni faktor	WACC = 6%	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75
Diskontni faktor u terminalnom periodu	TGR = 2%					
<b>DCF</b>	<b>6,036</b>	<b>6,260</b>	<b>6,867</b>	<b>6,956</b>	<b>7,043</b>	<b>183,015</b>
<b>Vrijednost poduzeća</b>						<b>216,177</b>
Neto dug						(5,855)
Novac i novčani ekvivalenti						7,007
<b>Vrijednost glavnice poduzeća</b>						<b>217,329</b>
Broj dionica						6,227,107,848
<b>Vrijednost po dionici</b>						<b>34.90</b>

Izvor: Izrada autorice

#### 4.4. Izračun ESG faktora unutar strateške grupe

Ukoliko pogledamo listu 20 globalnih kompanija unutar Inditexove strateške grupe koja se odnosi na klasifikaciju industrije "Specialty Retailers" i njihove ESG rezultate, gdje Inditex zauzima 9. mjesto s tržišnom kapitalizacijom od 163.588 milijuna dolara i ESG score-om od 77.07. S obzirom na Inditexovu tendenciju ka povećanju okolišne, društvene i upravljačke odgovornosti, Inditex se svrstava među top 10 globalnih poduzeća po ESG score-u unutar svoje industrije. Ovaj rezultat je postignut zahvaljujući nekoliko ključnih čimbenika koji će naknadno biti jasnije objašnjeni, a to su: pružanje transparentnosti u izvještavanju, politika okoliša i održivosti i upravljanje i etički okvir.

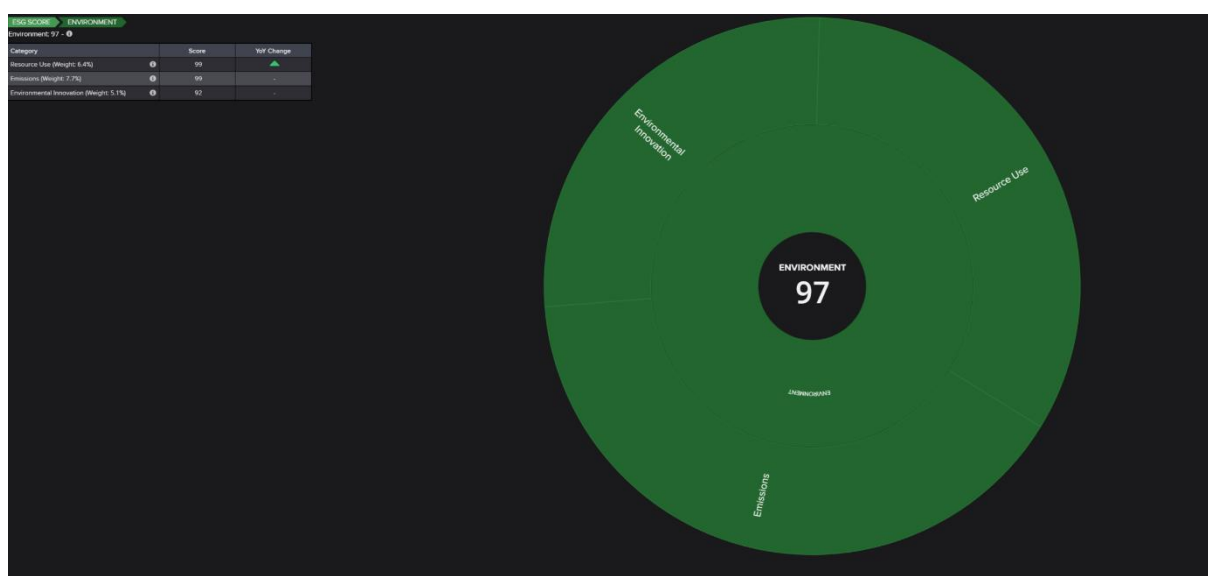
Slika 14.: Pregled ESG score-a Inditexa i strateške grupe

