

Spajanja i stjecanja na primjerima uspješnih i neuspješnih procesa

Đurđek, Jana

Master's thesis / Diplomski rad

2020

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:148:172177>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-31**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Analiza i poslovno planiranje

**SPAJANJA I STJECANJA NA PRIMJERIMA USPJEŠNIH I
NEUPJEŠNIH PROCESA**

Diplomski rad

Jana Đurđek

Zagreb, rujan, 2020.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Analiza i poslovno planiranje

**SPAJANJA I STJECANJA NA PRIMJERIMA USPJEŠNIH I
NEUSPJEŠNIH PROCESA**

**MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE EXAMPLES OF
SUCCESSFUL AND UNSUCCESSFUL PROCESSES**

Diplomski rad

Jana Đurdek, 0067523149

Mentor: Prof. dr. sc. Lidija Dedi

Zagreb, rujan, 2020.

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.

Jana Đurutek
(vlastoručni potpis studenta)

Zagreb, 3.9.2020.
(mjesto i datum)

SAŽETAK

Osnova za svako poduzeće, koje teži razvoju, je njegova ekspanzija i rast. Postoji mnogo načina za širenje poduzeća, a jedan od njih je spajanje i stjecanje (M&A). Spajanja i stjecanja su obilježila poslovanje prošlog stoljeća. Od 1980-ih, valovi spajanja postaju sve češći sa sve većim brojem spajanja. Također, spajanja postaju međunarodna i šire se na sve kontinente svijeta. Područje M&A s razlogom postaje sve važnijim dijelom poslovnih financija. Kako se u investiciju spajanja i stjecanja ne bi ulazilo nespremno, potrebno je proučiti procese i korake u spajanjima i stjecanjima i analizirati ciljano poduzeće. Jedan od načina vrednovanja poduzeća je metoda diskontiranih novčanih tokova.

Dva primjera spajanja i stjecanja suprotnih ishoda promatraju se u ovom radu te se iznose zaključci i obrazloženja za određene situacije. Primjer s uspješnim ishodom je Disneyevo stjecanje Pixara, a primjer s lošim rezultatom je Bayerovo stjecanje Monsantoa.

Ovim radom nastoji se proširiti postojeću literaturu iz spajanja i stjecanja te približiti teoriju i procese koji se odvijaju tijekom donošenja odluke o spajanju i stjecanju.

Rad se sastoji od šest poglavlja od kojih je prvi uvod, a nakon njega slijedi poglavlje u kojem se objašnjava pojam spajanja i stjecanja, njegova prošlost i trendovi. Nakon tog poglavlja, slijedi teorija vrednovanja ciljanog poduzeća, gdje se opisuju metode i principi analize kod procjene vrijednosti poduzeća. Zatim, slijedi praktični dio u kojem se obrađuju dva spomenuta primjera iz stvarnog života. Rad završava zaključkom gdje su izneseni svi konačni rezultati i mišljenja.

Ključne riječi:

Spajanja i stjecanja, metoda diskontiranih novčanih tokova, analiza profitabilnosti, Disney, Pixar, Bayer, Monsanto

ABSTRACT

The foundation for any company, which strives for development, is its expansion and growth. There are many ways to expand a business, and one of them is mergers and acquisitions (M&A). Mergers and acquisitions marked the business world of the last century. Since the 1980s, merger waves have become more frequent with an increasing number of mergers. Also, the mergers are becoming international and spreading to all continents of the world. The field of M&A is rightly becoming an increasingly important part of business finance. To avoid entering the merger and acquisition investment unprepared, it is necessary to study the processes and steps in mergers and acquisitions and analyze the target company. One way of valuing a company is the discounted cash flow method.

Two examples of mergers and acquisitions of opposite outcomes are observed in this paper and conclusions and explanations for certain situations are presented. An example with a successful outcome is Disney's acquisition of Pixar, and an example with a poor outcome is Bayer's acquisition of Monsanto.

This paper seeks to expand the existing literature on mergers and acquisitions and to approximate the theory and processes that take place during the decision on mergers and acquisitions.

The paper consists of six chapters, the first of which is an introduction, followed by a chapter explaining the concept of mergers and acquisitions, its past and trends. This chapter is followed by the theory of valuation of the target company, which describes the methods and principles of analysis in assessing the value of the company. Then, the practical part follows, in which the two mentioned real-life examples are studied. The paper ends with a conclusion where all the final results and opinions are presented.

Key words:

Mergers and acquisitions, discounted cash flow method, profitability analysis, Disney, Pixar, Bayer, Monsanto

Sadržaj

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada	1
1.2. Izvori podataka i metode istraživanja.....	2
1.3. Struktura rada.....	2
2. TEORIJSKA POZADINA SPAJANJA I STJECANJA	3
2.1. Određenje pojmova spajanja i stjecanja	3
2.2. Povijest spajanja i stjecanja	5
2.3. Tipovi spajanja i stjecanja	11
2.4. Motivi spajanja i stjecanja	12
3. VREDNOVANJE CILJANOG PODUZEĆA	16
3.1. Važnost vrednovanja ciljanog poduzeća	16
3.2. Vrednovanje poduzeća temeljeno na diskontiranim novčanim tokovima	18
3.2.1. Metode diskontiranih dividendi (DDM)	19
3.2.2. Metoda diskontiranih novčanih tokova.....	20
3.3. Analiza profitabilnosti poduzeća.....	26
4. ANALIZA DISNEYEVOG STJECANJA PIXARA	28
4.1. O Disneyu	28
4.2. O Pixaru.....	29
4.3. Vrednovanje Pixara	31
4.3.1. Profitabilnost imovine (ROA) i profitabilnost vlasničke glavnice (ROE).....	31
4.3.2. Metoda diskontiranih novčanih tokova poduzeću	32
4.4. Proces stjecanja.....	35
4.4.1. Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice.....	38
4.4.2. Neto marža profita i koeficijent obrtaja ukupne imovine	38
4.5. Zaključak o transakciji	39
5. ANALIZA BAYEROVOG STJECANJA MONSANTOA	41
5.1. O Bayeru.....	41
5.2. O Monsanto.....	42
5.3. Vrednovanje Monsanto.....	44
5.3.1. Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice.....	44
5.3.2. Metoda diskontiranih novčanih tokova.....	44
5.4. Proces stjecanja.....	48
5.4.1. Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice.....	48
5.5. Zaključak o transakciji	49

6. ZAKLJUČAK.....	51
LITERATURA	53
POPIS GRAFOVA I TABLICA	56
ŽIVOTOPIS	57

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Poslovni svijet i poduzeća koja su dio njega se stalno mijenjaju. Određena poduzeća nastaju, a druga prestaju poslovati. Jedan od primjera kojim se potvrđuje ova tvrdnja je da se u novim izdanjima Forbese 500 najvećih poduzeća nalazi samo sedamdesetak poduzeća koja su na toj listi bila i 1955. godine. Oko 2.000 poduzeća su dolazili i odlazili s te ljestvice. Većina ih je prestajala postojati zbog spajanja, stjecanja, bankrota ili raznih drugih oblika poslovnih kombinacija.¹

Osnova za svako poduzeće, koje teži razvoju, je njegova ekspanzija i rast. Postoji mnogo načina za širenje poduzeća, a jedan od njih je spajanje i stjecanje (M&A). Spajanja i stjecanja su obilježila poslovanje prošlog stoljeća, a trenutno se odvija njihov sedmi val.² Od 1980-ih, valovi postaju sve češći sa sve većim brojem spajanja. Također, spajanja postaju međunarodna i šire se na sve kontinente svijeta. Područje M&A s razlogom postaje sve važnijim dijelom poslovnih financija.

Tijekom 1990-ih i 2000-ih godina događala su se neka od najzanimljivijih i najvećih spajanja. Ovim radom nastoji se približiti i objasniti teorijska pozadina spajanja i stjecanja te kako se odvijao jedan proces spajanja na primjeru Disneya i Pixara, koje se pokazalo kao odlična poslovna odluka. Drugi primjer je Bayerovo stjecanje Monsantoa, koje se odvijalo u bližoj prošlosti, u razdoblju od 2016. do 2018. godine. To se stjecanje smatra neuspješnim.

Glavni ciljevi rada su analizirati i objasniti proces spajanja i stjecanja (M&A) sa stajališta oba poduzeća, financijskom analizom prikazati uspješnost, odnosno neuspješnost transakcija te donijeti zaključke na temelju kojih bi se trebalo planirati i djelovati u slučajevima M&A-a i pokušati naučiti kako ne ponavljati greške iz prošlosti. Također, radom se nastoji objasniti jedna od najvažnijih metoda vrednovanja poduzeća, a to je metoda diskontiranih novčanih tokova te važnost upotrebe te metode kod razmatranja spajanja ili stjecanja određenog poduzeća. Očekivani stručni doprinos ogleda se u proširenju postojeće literature iz područja spajanja i

¹ DePamphilis, D. (2012.) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Sixth Edition. San Diego, CA: Elsevier, str. 57

² Cordeiro, M. (2019) The Seventh M&A Wave. *Camaya Partners* [online], veljača/2019, Dostupno na: <https://camaya.com.br/the-seventh-ma-wave/> [23.8.2020.]

stjecanja te još bolje razumijevanje teorije i svih procesa kod donošenja odluka vezanih uz procese spajanja i stjecanja, kako bi se bilo u trendu s događajima, a to je upravo ono što se radom nastoji postići.