✓	Rank	Company Name	HQ	Industry Group	Mkt. Cap (M)	ESG Score
✓	9	Industria de Diseno...	ES	Specialty Retailers	\$163,588	77.07
■	1	Lojas Renner SA	BR	Specialty Retailers	\$2,171	90.78
■	2	KMD Brands Ltd	NZ	Specialty Retailers	\$177	87.13
■	3	Dogus Otomotiv Se...	TR	Specialty Retailers	\$1,256	85.76
■	4	Best Buy Co Inc	US	Specialty Retailers	\$18,123	82.80
■	5	D'leteren Group SA	BE	Specialty Retailers	\$8,869	79.59
■	6	Lowe's Companies L...	US	Specialty Retailers	\$141,016	78.55
■	7	Burberry Group PLC	GB	Specialty Retailers	\$4,247	77.93
■	8	Mavi Giyim Sanayi v...	TR	Specialty Retailers	\$955	77.76
✓	9	Industria de Diseno...	ES	Specialty Retailers	\$163,588	77.07
■	10	Kering SA	FR	Specialty Retailers	\$29,242	76.76
■	11	Motus Holdings Ltd	ZA	Specialty Retailers	\$1,135	76.25
■	12	Super Retail Group ...	AU	Specialty Retailers	\$2,134	76.17
■	13	WH Smith PLC	GB	Specialty Retailers	\$1,914	76.08
■	14	Williams-Sonoma Inc	US	Specialty Retailers	\$24,659	75.81
■	15	CCC SA	PL	Specialty Retailers	\$3,150	74.68
■	16	InNature Bhd	MY	Specialty Retailers	\$28	73.08
■	17	Pets at Home Grou...	GB	Specialty Retailers	\$1,172	72.15
■	18	Aditya Birla Fashion...	IN	Specialty Retailers	\$3,303	71.82
■	19	CK Hutchison Holdi...	HK	Specialty Retailers	\$20,337	71.77
■	20	Teknosa Ic ve Dis Ti...	TR	Specialty Retailers	\$228	71.35

Izvor: Refinitiv

Ukoliko analiziramo ukupni okolišni *score*, možemo uočiti da je on izuzetno visok i iznosi čak 97 od 100. Faktor "*Resource use*" (korištenje resursa), koji ima ponder od 6,4%, postiže *score* od 99/100, što je iznimno visoka razina. Slična situacija je i s faktorom "*Emissions*" (emisije), koji ima ponder od 7,7%, a također ostvaruje *score* od 99/100. Najmanji ponder ima faktor "*Environmental innovation*" (okolinska inovacija) s ponderom od 5,1%, pri čemu ovaj faktor ostvaruje *score* od 92/100.

Slika 15.: Okolišni score Inditex-a



*Izvor: Refinitiv*

Inditex je poduzeo nekoliko značajnih koraka u 2023. godini u cilju ostvarivanja odgovornosti prema okolišu. Prvi dio se odnosi na klimatske promjene. Inditex je uskladio svoje obveze s Pariškim sporazumom, nastojeći ograničiti porast globalne temperature na 1,5°C. Kompanija je implementirala novi Plan klimatske tranzicije, s naglaskom na smanjenje emisije stakleničkih plinova (GHG). Ciljevi uključuju smanjenje emisija opsega 1 i 2 za 90% do 2030. godine i postizanje neto nula emisija do 2040. godine. Kompanija također nastoji postići kružnost svojih proizvoda i materijala, s ciljem smanjenja potrošnje vode za 25%.