1.2. Izvori podataka i metode istraživanja

Ovaj diplomski rad sastoji se od teorijskog i praktičnog dijela. Za teorijski dio korišteni su sekundarni izvori podataka iz područja poslovnih financija, menadžmenta i računovodstva. Sekundarni izvori podataka uključuju znanstvene i stručne radove, znanstvenu literaturu, financijske izvještaje poduzeća, znanstvene časopise i Internet izvore. U praktičnom dijelu analize korištena je metoda diskontiranja slobodnih novčanih tokova, a podaci o financijskim rezultatima poduzeća prikupljeni su iz službenih financijskih izvještaja.

U okviru istraživanja koristiti će se brojne metode: metoda analize, metoda sinteze, metoda indukcije i dedukcije, metoda klasifikacije i metoda komparacije.

1.3. Struktura rada

Rad je sastavljen od šest cjelina. Nakon prvog dijela, koji je uvod, slijedi cjelina u kojoj se objašnjava pojam spajanja i stjecanja, njegova prošlost i trendovi. Nakon te cjeline, slijedi teorija vrednovanja ciljanog poduzeća, gdje se opisuju metode i principi analize kod procjene vrijednosti poduzeća. Nakon toga, slijedi praktični dio u kojem se obrađuju primjeri iz stvarnog života; prvo Disney i Pixar, zatim Bayer i Monsanto. Rad završava zaključkom gdje su izneseni svi konačni rezultati i mišljenja koja su proizašla iz proučavanja ove teme i slučajeva koji su se odvijali u prošlosti. Na kraju je popis literature te popis grafova i tablica.

2. TEORIJSKA POZADINA SPAJANJA I STJECANJA

Proces spajanja i stjecanja je izrazito kompleksan te je potrebno proučavati što više teorije iza njega kako bi se razumio i shodno tome uspješno odlučivalo. U ovom poglavlju određeni su pojmovi spajanja i stjecanja te pojmova povezanih uz njih. Nakon toga opisani su valovi spajanja i stjecanja koji su se do sad odvijali. Objasnjeni su tipovi spajanja i stjecanja te motivi zbog kojih uopće do njih dolazi.

2.1. Određenje pojmova spajanja i stjecanja

Spajanja, stjecanja, holdinzi, alijanse kompanija i drugi oblici poslovnih kombinacija sve su češće prisutni kako u razvijenim tako i u ekonomijama u razvoju. Uzevši to u obzir, jasno je da je navedeni fenomen važan i snažnog utjecaja na ekonomiju te je iznimno bitno da osobe, koje su u poslovnom svijetu, te znanstvenici budu upoznati s njim. Poslovni subjekti putem M&A-a povećavaju svoja tržišta i time osiguravaju dugotrajnu profitabilnost i zadovoljstvo vlasnika dionica. Nedostatak poznavanja ovog područja od strane menadžera, može rezultirati lošim poslovnim odlukama te posljedično lošim financijskim rezultatima.

Kako bi se odredili pojmovi spajanja i stjecanja, prema Orsag i Gulin (1996), potrebno je definirati poslovne kombinacije. „Sintagmom poslovne kombinacije označava se svako spajanje više poslovnih subjekata u jednu poslovnu jedinku, jedan privredni subjekt, odnosno svako podređivanje poslovnih subjekata drugim poslovnim subjektima. To je najuža definicija kombiniranja poslovnih subjekata koja obuhvaća tzv. aktivnosti fuzije i akvizicije (merger and acquisition – M&A- activities).“³

Također, potrebno je objasniti tko su glavni subjekti u poslovima spajanja i stjecanja. Akvizitersko poduzeće je poduzeće koje nastoji steći drugo poduzeće, odnosno izvršiti pripajanje (fuziju) drugog poduzeća, a akvirirano poduzeće je poduzeće koje je steklo akvizitersko poduzeće ili ga pripojilo (fuzioniralo). Ciljano poduzeće je akvizicijski kandidat,

³ Orsag, S.; Gulin, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str 17.

odnosno poduzeće koje akvizitersko poduzeće nastoji preuzeti ili pripojiti (Orsag, Gulin, 1996, p26, 29).

Pojam **spajanja** (eng. merger) može se gledati iz dvije perspektive:

1. Pravna perspektiva

Gledano iz pravne perspektive, spajanjem u širem smislu ili „...fuzijom se može označiti svako spajanje dva poslovna subjekta, dva poduzeća u jednu poslovnu jedinku temeljem potpunog udruživanja vlasničkih interesa dvije ili više kompanija koje se spajaju.(...). Za dioničarska poduzeća radi se o stopostotnoj razmjeni običnih dionica s pravom glasa dioničara poduzeća u fuziji za dionice nastalog fuzioniranog poduzeća.“⁴ Jednostavno rečeno, radi se o spajanju dvaju ili više poduzeća stopostotnim udruživanjem vlasničkih interesa u jedno poduzeće. Spajanjem u širem smislu može se formirati sasvim novi poslovni subjekt i tada se govori o konsolidaciji, a ukoliko ne dolazi do konsolidacije, već se poslovni subjekti pripajaju drugom poslovnom subjektu, govori se o **fuziji (spajanju) u užem smislu**. Akvizitersko poduzeće preuzima drugo ili više poduzeća, čime akvirirana poduzeća prestaju postojati, a nastavlja samo to jedno (akvizitersko) poduzeće. „Akvizitersko poduzeće zadržava svoje poduzeće i svoj identitet te stječe svu imovinu i obveze poduzeća koja su akvirirana (...)“.⁵ U standardnom spajanju, dioničarima akviriranog poduzeća zamjenjuju se njihove dionice za one akviziterskog poduzeća. Oni koji glasaju protiv spajanja (manjinski dioničari), dužni su prihvatiti spajanje i zamijeniti svoje dionice za dionice akviziterskog poduzeća ili za gotovinu. Ukoliko pristanu na gotovinu u zamjenu za svoje udjele, gube interes u kombiniranom novom poduzeću. Takva spajanja često se zovu *cash-out mergers*.⁶

2. Ekonomska perspektiva

Spajanja, promatrano iz ekonomske perspektive, mogu biti definirana ovisno o tome jesu li poduzeća, koja ulaze u poslovnu kombinaciju, u istoj ili različitoj industriji te ovisno o njihovom položaju u lancu vrijednosti.⁷ Postoje vertikalna spajanja, horizontalna spajanja i konglomeratska spajanja (konglomerat), a detaljnije je obrađeno u dijelu 2.3..

Prema Orsag i Gulin (1996) i DePamphilis(2012), **stjecanje** (akvizicija u užem smislu, eng. acquisition) nastaje kad određeno poduzeće kupuje kontrolni paket dionica ciljanog poduzeća

⁴ ibid, str 27.

⁵ ibid, str 28.

⁶ DePamphilis, D. (2012) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Sixth Edition. San Diego, CA: Elsevier, str 86.

⁷ ibid str 86.

odnosno kupuje većinski udio u njegovom vlasništvu, kupuje podružnicu ciljanog poduzeća ili kad kupuje dio ili cjelokupnu imovinu ciljanog poduzeća.⁸ Tako se govori o stjecanju vlasništva i stjecanju imovine, a detaljnije je obrađeno u dijelu 2.3..

Bitno je razlikovanje pojma stjecanja od pojma **preuzimanja** (eng. takeover). Do preuzimanja dolazi kada ciljano poduzeće ne pristaje na stjecanje pa akvizitersko poduzeće kupuje velike udjele u tom poduzeću kako bi bilo u kontroli tog poduzeća te nametnulo akviziciju. Čak i kada preuzimanje nije neprijateljsko, podrazumijeva se da je jedno poduzeće u značajno boljem položaju od drugog.

Spajanje je puno rjeđe prisutno od stjecanja. Razlika između spajanja i stjecanja se možda čini kao da nije značajna s obzirom da je rezultat često isti: dva poduzeća (ili više) koja su imala zasebno vlasništvo, sada posluju „pod istim krovom“, obično za postizanje nekog strateškog cilja. Ipak, strateški, financijski, porezni te kulturni utjecaj ovih poslovnih pothvata mogu se mnogo razlikovati.⁹

Prema Gray (2019, p26-27), kod spajanja nastaju veće promjene u donošenju odluka, vodstvu, vlasništvu, kulturi poduzeća i slično. Također, utjecaj na vlasnike udjela je puno značajniji i kompleksniji, nego kod stjecanja, zato što se udio u vlasništvu može mijenjati i time imati utjecaj na donošenje odluka i upravljanja.¹⁰ Razumijevanje ovih naizgled malih, ali značajnih razlika od velike je važnosti za vlasnike udjela, upravitelje ili menadžere koji razmatraju ulazak u oblik poslovne kombinacije.

2.2. Povijest spajanja i stjecanja

Od početka 20. stoljeća, spajanja i stjecanja odvijaju se u tzv. uzorku valova. To znači da se javlja s velikom razlikom u periodima u kojima dolazi do naglog povećanja slučaja M&A-a te periodima u kojima je relativna neaktivnost u području M&A-a. Premda se ovaj fenomen već dugo istražuje, nije u potpunosti jasno zašto do njega dolazi. Moguća povezanost je u tome što

⁸ DePamphilis, D. (2011) *Mergers and Acquisitions Basic: All You Need To Know*. Burlington, MA, USA: Elsevier. str 15.

i Orsag, S.; Gulin, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika str 28.

⁹ Sherman, A. J.; Hart, M. A. (2006) *Mergers & Acquisitions: From A To Z*. Second Edition. New York, NY, USA: AMACOM, str 11.

¹⁰ Gray, D. K. (2019) *Mergers and Acquisitions (The What, The Why, The How)*. Victoria, Canada: Tellwell, str 26-27.

je pojava M&A vezana za industriju. U jednom periodu u određenoj industriji može doći do naglog povećanja slučajeva M&A-a, dok u drugim industrijama do tog povećanja ne dolazi. Dakle, različite industrije doživljavaju „boom“ u aktivnostima spajanja i stjecanja u različitim periodima.¹¹

Razlikuje se sedam valova spajanja i stjecanja, s početkom od 1890. godine. Prema Cretin, F. (2015), početak i trajanje vala nije izričito definirano, no val obično završava kada počne recesija, rat, pandemija ili slično. Ekonomska ekspanzija, regulatorne promjene, pojava novih tehnologija i drugi pobuđivači („drivers“) utječu na početak vala spajanja i stjecanja.¹²

Prvi val (1897.-1904.)

Prema DePamphilis, D. (2011), aktivnosti M&A u ovom razdoblju bile su potaknute težnjom za učinkovitošću, popustljivim provođenjem Shermanovog antitrustovskog zakona (donesenog 1890.godine), migracijom na zapadu i tehnološkim promjenama. Spajanja su većinom bila horizontalna, a industrije koje su doživjele ekspanziju bile su vezane za metal, rude i transport. Prvi val je također bio obilježen „prijateljskim“ spajanjima te novčanim financiranjem (eng. all-cash deals).¹³ Značajna je uloga prvog vala u stvaranju velikih monopola. U ovom periodu nastaje prvo milijardersko poduzeće kada je J.P. Morgan osnovao U.S. Steel, na način da je spojio 785 odvojenih poduzeća. Neki od najvećih industrijskih divova današnjice, osnovani su također u ovom razdoblju, na primjer DuPont Inc, Standard Oil, General Electric, American Tobacco Inc itd.¹⁴ Kraj prvog vala došao je zbog strožeg provođenja antitrustovskog zakona te zbog kraha na tržištu dionica 1905. godine. Osim toga, prijetnja od Prvog svjetskog rata utjecala je na stagnaciju aktivnosti spajanja i stjecanja te time završila ovaj prvi val, zvan još i „Great Merger Wave“.¹⁵

¹¹ Sudarsanam, S. (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Harlow, UK: Prentice Hall, str 13.

¹² Cretin, F. (2015) M&A Activity: Where Are We In the Cycle?: CAIA Association [online], summer/2015, Dostupno na: https://www.caia.org/sites/default/files/AIAR_Q3_2015-07_M&A_CretinDieudonneBoucha.pdf [23.8.2020.]

¹³ Nouwen, T.J.A. (2011) M&A waves and its evolution throughout history. Bachelor Thesis. Tillburg University

¹⁴ Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, str 32.

¹⁵ Cretin, F. (2015) M&A Activity: Where Are We In the Cycle?: CAIA Association [online], summer/2015, Dostupno na: https://www.caia.org/sites/default/files/AIAR_Q3_2015-07_M&A_CretinDieudonneBoucha.pdf [23.8.2020.]

Drugi val (1916.-1929.)

Drugi val počinje pred kraj Prvog svjetskog rata te je obilježen poslijeratnom ekspanzijom. Fokus na aktivnosti M&A-a bio je u industrijama hrane, pića, papira, željeza i slično, no utjecaj na strukturu tržišta industrija bio je mnogo značajniji u prvom valu nego u drugom. Prema Sudarsanam (2003), u industrijama u kojima je dominiralo jedno ogromno poduzeće, spajanja i stjecanja su u ovom valu stvorila drugo veliko poduzeće te se time iz monopola prelazi u drugačiji tržišni oblik, oligopol.¹⁶ Manja poduzeća, koja su preživjela prvi val, u ovom valu su bila aktivna na tržištu M&A-a. Cilj tih poduzeća bio je postići ekonomiju razmjera kako bi bila što veća konkurencija poduzećima koja su do tad bila monopoli. Antitrustovski zakon bio je sve stroži te je to također značajno utjecalo na smanjenje monopola. Financiranje se više ne odvija gotovinom, već se prešlo na financiranje kapitalom.¹⁷ Dostupnost kapitala, koje je bilo potaknuto pogodnom ekonomskom situacijom i blagim uvjetima ulaska u poslovanje, stvorila je krizu na tržištu kapitala koja se pretvorila u Veliku depresiju. Time je završio drugi val.¹⁸

Treći val (1965.-1969.)

U razdoblju trećeg vala, dogodio se povijesno najveći broj aktivnosti spajanja i stjecanja. Do ovoga je dijelom došlo zbog ekonomske ekspanzije tog perioda. Treći val, zvan još „period konglomeratskog spajanja“ (eng. Conglomerate Merger Period), obilježen je trendom diverzifikacije među poduzećima. Dolazi do promjena u M&A aktivnostima, tako nije bila rijetkost da malo poduzeće stječe veće poduzeće ili da financira zamjenom kapitala (eng. equity swaps). Prema Gaughan (2007, p40), konglomerati formirani u ovom periodu su bili vrlo raznoliki po liniji proizvoda te su spajana poduzeća s potpuno različitim osnovnim djelatnostima, npr. ITT (International Telephone & Telegraph) je pripojio Avis Rent a Car i Sheraton Hotels. Prema DePamphilis (2012, p77), u ovom periodu dolazi do rekordno velikih odnosa cijena i zarada (P/E) omjera. Poduzeća s visokim P/E-om shvatila su kako da povećaju zarade po dionici (EPS) kroz spajanja i stjecanja, a ne reinvesticijama. Ta poduzeća bi stjecala poduzeća s manjim omjerom P/E te povećavala EPS kombiniranog poduzeća, čime bi povećala cijenu dionice – ukoliko P/E kombiniranog poduzeća nije niži od P/E poduzeća stjecatelja prije

¹⁶ Sudarsanam, S. (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Harlow, UK: Prentice Hall, str 15.

¹⁷ Nouwen, T.J.A. (2011) *M&A waves and its evolution throughout history*. Bachelor Thesis. Tillburg University

¹⁸ Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, str 36.

transakcije stjecanja. Treći val je usporio 1969. zbog djelovanja vlade SAD-a kako bi spriječila konglomeratska spajanja koja su smatrana lošima za konkurentsku borbu i kako bi se onemogućila zloupotreba računovodstva na način da se stvaraju zarade „na papiru“.¹⁹

Četvrti val (1984.-1989.)

Četvrti val se dosta razlikovao od dotadašnjih valova. Aktivnosti M&A postaju neprijateljske (eng. hostile) što znači da uprava akviriranog poduzeća nije pristala na stjecanje. Također, veličine ciljanih poduzeća su narasle. Tako neke od najvećih američkih poduzeća postaju kandidati za akviziciju. Ovaj val poznat je kao val „megaspajanja“ (eng. *wave of the megamerger*). Ukupna vrijednost u dolarima potrošena na spajanja i stjecanja strmovito je rasla, također je i prosječna vrijednost samih transakcija narasla. U tablici je navedeno deset najvećih megaspajanja četvrtog vala.

Tablica 1 Deset najvećih megaspajanja četvrtog vala

Year	Buyer	Target	Price (\$Billions)
1988	Kohlberg Kravis	RJR Nabisco	25.1
1984	Chevron	Gulf Oil	13.3
1988	Philip Morris	Kraft	13.1
1989	Bristol Myers	Squibb	12.5
1984	Texaco	Getty Oil	10.1
1981	DuPont	Conoco	8.0
1987	British Petroleum	Standard Oil of Ohio	7.8
1981	U.S. Steel	Marathon Oil	6.6
1988	Campeau	Federated Stores	6.5
1986	Kohlberg Kravis	Beatrice	6.2

Gaughan, P.A. (2007), str 56.

Aktivnosti M&A unutar industrije nafte i benzina su činile 21,6% ukupne dolarske vrijednosti svih aktivnosti M&A od 1981. do 1985. godine.²⁰ Industrije oko kojih su se također

¹⁹ Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, str 46.

²⁰ Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, str 55.

koncentrirala spajanja bile su farmaceutska industrija, bankarstvo, avioindustrija itd.²¹ Za ovaj period bitna je činjenica da se iz financiranja kapitalom prelazi u financiranje dugom te termin leveraged buyout (LBO) postaje sve više prisutan. Akvizicije poduzeća s nesrodnim industrijama do kojih je došlo u prošlom i pretprošlom valu, u ovom valu se prekidaju. Do 1989. godine, prodano je 60% akvizicija do kojih je došlo između 1970. i 1982. godine.²² Kraj četvrtog vala dogodio se 1989. godine, s krajem ekonomskog „boom-a“ i početka recesije 1990. godine koja je prouzrokovala kolaps nekoliko spajanja tog razdoblja. Također bitan faktor bio je i kolaps tržišta obveznica upitne vrijednosti (špekulativne obveznice) kojima se financirao velik dio LBO-a tog doba.