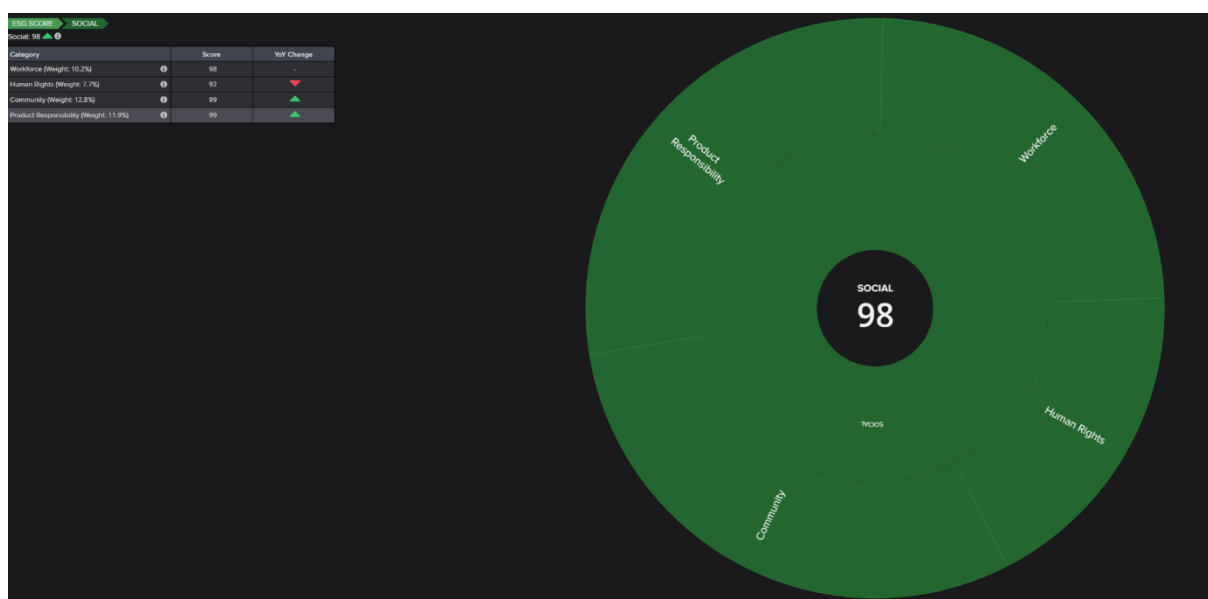
Drugi dio se odnosi na obnovljive izvore energije. Inditex je postigao 100% korištenje obnovljivih izvora energije u svojim objektima, uključujući logističke centre, tvornice i trgovine. Također ulaže u fotonaponske, vjetroelektrane i geotermalne sustave za vlastitu potrošnju. U 2023. godini kompanija je generirala 7,049 MWh iz tih izvora.

Nadalje, kompanija radi na smanjenju emisija u svom opskrbnom lancu implementirajući rješenja obnovljive energije i potičući dobavljače na smanjenje potrošnje energije, prelazak na obnovljive izvore i izbjegavanje fosilnih goriva. Cilj je da barem 50% energije korištene u proizvodnim procesima dolazi iz obnovljivih izvora do 2030. godine, a 100% do 2040. godine.

Konačno, poduzeću je u fokusu ostvarivanje kružne ekonomije kroz upravljanje životnim ciklusom proizvoda, održivu nabavu sirovina i smanjenje otpada. Ove akcije doprinose minimiziranju negativnog utjecaja na okoliš.

Ukoliko pogledamo, socijalni ESG *score* koji iznosi visokih 98/100, zaključuje se kako Inditex pokazuje značajnu socijalnu odgovornost. Unaprjeđenje politika vezanih uz radne uvjete, sigurnost i profesionalni razvoj dovodi do visokog „*Workforce*“ *score*-a od 98, sa ponderom od 10,2%. „*Human rights*“ (ljudska prava) imaju *score* od 92, sa ponderom od 7,7%, gdje se vidi da Inditex ulaže značajan napor u očuvanje ljudskih prava, i to ne samo u vlastitim pogonima, već i unutar svog opskrbnog lanca. Zatim, „*Community*“ (zajednica) je kategorija sa *score*-om od 99 i ponderom od 12,8% ukazuje na Inditexovu predanost lokalnim zajednicama i njegovu sposobnost pružanja pomoći kroz različite društvene inicijative. Konačno, „*Product responsibility*“ (odgovornost za proizvod) sa *score*-om od 99 i ponderom od 11,9%, Inditex ostvaruje visoku odgovornost u pogledu kvalitete svojih proizvoda i osigurava da ti proizvodi ne štete potrošačima ili okolišu.

Slika 16.: Socijalni ESG score Inditex-a



Izvor: Refinitiv

Inditex je 2023. godine poduzeo značajne korake u pogledu socijalne odgovornosti kroz nekoliko ključnih programa. Jedan od najistaknutijih je dugoročna suradnja s organizacijama kao što su *Every Mother Counts*, koja pruža prenatalnu skrb ženama u Bangladešu i Sjedinjenim Američkim Državama. U 2023. godini, Inditex je obnovio ovu suradnju za razdoblje od 2023. do 2025. godine, s ciljem daljnjeg razvoja zdravlja majki i djece u različitim dijelovima svijeta. Inditex je nastavio svoju podršku *Medicus Mundi* programu u Maroku, koji se fokusira na poboljšanje radnih uvjeta i zdravlja radnica u tekstilnoj industriji. U 2023. godini, program je poduzeo korake za prevenciju nasilja i poticanje zdravlja radnica, a pružio je i pomoć žrtvama potresa u Maroku.