Peti val (1992.-2000.)

Iako su se spajanja i stjecanja značajno smanjila tijekom recesije 1990. godine, broj transakcija i količina novca uložena u njih, povećavaju se 1992. godine. Prema DePamphilis (2012, p78), pokretači ovog vala bili su ekonomska ekspanzija, globalizacija, „boom“ na burzama dionica, ogromne tehnološke inovacije (IT industrija) te deregulacije. Zbog sve veće globalizacije i rastuće konkurencije, aktivnosti spajanja i stjecanja su se raširile po cijelom svijetu. Tako su sve češća postala internacionalna spajanja, pogotovo razvojem Europske Unije i smanjivanjem trgovinskih barijera među zemljama članicama. U ovom valu dolazi do, dotad, nezamislivih spajanja, npr. Citibank i Travelers, Chrysler i Daimler Benz te Exxon i Mobil.²³ Negativne strane prošlog vala pokušale su se spriječiti u ovom valu pa su se izbjegavale transakcije spajanja financirane velikim zaduživanjem, razmišljalo se više strateško i ulazilo u transakcije imajući u vidu dugi rok, a ne kratki. Financiranje transakcija odvijalo se kombinacijom duga i kapitala. Industrije koje su predvodile u broju spajanja i stjecanja su telekomunikacije i bankarstvo. 2000. godine dolazi do puknuća „internet bubble-a“, što je posljedično djelovalo na tržište kapitala te u konačnici na globalnu ekonomiju. Time završava peti val spajanja i stjecanja.²⁴

²¹ Aytac, F.; Kaya, C.T. (2016) Contemporary Look On the Historical Evolution of Mergers and Acquisition. International Journal of Economics, Commerce and Management [online], veljača/2016, Dostupno na: <http://ijecm.co.uk/wp-content/uploads/2016/02/4211.pdf> [23.8.2020.]

²² DePamphilis, D. (2012) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Sixth Edition. San Diego, CA: Elsevier, str 77.

²³ Nouwen, T.J.A. (2011) M&A waves and its evolution throughout history. Bachelor Thesis. Tillburg University

²⁴ Wida, A. The Seventh Versus the Sixth Wave. Master Thesis. Erasmus Universiteit Rotterdam

Šesti val (2003.-2007.)

Nakon krize početkom stoljeća, 2003. godine započinje novi val spajanja i stjecanja. Važne lekcije naučene iz prošlog vala, utjecale su na uspješnost transakcija u ovom valu. Uprave korporacija manje su se natjecale, uprave akviziterskih poduzeća bile su manje ohole prema akviriranom poduzeću i manje gramzive. Shodno tome, uvjeti za spajanja i stjecanja bili su blaži. Nadalje, niske kamatne stope utjecale su na povećanje broja fondova rizičnog kapitala (eng. private equity funds) jer je kupnja zaduživanjem postala isplativija te je posljedično tržište dionica bilo u procvatu. Ovo je također pogodno utjecalo na tržište M&A-a. Glavni način financiranja ovog razdoblja bio je novčani.²⁵ Broj spajanja i stjecanja se značajno povećao u tržištu s visokom likvidnošću i jeftinim kapitalom, no prouzročio je i distorzije, pogotovo u cijenama ciljanih poduzeća te ona postaju precijenjena. Do ovoga je došlo zbog špekulacija, nedovoljnog razumijevanja tržišta i zanemarivanja rizika. Šesti val završava hipotekarnom krizom 2007. godine.²⁶

Sedmi val (2010.-)

Nakon recesije 2009. godine, svjetska ekonomija se oporavlja. Kamatne stope koje su bile izrazito niske, počele su rasti, isto kao i cijene dionica. Zarade poduzeća su rasle te stvaraju prostor za spajanja i stjecanja. Industrije unutar kojih se odvija najveći broj spajanja su znanost, zdravstvo, tehnologija i financijske usluge. Prema Ching (2019), poduzeća se spajaju kako bi preuzela što veći tržišni udio i kako bi mogla konkurirati velikim kompanijama tipa Amazon, eBay, Netflix itd.²⁷ Poslovno okruženje je vrlo nestabilno te poduzeća koja žele opstati, moraju se prilagođavati brzo i efikasno. Mnogo njih se okreće spajanjima i stjecanjima kako bi brže postigle ekonomski rast. Deloitte je 2018. godine u svom M&A izvješću izjavio da poduzeća imaju više financijskih mogućnosti te da su im aktivnosti M&A prvi izbor za korištenje novčanih viškova.²⁸ Nije još sigurno je li sedmi val već završio ili će tek završiti.

²⁵ ibid

²⁶ Cordeiro, M. (2019) The Seventh M&A Wave. *Camaya Partners* [online], veljača/2019, Dostupno na: <https://camaya.com.br/the-seventh-ma-wave/> [23.8.2020.]

²⁷ Ching, K. (2019) What Drives Merger Waves? A study of the Seven Historical Merger Waves in the U.S. Senior Thesis. Claremont Colleges

²⁸ Deloitte (2018) The state of the Deal. [online], Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-mergers-acquisitions-2018-trends-report.pdf>

2.3. Tipovi spajanja i stjecanja

Obično se razlikuju tri vrste spajanja: horizontalna, vertikalna i konglomerati. Do *horizontalnog spajanja* dolazi kada se spoje dva konkurenta iz iste industrije. Neki od primjera su Procter & Gamble i Gillette (2006. godine), Oracle i PeopleSoft (2004. godine), Exxon i Mobil (1999. godine), NationsBank i BankAmerica i drugi.²⁹

Vertikalno spajanje je kombinacija poduzeća koja su prije bila u odnosu kupca i prodavača, odnosno poduzeća koja su sudjelovala u različitim fazama u lancu proizvodnje. Primjer vertikalnog spajanja je kada se 1993. godine Merck, najveći proizvođač lijekova u svijetu, spojio s Medco Containment Services, najvećim prodavačem lijekova na recept. Time je Merck postao, ne samo najveća farmaceutska kompanija, već i najveći proizvođač i distributer lijekova na svijetu.³⁰

Konglomerat nastaje kada se spajaju poduzeća koja nisu konkurenti niti u odnosu kupac-prodavač. Akvizitersko poduzeće kupuje poduzeća koja djeluju u različitim industrijama i nemaju sličnu primarnu djelatnost. Primjer konglomerata je Philip Morris, duhanska kompanija, koja je pripojila General Foods 1985. godine, Kraft 1988. godine i Nabisco 2000. godine.³¹

Prema Orsag i Gulin (1996, p29-30), akvizicije se dijele na akvizicije dionica i akvizicije imovine.

Akviziciju vlasničkog udjela (akviziciju dionica) akvizitersko poduzeće ostvaruje kupnjom većinskog paketa dionica s pravom glasa ciljanog poduzeća u zamjenu za novac, vlastite dionice ili druge vrijednosne papire. Kod ovog oblika akvizicije dolazi do rizika da će manjinski udio dioničara akviriranog poduzeća, koji nisu pristali na prodaju svojih dionica, biti veći od onoga koji prema poreznom zakonu dopušta da akvizitersko poduzeće sastavlja konsolidirani izvještaj o dobiti. Na taj način može doći do dvostrukog oporezivanja poslovnih rezultata.

Akviziciju imovine akvizitersko poduzeće postiže kupnjom njegove cjelokupne imovine. Ovim slučajem, izbjegavaju se mogući problemi postojanja manjinske grupe vlasnika akviriranog poduzeća. Međutim, ovaj oblik akvizicije zahtijeva i formalno prenošenje isprave o vlasništvu

²⁹ DePamphilis, D. (2012) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Sixth Edition. San Diego, CA: Elsevier, str 88.

³⁰ Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, str 13

³¹ *ibid*, str 13

cjelokupne imovine na akvizitersko poduzeće, što prouzrokuje određene troškove i poskupljuje ovaj vid akvizicije.

2.4. Motivi spajanja i stjecanja

Postoji mnogo razloga zašto poslovni subjekti ulaze u aktivnosti spajanja i stjecanja, a značajnost određenih motiva mijenja se tijekom vremena. Ti motivi trebali bi biti usko povezani s vizijom poduzeća, strategijom i vrijednostima. Dioničari poduzeća trebali bi vidjeti jasnu povezanost tih motiva s poslovanjem poduzeća. Ukoliko se povezanost ne vidi, to može biti prvi znak koji pokazuje da spajanje ili stjecanje nije dobra strategija za određeno poduzeće i da konačni rezultat neće biti uspješan. Najvažniji motivi spajanja i stjecanja su: a) rast, b) operativne sinergije, c) financijska sinergija, d) diverzifikacija, e) bolji menadžment, f) bolji odjel za istraživanje i razvoj, g) smanjenje poreza i f) marketinški dobici, a detaljnije su obrađeni u nastavku ovog rada.

a) Rast

Prema Gaughan (2007, p117), jedan od fundamentalnih razloga spajanja i stjecanja je želja poduzeća za rastom. Poduzeće koje želi rasti ima izbor između unutrašnjeg rasta (organskog rasta) ili rasta pomoću spajanja i stjecanja. Unutrašnji rast može biti dugotrajan i nesiguran proces, dok je rast kroz spajanje i stjecanje značajno brži. No, rizik se veže i uz taj proces. Unutrašnji rast će izbjegavati poduzeća koja žele djelovati u kratkom roku kako bi postigla prednost nad drugim konkurentima. M&A otvaraju akviziterskom poduzeću mogućnost da poveća tržišni udio bez potrebe da samo obavlja novu djelatnost.

Još jedan od motiva spajanja i stjecanja je sinergija. Sinergija, u ekonomskom smislu, je jednostavna postavka koja objašnjava situaciju u kojoj kombinacija dva poduzeća stvara veću vrijednost za dioničare, nego što bi ju stvarala odvojeno. Dvije osnovne vrste sinergija su operativna i financijska. Prema Orsag i Gulin (1996, p85), vrijednost sinergije poslovne kombinacije (inkrementalni dobitak od akvizicije) prikazuje se formulom

$$\delta V = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

gdje je V_{AB} kombinirana vrijednost dva poduzeća, V_A je vrijednost poduzeća A te je V_B vrijednost poduzeća B.

b) Operativne sinergija

Pod pojmom operativne sinergije podrazumijevaju se ekonomije razmjera i ekonomije obuhvata. Prema Orsag i Gulin (1996, p88) *ekonomija razmjera* tipična je za horizontalnog spajanja, a vertikalna spajanja i konglomerati mogu koristiti ekonomije razmjera kroz smanjenje režijskih troškova. S porastom obujma proizvodnje svi troškovi ne rastu paralelno, nego ostaju relativno fiksni te posljedično dolazi do smanjenja prosječnih troškova po jedinici proizvodnje. Ekonomija razmjera je tipična posljedica rasta poduzeća, a posebno dolazi do izražaja ako se ostvaruje na području rasta postojećih poslovnih operacija.

Ekonomije obuhvata odnose se na korištenje određenih vještina ili sredstava koje se trenutno koriste u proizvodnji određenog proizvoda ili usluga kako bi se proizveli povezani proizvodi ili usluge, a na način da je jeftinije kombinirati više proizvodnih linija u jednom poduzeću, nego što bi bilo u odvojenim poduzećima. Na primjer, Honda, osim što proizvodi automobile, također proizvodi i motocikle i kosilice trave.³²

c) Financijska sinergija

Financijska sinergija odnosi se na utjecaj koji spajanja i stjecanja imaju na trošak kapitala akviziterskog poduzeća ili novonastalog poduzeća. Poduzeće u zreloj industriji, koje doživljava usporedivi rast, može proizvesti novčane tokove koji znatno prelaze dostupne mogućnosti ulaganja. Drugo poduzeće u industriji s visokom stopom rasta, možda nema dovoljno novca za realizaciju investiranja. Gledajući njihove različite stope rasta i rizika, poduzeće u zreloj industriji može imati niži trošak kapitala od drugog poduzeća te bi se kombiniranjem ta dva poduzeća mogao smanjiti njihov prosječni trošak kapitala.³³ Ovisno o mjeri financijske sinergije u kombiniranom poduzeću, trošak kapitala trebao bi biti što niži.

d) Diverzifikacija

Diverzifikacija označava rast izvan trenutne industrijske kategorije poduzeća. Ovaj način rasta imao je veliku ulogu tijekom trećeg vala spajanja i stjecanja — periodu konglomerata.

Premda su neke kompanije požalile što su se okušale u diverzifikaciji, druge su doživjele velike uspjehe. Primjer takve kompanije je General Electric.³⁴

³² DePamphilis, D. (2012) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Sixth Edition. San Diego, CA: Elsevier, str 61

³³ *ibid*, str 64

³⁴ Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, str 136.

e) Bolji menadžment

Kriza poduzeća ili ostvarivanje loših poslovnih rezultata najčešće se može pripisati neefikasnom menadžmentu. Lošim vođenjem poduzeća, ne iskorištava se puni potencijal i sredstva u vlasništvu poduzeća te se ne postiže zadovoljstvo dioničara. U tom slučaju, spajanje ili stjecanje može značiti zamjenu nedovoljno kompetentnog menadžmenta akviriranog poduzeća. Zamjenom lošeg vodstva i drugim promjenama unutar akviriranog poduzeća, moguće je značajno poboljšati poslovne rezultate. Akvizitersko poduzeće ostvaruje koristi od okretanja poslovne situacije akviriranog poduzeća. Akvirirana poduzeća s lošim menadžmentom predstavljaju pogodne akvizicijske kandidate, pogotovo zato što njihova fer vrijednost ne odražava pravu vrijednost koju bi poduzeće moglo imati nakon okretanja poslovne situacije.³⁵

f) Bolji odjel za istraživanje i razvoj

Istraživanje i razvoj je od ključne važnosti za budući razvoj mnogih poduzeća. Tehnološka postignuća stvaraju nove proizvode i industrije. Na primjer, razvoj avioindustrije je stvorio industriju komercijalnih letova, industriju satelita, aviona i druge. Prema Gaughan (2007, p164), tijekom petog vala spajanja i stjecanja, dogodila su se razna spajanja u farmaceutskoj industriji s ciljem unaprjeđenja istraživanja i time vodstva u razvijanju lijekova.

g) Smanjenje poreza

Dva poduzeća mogu kombiniranjem smanjiti porezna izdavanja u odnosu na iznose koje bi plaćala zasebno. Postoji pet načina kako se postiže smanjenje poreznih izdavanja spajanjima i akvizicijama, a to su:³⁶

1. upotrebom akumuliranog poreznog gubitka
2. upotrebom neiskorištenog kreditnog kapaciteta
3. upotrebom sredstava ekstrazarada
4. mogućnost povećanja amortizacijske osnovice i
5. amortizacijom goodwilla.

³⁵ Orsag, S.; Gulin, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str 93.

³⁶ Orsag, S.; Gulin, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str 89.

h) Marketinški dobici

Marketinški dobici ostvarit će se kroz bolje marketinške performanse kombiniranog poduzeća, čime će se povećati poslovni prihodi. Neki od načina na koji će poduzeće imati koristi od kombiniranog marketinga je kroz poboljšanje medija, jačanja distributivne mreže te poboljšanjem proizvodnog miksa.³⁷

³⁷ Orsag, S.; Gulin, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str 86.

3. VREDNOVANJE CILJANOG PODUZEĆA

Vrednovanje poduzeća ima široku upotrebu u poslovnom svijetu. Područja gdje se koristi su razna, a neka od njih su: poslovne financije, investicijska analiza, spajanja i stjecanja, pravo te oporezivanje. Ovim poglavljem nastoji se pobliže objasniti važnost vrednovanja poduzeća, navesti nekoliko metoda koje se koriste, uz fokus na metodu diskontiranih novčanih tokova, a na kraju poglavlja pojašnjeno je kako se analizira profitabilnosti poduzeća pomoću pokazatelja profitabilnosti imovine (ROA), profitabilnosti kapitala (ROE) i neto marže profita.

3.1. Važnost vrednovanja ciljanog poduzeća

Vrednovanje je suština financija. Njome se postavlja pitanje: kolika je fer cijena za određenu imovinu koja ima nepredvidive buduće novčane tokove?³⁸

Važnost vrednovanja poduzeća postala je sve važnija tijekom četvrtog vala spajanja i stjecanja, kada su se mnoga poduzeća našle na meti prijateljskih spajanja, ali i neprijateljskih preuzimanja. Vrednovanje poduzeća je jedan od prvih i najbitnijih koraka u pripremi procesa spajanja i stjecanja. Poduzeće, koja namjerava pripojiti drugo poduzeće, mora znati kolika je stvarna vrijednost tog ciljanog poduzeća, kako bi zaključilo isplati li mu se uopće ulaziti u navedenu investiciju. Racionalni investitori ulazit će u poslovne odnose isključivo ako znaju da će im oni realizirati povećane profite. Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012, p13) „(...)procjena vrijednosti predstavlja niz sustavno provedenih radnji rezultat kojih je utvrđivanje realne vrijednosti profitabilne imovine (vrijednosnih papira, poduzeća, nekretnine, patenta ili nekog drugog imovinskog oblika). Vrednovanje imovine je procjena njezine vrijednosti koja se najčešće temelji na varijablama koje određuju buduće prinose od te imovine ili na usporedbi sa sličnom imovinom“. Kod analiziranja vrijednosti poduzeća, potrebno je prikupiti sve relevantne dostupne informacije i odabrati odgovarajuće metode procjene kako ne bi došlo do pogrešnih rezultata. Tri najčešće metode za procjenu vrijednosti poduzeća su:³⁹ metoda diskontiranih novčanih tokova, metoda rezidualnog dohotka i metoda multiplikatora Postoji mnogo različitih alata i metoda koji se koriste za vrednovanje poduzeća te njihova

³⁸ Petitt, B. S. ; Ferris, K. R. (2013) *Valuation for Mergers and Acquisitions*. Second Edition. New Jersey, USA: Pearson Education, preface

³⁹ Miloš Sprčić, D. ; Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb., str 14.

upotreba varira ovisno o situaciji i problemu. Prema Gaughan (2007, p552) vrednovanje poduzeća je i znanost, ali i umjetnost. Znanost je jer postoje standardne metode, podaci i postupci kojih se treba pridržavati. No, često će se koristiti više metoda, koje bi mogle davati različite rezultate i time, naivnom interpretatoru dati dojam da su metode procjene suviše subjektivne. Međutim, dubljim istraživanjem može se doći do objektivnih vrijednosti. Prema Dahl (2016), različite vrijednosti su prirodna i jasna pojava, s obzirom da se promatra tržište na kojem različiti sudionici mogu drugačije interpretirati vrijednost određenog poslovnog subjekta, imovine ili općenito investicije. Razlog tome je to što očekivano korištenje subjekta ili imovine može biti drugačija ovisno pod čijim vlasništvom se nađe.