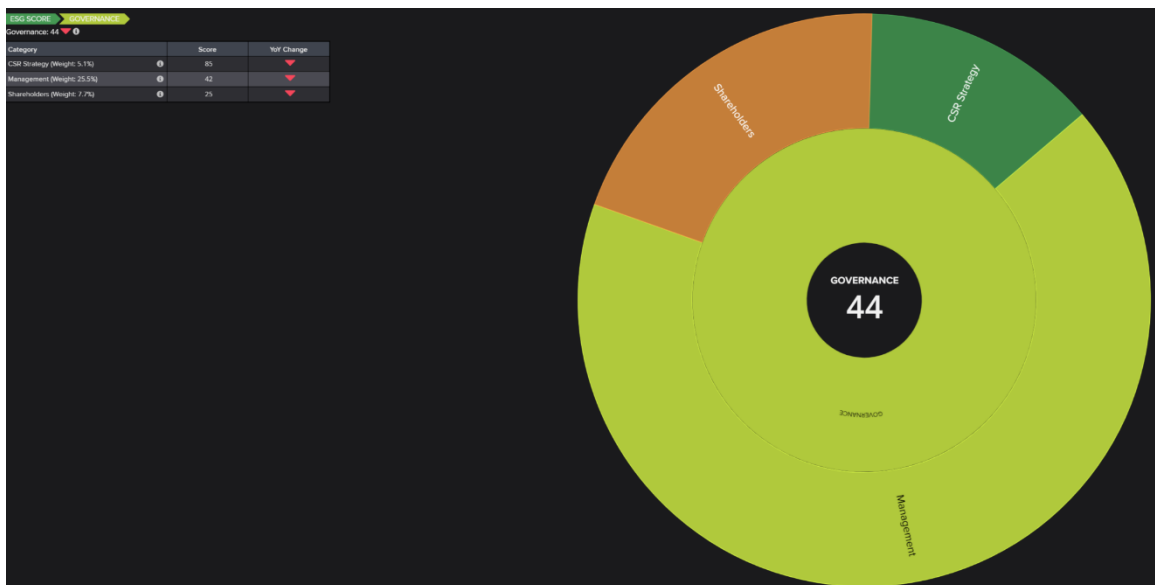
Također, poduzeće je sudjelovalo u humanitarnim akcijama nakon prirodnih katastrofa. Na primjer, nakon potresa u Turskoj, Inditex je donirao 3 milijuna eura Turskoj i osigurao više od milijun komada odjeće za pogođene osobe.

Osim toga, Inditex je ulagao u poboljšanje socijalne zaštite u svom opskrbnom lancu, pružajući obuke za unapređenje radnih uvjeta. Uz to, kompanija se obvezala pružiti programe zapošljavanja i obrazovanja, pomažući više od 4.3 milijuna ljudi u 2023. godini, čime je nastavila pridonositi smanjenju socijalne isključenosti i jačanju zapošljivosti ranjivih skupina.

Treći dio ESG analize je upravljački *score*. Inditex ima nešto niži ESG score u kategoriji upravljanja (Governance), koji iznosi 44. Iako se kompanija izdvaja u nekoliko važnih aspekata, postoji prostor za poboljšanje, posebno u tri ključne kategorije.

Prva je „*CSR Strategy*“ (strategija društvene odgovornosti) sa *score*-om od 85 i ponderom od 5.1% gdje Inditex pokazuje visok angažman u implementaciji strategije društvene odgovornosti. To uključuje transparentnost u poslovanju i odgovornost prema društvenim pitanjima. Zatim, kategorija „*Management*“ (upravljanje) s ponderom od 25,5% i *score*-om od 42, pokazuje da postoje izazovi u upravljanju unutar kompanije, s nižim rezultatom u odnosu na ostale kategorije. To može ukazivati na mogućnost poboljšanja u organizacijskim procesima. Konačno, zadnja kategorija je „*Shareholders*“ kategorija (dioničari) sa *score*-om od 25 i ponderom od 7,7% gdje Inditex pokazuje značajan prostor za poboljšanje u odnosima sa svojim dioničarima, što može uključivati veću transparentnost, boljitke u komunikaciji s investitorima i bolje upravljanje dioničarskim interesima.

Slika 17.: Upravljački score Inditex-a



Izvor: Refinitiv

Razlog niske ESG ocjene upravljanja je dominantno problem s transparentnošću. Izvještaj o Održivosti (2023) ističe nekoliko problema s kojima se tvrtka suočava u pogledu potpune transparentnosti. Prva je transparentnost prema dioničarima, što je ujedno i najozbiljniji problem. Poduzeće je bilo kritizirano zbog ograničenog angažmana i komunikacije s dioničarima, što je negativno utjecalo na povjerenje između tvrtke i njezinih investitora. Zatim, upravljačke strukture Inditexa označene su kao da ne pružaju dovoljno jasnoće u procesu

donošenja odluka. Nedostatak jasne komunikacije u vezi s vođenjem, ulogama i odgovornostima unutar menadžerskog tima utječe na transparentnost na najvišim razinama.

Sljedeći izazov je javno objavljivanje financijskih podataka. Izvještaj napominje da iako su financijski izvještaji sveobuhvatni, nisu uvijek dovoljno detaljni u pogledu utjecaja određenih odluka na poduzeće i dioničare. Na primjer, odluke o profitima i dividendi komuniciraju prema investitorima nisu dovoljno jasno iskomunicirane investitorima, što dovodi do istiskivanja manjih dioničara i pogodovanju većim dionicima društva.

Konačan izazov je upravljanje. Iako je Inditex ažurirao svoj Kodeks ponašanja i okvire za usklađenost, još uvijek se suočava s izazovom potpune integracije transparentnih upravljačkih praksi u svim svojim operacijama. Transparentnost u vezi s odlukama o korporativnom upravljanju i internim revizijama nešto je na čemu tvrtka stalno radi kako bi se uskladila s globalnim najboljim praksama.

Slika 18. prikazuje godišnju (YoY) promjenu ESG rezultata za Inditex grupu. Ukupan ESG rezultat je u 2023. godini iznosio 77.07, dok je u 2022. godini bio 78.09, što predstavlja pad od 1.02 bazna boda. Naime, najveći godišnji rast je zabilježen unutar socijalnih faktora, u kontekstu „*Product Responsibility*“ (odgovornosti za proizvod), gdje je zabilježen rast od čak 2.02 bazna boda, što ukazuje na uspješnost poduzeća u provođenju odgovornosti prema potrošačima i kvaliteti proizvoda koji plasira.

S druge strane, najveći pad je zabilježen u upravljačkim faktorima. Segment „*Management*“ (upravljanje) bilježi značajan pad u odnosu na 2023. godinu od čak 4.11 bazna boda, što je rezultat netransparentnih praksi koje su ranije spomenute. Također, i segment „*Shareholders*“ (dioničari) bilježi značajan pad od 1.37 bazna boda.

S obzirom da upravljački dio ESG ocjenjivanja Inditex mora značajnije unaprijediti, u svom Izvještaju o Održivosti (2023) naznačeno je da u 2024. godini planiraju poboljšati svoju transparentnost prema dioničarima lansiranjem ažurirane verzije svog Etičkog kodeksa. Ovaj proces revizije, koji je započeo 2023. godine, ima za cilj uskladiti Kodeks s globalnim etičkim standardima i novim regulatornim izazovima. Sljedeći korak bit će sveobuhvatna komunikacijska i edukacijska kampanja u cijeloj Grupi kako bi se osiguralo da su svi zaposlenici, uključujući viši menadžment i članove upravnog odbora, informirani o ažuriranom Kodeksu. Osim toga, Inditex planira nastaviti jačati svoje mjere protiv korupcije i transparentnost u poslovnim operacijama, s fokusom na jačanje svoje etičke kulture i usklađenosti unutar globalne mreže.