Matt Schubring, menadžer Chartwell-a, kompanije za financijsko savjetovanje, rekao je za vrednovanje poduzeća : “Potrebno je procijeniti rizike relevantne za poduzeće te smjer u kojem se poduzeće kreće u odnosu na ostala poduzeća u industriji. Odgovarajuće vrednovanje poduzeća je 75% umjetnost i 25% znanost jer uzima u obzir priču „iza samih brojeva“.(...) Nije bitno samo što se dogodilo, nego i zašto se to dogodilo.“⁴⁰ Dakle, potrebno je razumijevanje i točna interpretacija rezultata dobivenih različitim metodama kako bi analiza bila potpuna i relevantna.

Prema Damodaran (2002, p1), svaka imovina, bilo financijska ili realna, ima svoju vrijednost. Kako bi ulaganje i, poslije, upravljanje bilo uspješno, potrebno je utvrditi i razumjeti kolika je ta vrijednost, ali i koji su izvori njezina financiranja. Nadalje, Damodaran kaže da je procjena vrijednosti uvjet za korektno odlučivanje, neovisno o tome odnosi li se ona na ulaganje u sklopu upravljanja portfeljem, na utvrđivanje cijene kod poslovnih kombinacija ili na investicijske i financijske odluke tijekom upravljanja poslovanjem.

Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012, p18), kod svakog ulaska u poslovnu kombinaciju procjena vrijednosti bi trebala biti središnji dio. Potencijalnom kupcu je potrebno utvrditi realnu vrijednost ciljanog poduzeća prije podnošenja ponude, a ciljanom poduzeću je cilj odrediti svoju razumnu vrijednost prije donošenja odluke o prihvaćanju ili odbijanju ponude. U ovom radu, za utvrđivanje vrijednosti akvizicijskih kandidata koristit će se metoda diskontiranih novčanih tokova. Također će se u analizi koristiti jedan pokazatelj aktivnosti – koeficijent obrtaja ukupne imovine te dva pokazatelja profitabilnosti – profitabilnost imovine (ROA) i

⁴⁰ Dahl, D. (2016) Why Valuing Your Business Is More Art Than Science. *Forbes* [online], October/2016, Dostupno na: <https://www.forbes.com/sites/darrendahl/2016/10/30/why-valuing-your-business-is-more-art-than-science/#76656e3a55a3> [23.8.2020.]

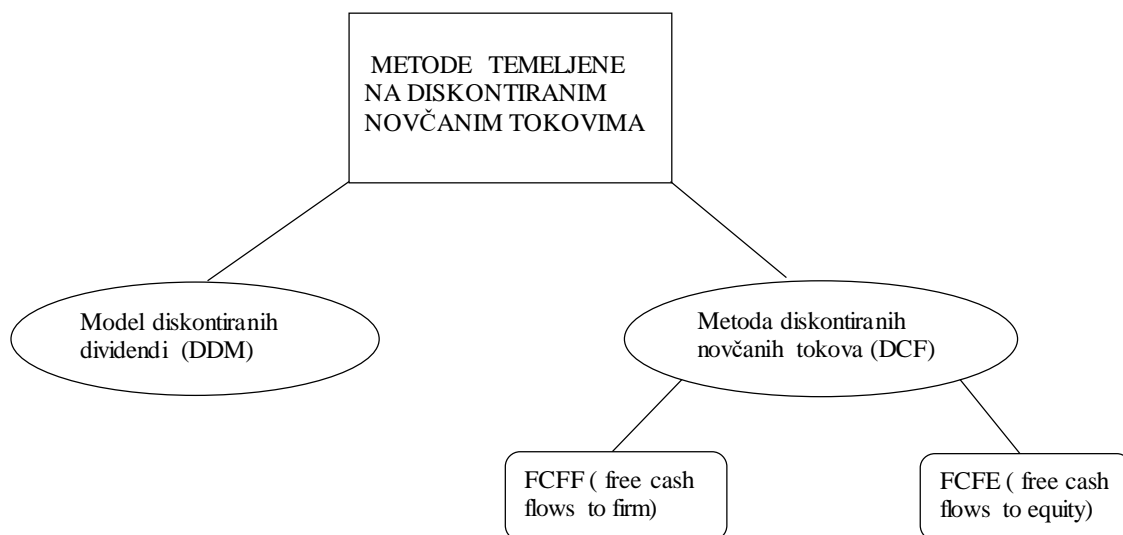
profitabilnost vlasničke glavnice (ROE). Za vrednovanje uspjeha spajanja i stjecanja koristit će se i neto profitna marža.

3.2. Vrednovanje poduzeća temeljeno na diskontiranim novčanim tokovima

Ove metode vrednovanja poduzeća polaze od diskontiranja očekivanih novčanih tokova i vrednuju buduću snagu poduzeća. Suština svih metoda ove vrste je u diskontiranju novčanih tokova po odgovarajućoj diskontnoj stopi. Diskontna stopa po Damaradan (2002, p17) je funkcija rizičnosti vrednovanih novčanih tokova, pa će se za rizičnije novčane tokove primijeniti viša diskontna stopa, a za novčane tokove niskog rizika primijenit će se niža diskontna stopa. Dakle, viša stopa se koristi za nova i manja poduzeća, za industrije s nesigurnim i nepredvidivim tržištima jer onda investitori očekuju viši povrat na svoja ulaganja.

U grafu ispod prikazane su metode temeljene na diskontiranim novčanim tokovima.

Graf 1 Metode temeljenje na diskontiranim novčanim tokovima



izrada autorice prema Schweser Notes for CFA Exam, Level II Book 3 (2013), str 61.

3.2.1. Metode diskontiranih dividendi (DDM)

Prema CFA (2020), obične dionice predstavljaju vlasništvo u poduzeću za imatelje, odnosno dioničare. Poduzeće svojim poslovanjem generira struju novčanih tokova, a dioničari, kao vlasnici, imaju pravo na dio tih budućih novčanih tokova.⁴¹ Ovom metodom se nastoji definirati vrijednost poduzeća na temelju procjene iznosa, dinamike i rizičnosti dividendi. Vrijednost poduzeća izjednačava se s diskontiranom vrijednošću budućih dividendi. Prema Orsag i Gulin (1996, p165), diskontiranje se vrši uz diskontnu stopu koja predstavlja zahtijevanu profitabilnost od strane investitora, a koja ovisi o kamatnoj stopi za ulaganja bez rizika formiranog na tržištu kapitala i o premiji rizika primjerenoj rizičnosti ostvarivanja budućih novčanih tokova koji se očekuju od tog imovinskog oblika. Ovisno o pretpostavljenom kretanju dividendi koje će neka dionica odbacivati u budućnosti, razvijene su tri skupine modela za vrednovanje dionica koje se temelje na sadašnjoj vrijednosti struje njezinih budućih dividendi koje su prema Orsag i Gulinu (1996, p166):

1. Model konstantnih dividendi
2. Model kontinuiranog rasta dividendi
3. Model varijabilnih dividendi

Primarna prednost korištenja modela diskontiranih dividendi za vrednovanje poduzeća je prema Schwesernotes (2013) da je ono teorijski opravdano⁴². Ulaganje dioničara danas ima sadašnju vrijednost budućih novčanih tokova koje očekuje dobiti, a u konačnici će mu biti isplaćena nagrada u obliku dividendi. Čak i ako proda dionice u bilo koje vrijeme prije likvidacije poduzeća, prije nego se sve dividende isplate, od kupca dionice će dobiti sadašnju vrijednost očekivanih budućih dividendi. Prednost je također i u činjenici da su dividende manje promjenjive od, na primjer, zarada ili drugih mjera. Mana ovih modela su u težini njihove primjene, npr. u poduzećima koja ne isplaćuju dividende.

⁴¹ CFA Institute (2020) Discounted Dividend Valuation. *CFA Institute*, [online], Dostupno na: <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/2020/discounted-dividend-valuation> [23.8.2020.]

⁴² Schwesernotes (2013) *CFA Level II Book 3: Equity Investments*. USA: Kaplan, str 61.

3.2.2. Metoda diskontiranih novčanih tokova

Vrednovanje poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda) temelji se na prognozi očekivanih budućih novčanih tokova vrednovanog poduzeća koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost. Ova metoda podrazumijeva predviđanje budućeg poslovanja poduzeća, ali i makro okruženja, kretanje stope inflacije, kamatnih stopa i drugo.⁴³ Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012, p105), suština DCF metode je u shvaćanju da bilo koja profitabilna imovina vrijedi onoliko koliko vrijede buduća novčana tokovi koje će ta imovina generirati. Buduća novčana tokovi imaju izravan utjecaj na vrijednost poduzeća te na bogatstvo dioničara.

Osnovna pretpostavka DCF modela je da svaka imovina ima svoju intrinzičnu vrijednost. Prema Damodaran (2002, p1-2) (...)intrinzična vrijednost može se shvatiti kao vrijednost koju je poduzeću dao sveznajući analitičar, koji poznaje buduće novčane tokove te koristi odgovarajuću diskontnu stopu kod diskontiranja tih novčanih tokova i vrednuje ih s apsolutnom točnošću.

Osnovni koraci kod vrednovanja poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova, prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012, p106) su:

1. Utvrditi koji model slobodnih novčanih tokova je najprikladnije koristiti u analizi
2. Razviti *pro forma* financijske izvještaje, na kojima će se temeljiti analiza
3. Izračunati slobodne novčane tokove koristeći financijske izvještaje
4. Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po prikladnoj diskontnoj stopi – najčešće se koristi ponderirani trošak kapitala
5. Odrediti rezidualnu vrijednost (eng. terminal value) i diskontirati je na sadašnju vrijednost, pri čemu se može koristiti model konstantnog rasta ili tržišni multiplikator za kojeg se očekuje da će se po njemu trgovati dionicama vrednovanog poduzeća na koncu prvog razdoblja razmatranog u modelu
6. Zbrojiti diskontne slobodne novčane tokove za prvo razdoblje razvoja i diskontiranu rezidualnu vrijednost da bi se konačno utvrdila vrijednost poduzeća.

⁴³ Steiger, F. (2008) The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. Seminar Paper. European Business School

Prednosti korištenja metoda diskontiranih novčanih tokova su:⁴⁴

1. u model se mogu uključiti sva očekivana kretanja novčanih tokova procjenjivanog poduzeća
2. procjena vrijednosti se temelji na prognozama i projekcijama uključenim u model
3. model je jednostavno prilagoditi svakom slučaju i unositi promjene u procjenama

Nedostaci korištenja metoda su:

1. metoda je teško primjenjiva kad slobodni novčani tokovi nisu usklađeni s profitabilnošću u prvoj fazi razvoja poduzeća
2. prognoze novčanih tokova i dobiti uključuju visoku razinu nesigurnosti, čak i za sljedeću godinu, a pogotovo za dugi rok
3. odabrana diskontna stopa, na koju utječu kretanja na tržištu kapitala i promjene vezane uz promatrana poduzeća, ima snažan utjecaj na konačnu vrijednost procjene
4. procjena rezidualne vrijednosti podložna je greškama te je pod velikim utjecajem procijenjene stope rasta i procijenjenog ponderiranog prosječnog troška kapitala.

Čisti novčani tokovi promatraju se najčešće u razdoblju od deset godina. Postoje dva tipa novčanih tokova:⁴⁵

- FCFF — slobodni novčani tok poduzeću (eng. free cash flow to firm). To je koncept novčanog toka prije duga;
- FCFE — slobodni novčani tok običnoj glavnici (eng. free cash flow to equity). To je koncept novčanog toka poslije duga.

U tablicama 1. i 2. prikazani su izračuni slobodnog novčanog toka poduzeću i slobodnog novčanog toka običnoj glavnici prema Kolačević i Hreljac (2012).

⁴⁴ Miloš Sprčić, D. ; Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb., str 109.

⁴⁵ Kolačević, S. ; Hreljac, B. (2012) *Vrednovanje poduzeća*. drugo dopunjeno i prošireno izdanje. Zagreb: TEB-Poslovno savjetovanje d.o.o., str. 258. i 260.

Tablica 2 Izračun slobodnog novčanog toka poduzeću

Prihodi
-Novčani operativni rashodi
= Operativna dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA)
-Deprecijacija i amortizacija
=Operativna dobit prije kamata i poreza (EBIT)
×(1- porezna stopa)
= Neto operativni profit poslije poreza (NOPAT)
+Deprecijacija i amortizacija
= Novčani tok iz poslovnih operacija
-Kapitalni izdaci
-Promjene u radnom kapitalu
= Slobodni novčani tok poduzeća (FCFF)

Tablica 3 Izračun slobodnog novčanog toka običnoj glavnici

Prihod
-Novčani operativni rashodi
= EBITDA
-Deprecijacija i amortizacija
=EBIT
-Kamate
=EBT
×(1- porezna stopa poduzeća)
=Neto dobit
+Deprecijacija i amortizacija
=Novčani tok iz poslovnih operacija
-Kapitalni izdaci
-Povećanje u radnom kapitalu
-Otplata glavnice duga
+Primici od izdavanja novog duga
=FCFE

Prema Kolaković i Hreljac (2012, p261), kada poduzeće ne koristi polugu FCFE je jednak FCFF. Razlika između FCFE i FCFF je u novčanom toku vezanog za dug (isplaćene kamate, otplata duga, nova zaduženja). Novčani tok obične glavnice baziran je na neto dobiti ili zaradama po dionici, a novčani tok poduzeću se bazira na operativnoj dobiti, tj. na dobiti prije tereta duga.

Kod metode diskontiranih novčanih tokova važnu ulogu ima diskontna stopa uz koju će se svi očekivani novčani tokovi svesti na sadašnju vrijednost. Diskontnu stopu predstavlja najčešće ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC). Pondere predstavljaju vrijednosni udjeli svake pojedine komponente strukture kapitala u ukupnom kapitalu društva, dakle u ukupnoj vrijednosti kapitalizacije dioničkog društva.⁴⁶ WACC se prema Vidučić, Pepur i Šimić Šarić (2015, p317), računa jednadžbom:

$$WACC = w_d k_d \times (1 - t) + w_p k_p + w_s k_s$$

gdje je:

w_d → ponder duga

w_p → ponder povlaštene glavnice

w_s → ponder dioničke glavnice

k_d → trošak duga

$k_d \times (1 - t)$ → trošak duga nakon oporezivanja, stvarni trošak duga

k_p → trošak povlaštene glavnice

k_s → trošak trajnog kapitala, trošak obične glavnice poduzeća

t → porezna stopa

Kod izračuna WACC, potrebno je izračunati trošak obične glavnice. Najčešće korišten model za to je CAPM (eng. *capital asset pricing model*). Prema CAPM-u, očekivani prinos na dionicu predstavlja minimalni prinos kojeg investitori zahtijevaju u zamjenu za ulaganje u dano poduzeće te taj prinos za upravu poduzeća postaje trošak obične glavnice. Formula za izračun troška obične glavnice prema CAPM-u je:⁴⁷

$$k_s = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

⁴⁶ Orsag, S. ; Dedi, L. (2011) *Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata*. Zagreb: Masmmedia, str.226

⁴⁷ Miloš Sprčić, D.. ; Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb., str 89.

gdje je:

R_F → nerizična kamatna stopa

β → beta, mjera sistematskog ili tržišnog rizika

R_M → očekivani prinos na tržišni indeks.

Prema Orsag i Dedi (2011, p211-212), trošak duga mjeri se kamatnom stopom prema kojoj se plaćaju kamate kreditorima. Pri tome se koristi diskontna stopa kojom se iznos novčanih primitaka od duga do trenutka njegova dospijeca svodi na tržišnu vrijednost duga. To je interna stopa profitabilnosti dužničkih instrumenata tvrtke koja svodi novčane primitke od tih instrumenata na njihovu tržišnu vrijednost u trenutku izračunavanja troška duga. Ta se diskontna stopa naziva prinos do dospijeca i odražava zahtijevani prinos investitora u takve instrumente jer je određena cijenom koju plaćaju investitori na tržištu za buduće prinose od investicije. Prinos do dospijeca izračunava se iz modela vrednovanja pojedinih karakterističnih vrsta obveznica (kuponske obveznice, obveznice bez kupona i anuitetske obveznice). Prinos do dospijeca često ne treba računati jer se njegov iznos može pronaći u objavljenim publikacijama agencija za rejting vrijednosnih papira. Kod izračuna ukupnog troška kapitala, da bi trošak duga bio usporediv s ostalim komponentama strukture kapitala, treba se izračunati kao trošak duga nakon poreza.

Trošak povlaštenog kapitala računa se kao odnos godišnjih preferencijalnih dividendi i tekuće tržišne cijene preferencijalne dionice, što je formulom prikazano:

$$k_P = \frac{D_P}{P_P}$$

gdje je:

D_P – povlaštene dividende

P_P – tržišna cijena preferencijalnih dionica

k_P – trošak kapitala od preferencijalnih dionica.

Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012, p110) Postoje dva modela slobodnih novčanih tokova – jednoperiodni i višeperiodni. Oba modela se mogu temeljiti na izračunu slobodnih novčanih tokova poduzeću V_P (FCFF) ili slobodnih novčanih tokova običnoj glavnici V_G (FCFE).