Slika 18.: Godišnja promjena ESG izvedbe Inditex-a

YEAR-OVER-YEAR ESG PERFORMANCE - ATTRIBUTION							
Pillar	Category		FY2023	FY2022	Y/Y Change	Score Weight	Attribution
Summary	ESG Score	📊	77.07	78.09	(1.02)	100.0%	-1
Env.	Resource Use	📊	98.52	98.08	0.44	6.4%	0.0
Env.	Emissions	📊	98.54	99.34	(0.80)	7.7%	-0.1
Env.	Env. Innovation	📊	92.39	92.42	(0.03)	5.1%	0.0
Social	Workforce	📊	98.28	97.88	0.40	10.2%	0.0
Social	Human Rights	📊	92.41	92.89	(0.48)	7.7%	0.0
Social	Community	📊	99.05	98.26	0.79	12.8%	0.1
Social	Product Responsibility	📊	99.22	97.20	2.02	11.9%	0.2
Gov.	Management	📊	41.78	45.89	(4.11)	25.5%	-1
Gov.	Shareholders	📊	25.34	26.71	(1.37)	7.7%	-0.1
Gov.	CSR Strategy	📊	84.72	88.19	(3.47)	5.1%	-0.2

Izvor: Refinitiv

## 5. ZAKLJUČAK

Zaključak ovog diplomskog rada usmjeren je na integraciju ESG faktora u procjenu vrijednosti poduzeća, s posebnim naglaskom na analizu poslovanja Inditex Grupe i utjecaj tih faktora na dugoročnu održivost i tržišnu konkurentnost. Korištenjem modela diskontiranih novčanih tokova (DCF), procijenjena je vrijednost poduzeća Inditex, koja iznosi 217,33 milijarde eura, a cijena po dionici procijenjena je na 34,90 eura. DCF model omogućava detaljnu analizu financijskih aspekata poduzeća, uključujući slobodne novčane tokove, kapitalne izdatke i diskontnu stopu, pružajući tako jasnu sliku o trenutnoj vrijednosti poduzeća temeljenoj na njegovim budućim novčanim tokovima.

ESG faktori, koji uključuju okolišne, društvene i upravljačke aspekte poslovanja, pokazali su se kao važan element u procjeni vrijednosti poduzeća kao što je Inditex Grupa, svjetska korporacija čije poslovanje značajno utječe na kvalitetu svijeta u kojemu živimo. Inditex Grupa ostvaruje visoke rezultate u okolišnoj i društvenoj odgovornosti, s naglaskom na smanjenje emisija ugljičnog dioksida, održivu nabavu sirovina i poboljšanje radnih uvjeta. Iako upravljački segment poduzeća pokazuje značajan prostor za poboljšanje, posebice u pogledu transparentnosti prema manjim dioničarima i etičkih smjernica, planirane promjene poput revizije Etičkog kodeksa i povećanje transparentnosti predstavljaju značajan korak u smjeru jačanja povjerenja investitora. Uz to, dioničari i investitori sve više prepoznaju važnost ESG

faktora, koji ne samo da omogućuju uvid u stabilnost i održivost poduzeća, već i smanjuju rizike povezane s klimatskim promjenama, promjenama u zakonodavstvu i društvenim očekivanjima.

Korištenje ESG faktora u analizi vrijednosti poduzeća omogućava dioničarima i investitorima bolji uvid u budući rast i stabilnost poduzeća jer poduzeća koja integriraju održivost u svoju strategiju ukazuju na bolju prilagodljivost tržišnim promjenama i smanjuju dugoročne poslovne rizike. Inditex se, kroz svoju predanost održivosti i odgovornom poslovanju, pozicionira kao jedan od lidera u industriji, pokazujući kako uspješna integracija ESG faktora može dovesti do većeg povjerenja dioničara i nižih troškova kapitala. Investitori koji traže dugoročne i odgovorne investicije, prepoznaju takva poduzeća kao stabilne i manje rizične, što dodatno povećava atraktivnost poduzeća na tržištu kapitala.

Zaključno, ovaj rad ističe važnost integriranja ESG faktora u procjenu vrijednosti poduzeća, jer takav pristup omogućava duboko razumijevanje ne samo financijske stabilnosti poduzeća, već i njegove dugoročne održivosti i sposobnosti suočavanja s globalnim izazovima. Inditex Grupa, kroz svoj primjer, pokazuje kako uspješna poslovna strategija koja uključuje ESG faktore može pridonijeti održivom rastu poduzeća, jačanju tržišne pozicije i doprinosu globalnoj održivosti, čime stvara dugoročnu vrijednost za svoje dioničare i društvo u cjelini.

## POPIS LITERATURE

1. Amel-Zadeh, A. i Serafeim, G. (2017) Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.  
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2925310> (28. travnja 2024.)
2. BBC (2022), Fast fashion: How clothes are linked to climate change, preuzeto 29.12.2024. s <https://www.bbc.com/news/science-environment-60382624>
3. Boze, B., Krivitski, M., Larcker, D. F., Tayan, B. i Zlotnicka, E. (2019) The Business Case for ESG, preuzeto 28. travnja 2024. s [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3393082](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3393082)
4. Business of Fashion, McKinsey & Company (2023), The State of Fashion 2024: Finding pockets of growth as uncertainty reigns, preuzeto 29.12.2024 s <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/state-of-fashion-2024#/>
5. CFA i PRI (2018), Guidance and Case Studies for ESG Integration: Equities and Fixed Income, preuzeto 28. travnja 2024. s <https://www.unpri.org/download?ac=5962>

6. CFA Institute and PRI (2023), Definitions for Responsible Investment Approaches (e-publikacija), preuzeto 29.12.2024. s [https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/10/ESG-Terminology-Report\\_Online.pdf](https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/10/ESG-Terminology-Report_Online.pdf)
7. CFA Institute UK (2021), *ESG Investing Official Training Manual*, Third edition, London, CFA Society United Kingdom
8. Damodaran Data, dostupno na: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
9. Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. Second Edition. New Jersey: Pearson Education, Inc.
10. Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons.
11. Damodaran, A. (2014) *Applied Corporate Finance*. Fourth Edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
12. Earth Organization (2024), Fast Fashion and Its Environmental Impact, preuzeto 29.12.2024. s <https://earth.org/fast-fashions-detrimental-effect-on-the-environment/>
13. European Parliament (2019), Environmental impact of the textile and clothing industry, preuzeto 29.12.2024. s [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/633143/EPRS\\_BRI\(2019\)633143\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/633143/EPRS_BRI(2019)633143_EN.pdf)
14. GFA i Boston Consulting Group (2017), Pulse of the Fashion Industry, preuzeto 29.12.2024. s <https://globalfashionagenda.org/pulse-of-the-industry/>
15. Habig, S. (2022) Inditex's ESG Performance in a Global Financial Market, preuzeto 28. travnja 2024. s [https://digitalcommons.bryant.edu/honors\\_finance/49/](https://digitalcommons.bryant.edu/honors_finance/49/)
16. Heinzer, Igor, Mezzanzanica, Andrea (2022), Does a company's ESG score have a measurable impact on its market value? (e-publikacija), preuzeto 29.12.2024. s <file:///C:/Users/ivana/Downloads/deloitte-ch-company-ESG-score-impact-on-market-value.pdf>
17. Inditex (2023), Sustainability Report, preuzeto 29.12.2024. s <https://annualreport2023.inditex.com/en/medioambiente>
18. Inditex, dostupno na: <https://annualreport2023.inditex.com/en>
19. Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2015) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 6th ed. New Jersey: McKinsey & Company.
20. Larrabee, D. T. i Voss, J. A. (2013) *Valuation techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*. New Jersey: John Wiley & Sons.

21. Lodh, A. (2020) ESG and the Cost of Capital, preuzeto 28. travnja 2024. s  
<https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>
22. Mahmut, Aydogmus, Guzhan, Gulay, Korkmaz, Ergun (2022), Impact of ESG performance on firm value and profitability, *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119-127.  
<https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
23. Matos, Pedro (2020), *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World*, CFA Institute Research Foundation
24. McKinsey Insights (2016), Style that's sustainable: A new fast-fashion formula, preuzeto 29.12.2024. s <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/style-thats-sustainable-a-new-fast-fashion-formula>
25. McKinsey Insights (2023), What is fast fashion?, preuzeto 29.12.2024. s <https://www.mckinsey.com/featured-insights/mckinsey-explainers/what-is-fast-fashion>
26. Mellen, C. M. i Evans, F. C. (2010) *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*. Second edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
27. Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
28. Morgan Stanley (2022), Despite Market Challenges, Demand for Sustainable Funds Remains Strong, preuzeto 29.12.2024. s:  
<https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-funds-performance-demand>
29. Norsif (2020) Norsif Guide to ESG Integration in Fundamental Equity Valuation (e publikacija), preuzeto 28. travnja 2024. s: <https://finansfag.no/wp-content/uploads/2020/10/Guide-to-ESG-in-Valuation.pdf>
30. Orešković Sulje, O. (2010) *Procjena vrijednosti poduzeća u realnom sektoru metodom diskontiranih novčanih tokova i metodom multiplikatora*. Specijalistički poslijediplomski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet.
31. Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis, HUFA
32. Palepu, K. G., Healy, P. M. i Peek, E. (2013) *Business Analysis and Valuation*. Third Edition. Hampshire: Cengage Learning EMEA.
33. Pinto, J. E. et al. (2015) *Equity asset valuation*. Third edition. New Jersey: John Wiley & Sons.
34. Precedence Research, dostupno na: <https://www.precedenceresearch.com/e-textiles-market>
35. Woo, T. (2022) Considering ESG in Business Valuation (e-publikacija), preuzeto 28. travnja 2024. s:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/sg/Documents/finance/sea-fa-esg-business.pdf>

36. World Resource Institute (2021), Sustainable and Ethical Apparel, preuzeto 29.12.2024.  
s <https://www.planetaid.org/blog/the-apparel-industrys-environmental-impact-in-six-graphics>

## POPIS SLIKA

Slika 1. Prikaz procjene vrijednosti vlasničkog udjela i procjene vrijednosti poduzeća .....	4
Slika 2.: Rast popularnosti ESG pojma od 2019. godine .....	20
Slika 3.: Vrijednost održive imovine u bilijunima dolara i udio održive imovine u ukupnoj imovini pod upravljanjem u postocima od 2018. do 2022. u svijetu .....	21
Slika 4.: ESG ocjena poduzeća po industrijama .....	24
Slika 5.: EV/EBITDA odabranih poduzeća po industrijama.....	25
Slika 6.: Novoprodukcija odjeća u svijetu u milijunima .....	29
Slika 7.: Promjena u potrošačkim cijenama, 1995-2014, % .....	30
Slika 8.: Godišnja potrošnja na odjeću po osobi u GBP .....	31
Slika 9.: Povećanje utjecaja na okoliš ako 80% tržišta u razvoju postigne razinu potrošnje po glavi stanovnika Zapada.....	32
Slika 10.: Pregled industrije brze mode .....	34
Slika 11.: Raščlamba prihoda od prodaje prema poslovnim jedinicama.....	35
Slika 12.: Raščlamba prihoda od prodaje prema geografskoj lokaciji.....	35
Slika 13.: Izračun cijene po dionici.....	44
Slika 14.: Pregled ESG score-a Inditexa i strateške grupe.....	44
Slika 15.: Okolišni score Inditex-a.....	45
Slika 16.: Socijalni ESG score Inditex-a.....	47
Slika 17.: Upravljački score Inditex-a.....	48
Slika 18.: Godišnja promjena ESG izvedbe Inditex-a.....	50

## POPIS TABLICA

Tablica 1.: Kategorije ocjenjivanja.....	23
Tablica 2.: Račun dobiti i gubitka Inditex Grupe .....	36
Tablica 3.: Bilanca Inditex Grupe.....	37

Tablica 4.: Projekcija računa dobiti i gubitka Inditex Grupe .....	40
Tablica 5.: Projekcija kapitalnih izdataka i neto financijskog duga .....	41
Tablica 6.: Promjene u neto radnom kapitalu .....	42
Tablica 7.: Izračun troška kapitala.....	43

## ŽIVOTOPIS AUTORICE

### Ivana Vučur

E-mail adresa: [ivana.vucur@gmail.com](mailto:ivana.vucur@gmail.com)

Datum rođenja: 18.06.2000.

Mobitel: +385 (0)91 223 3166



### Obrazovanje

2019. – 2024.      **Ekonomski fakultet – Zagreb**  
*Integrirani studij Poslovne ekonomije, smjer Analiza i poslovno planiranje*
2015. – 2019.      **Prva ekonomska škola Zagreb**

### Radno iskustvo

- Svib., 2024. – danas      **InterCapital Asset Management**  
*Mlađi upravitelj fonda*
- Velj., 2023. – Lis., 2023.      **Deloitte**  
*Financijsko savjetovanje*

### Nagrade i priznanja

2024.      *CFA Research Challenge Sub-Regional Champion*
2024.      *CFA Research Challenge Local Champion*
2021.      *Rektorova nagrada*

### Udruge

2022. – 2024.      **Financijski klub**  
*Upravljanje portfeljem*