Koristeći jednoperiodni model, vrijednost poduzeća računa se na način:

$$VP = \frac{V_{P1}}{WACC-g} = \frac{V_{P0} \times (1+g)}{WACC-g}$$

gdje je:

VP → vrijednost poduzeća

V_{P1} → očekivani slobodni novčani tok poduzeću za godinu dana

V_{P0} → zadnji ostvareni slobodni novčani tok poduzeću

g → očekivana stopa rasta slobodnih novčanih tokova poduzeću

WACC → ponderirani prosječni trošak kapitala.

Ako se u jednoperiodnom modelu koristi slobodni novčani tok običnoj glavnici, formula glasi:

$$VG = \frac{V_{G1}}{k_s-g} = \frac{V_{G0} \times (1+g)}{k_s-g}$$

gdje je:

VG → vrijednost obične glavnice

V_{G1} → očekivani slobodni novčani tok običnoj glavnici za godinu dana

V_{G0} → zadnji ostvareni slobodni novčani tok običnoj glavnici

Višeperiodni model pretpostavlja više karakterističnih razdoblja, odnosno razdoblja rasta slobodnih novčanih tokova vrednovanog poduzeća. Najčešće se radi o dvoperiodnom i troperiodnom modelu. Dvoperiodni model se koristi kada se očekuju dva karakteristična razdoblja rasta vrednovanog poduzeća, kratkoročno razdoblje supernormalnog rasta i dugoročno razdoblje konstantnog rasta. Troperiodni model se koristi kada se očekuju tri jasna razdoblja rasta.

Formula za izračun vrijednosti poduzeća u dvoperiodnom modelu slobodnog novčanog toka poduzeću glasi:⁴⁸

$$VP = \sum \frac{V_{Pt}}{(1+WACC)^t} + \frac{V_{PT} \times (1+g)}{(1+WACC)^T} \times \frac{1}{WACC_n-g}$$

gdje je:

⁴⁸ Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb., str 125.

WACC → ponderirani prosječni trošak kapitala poduzeća u vrijeme supernormalnog rasta

WACC_n → ponderirani prosječni trošak kapitala poduzeća u vrijeme stabilnog rasta
Broj razdoblja supernormalnog rasta t kreće se od 1 do T.

Ako se u izračun vrijednosti poduzeća u dvoperiodnom modelu kreće slobodnim novčanim tokovima običnoj glavnici, formula glasi:

$$VG = \sum \frac{V_G t}{(1+k_s)^t} + \frac{V_G \times (1+g)}{(1+k_s)^T} \times \frac{1}{k_{sn}-g}$$

gdje je:

k_s → zahtijevani prinos na običnu glavnici u fazi supernormalnog rasta

k_{sn} → zahtijevani prinos na običnu glavnici u fazi dugoročnog stabilnog rasta

Rezidualna vrijednost izračunata kao vrijednost u vječnost prilagođena za rast matematički se izražava na sljedeći način:⁴⁹

$$R_V = \frac{V_t \times (1+g)}{WACC - g}$$

3.3. Analiza profitabilnosti poduzeća

Analiza profitabilnosti polazi od bilance u kojoj su kapitalizirane investicije poduzeća. Te su investicije poduzimane kapitalom koji su društvu osigurali njegovi investitori. Kada se prinos promatra prema osnovnim grupama investitora, izdvajaju se dvije ključne vrste: profitabilnost imovine i profitabilnost glavnice.

Profitabilnost imovine (ROA), odnosno prinos na ukupnu imovinu logična je poveznica ukupne bilance i ukupnog rezultata izvještaja o dobiti – bruto dobiti. To su zarade koje su stvorile ukupne investicije poduzeća. One su raspoložive za sve korisnike, dakle za vjerovnike, fiskus i vlasnike poduzeća. Ovaj prinos mjeri se na način da se ukupne zarade stave u odnos s ukupnom imovinom, koja se može promatrati kroz ukupne interese svih vjerovnika i svih vlasnika u kapitaliziranim tražbinama prema imovini dioničkog društva.⁵⁰

⁴⁹ Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb., str 121.

⁵⁰ Orsag, S. (2015) *Investicijska analiza*. Zagreb: Avantis. str. 632-633

ROA pokazuje sposobnost poduzeća da korištenjem raspoložive imovine ostvari dobit, odnosno pokazuje koliko dobiti se ostvari korištenjem imovine. Ovim pokazateljem ocjenjuje se uspješnost poslovanja na dvodimenzionalnoj razini jer značajan utjecaj na imovinu imaju rukovoditelji divizionalnih jedinica.⁵¹ Formula prema Orsag (2015, p633) glasi:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Zarade prije kamata i poreza}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Profitabilnost glavnice (ROE), odnosno prinos na glavnicu, prema Orsag (2015, p633) uspoređuje samo određene dijelove izvještaja o zaradama i bilance. Riječ je o dvije logično povezane veličine temeljnih financijskih izvještaja tvrtke. S jedne strane je dio ukupnih zarada raspoloživ za dioničare, vlasnike, a s druge strane je dio imovine koji su dioničkom društvu osigurali njegovi vlasnici tako da je njihov doprinos ukupnoj imovini dioničkog društva kapitaliziran u pasivi bilance kao tražbina vlasnika prema imovini dioničkog društva.

ROE je jedan od najznačajnijih pokazatelja te on pokazuje snagu zarade u odnosu na ulaganje dioničara. ROE je pokazatelj profitabilnosti. Formula glasi:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Zarade nakon poreza}}{\text{Glavnica}}$$

Neto marža profita bilježi ukupnu profitabilnost poslovanja poduzeća i mjeri iznos ostvarene neto dobiti uvećane za troškove kamata kao postotak ukupnih prihoda. Neto marža pokazuje koliko novčanih jedinica neto dobiti se ostvari od jedne jedinice prihoda kojom se može slobodno upravljati. Također je pokazatelj profitabilnosti. Računa se kao odnos čiste neto dobiti poduzeća i njegovih ukupno ostvarenih prihoda. Formula glasi:⁵²

$$\text{Neto profitna marža} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Ukupni prihodi}}$$

⁵¹ Kolačević, S. ; Hreljac, B. (2012) *Vrednovanje poduzeća*. drugo dopunjeno i prošireno izdanje. Zagreb: TEB-Poslovno savjetovanje d.o.o., str. 153.

⁵² Ježovita, A. (2016) Analiza marže profita kao odrednice profitabilnosti poslovanja poduzeća. [online]. Dostupno na: [file:///C:/Users/VN995BY/Downloads/rad_9_Jezovita%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/VN995BY/Downloads/rad_9_Jezovita%20(3).pdf) [9.9.2020.]

4. ANALIZA DISNEYEVOG STJECANJA PIXARA

Disney i Pixar surađuju od 90-ih godina prošlog stoljeća te su kroz zajednički rad, stvorili velik broj iznimno uspješnih filmova. Zbog toga i ne čudi činjenica da je 2006. godine Disney odlučio za 7,4 milijarde dolara akvirirati Pixar. Proces je, unatoč nekim manjim poteškoćama, prošao iznimno dobro te se danas smatra jednom od najuspješnijih stjecanja ikada. U ovom poglavlju se prikazuje kakvo je poduzeće Disney, a kakvo Pixar te se metodom diskontiranih novčanih tokova pokušava vrednovati poduzeće Pixar prije akvizicije. Na kraju se iznosi zaključak o uspješnosti transakcije.

4.1. O Disneyu

Walt Disney Company, prije (1929.-1986.) Walt Disney Productions, je jedna od najvećih multinacionalnih medijskih i produkcijskih kuća zabavnog programa sa sjedištem u Burbanku, Kalifornija. Osnovani su je 16. listopada 1923. Walt i Roy O. Disney, braća s beskrajnom kreativnošću i idejama. Kompanija je najpoznatija po proizvodima svog filmskog studija, Walt Disney Motion Pictures Group, i po jednom od najvećih i najpoznatijih studija u Hollywoodu. Disney posjeduje i posluje ABC televizijskom mrežom te kabelaške televizijske mreže Disney Channel, ESPN, A&E Television Networks i Freeform. Disney također ima 12 tematskih parkova po cijelom svijetu i proizvodi razne interaktivne sadržaje za mobitele, video igre za računala, internetske stranice, časopise i slično.

Disney je započeo s radom globalno poznatom crtanom serijom *Mickey Mouse* (1928.), zatim je nastao animirani film *Snjeguljica i sedam patuljaka* (1937.) te slijede *Fantasia*, *Pepeljuga*, *Alisa u zemlji čudesa* i *Petar Pan*.⁵³ Disney 1955. godine otvara prvi tematski park u Anaheimu i naziva ga Disneyland. 1940. godine Disney izdaje svoju prvu dionicu. Od 6. svibnja 1991., Disney je uračunan u Dow Jones indeks.⁵⁴ Od 1993. godine Disney je akvirirao mnoga poduzeća kako bi pojačao svoju snagu u medijskoj industriji. Neke od akviriranih poduzeća

⁵³ Walt Disney, službena stranica. The Walt Disney Studio History. Dostupno na: <https://studioservices.go.com/disneystudios/history.html> [23.8.2020.]

⁵⁴ Walt Disney Wiki. Dostupno na: https://disney.fandom.com/wiki/The_Walt_Disney_Company [23.8.2020.]

bila su: Miramax Films (prodan 2010. godine), ABC, Fox Family Worldwide, Pixar, Marvel i 21st Century Fox.⁵⁵

Disney je na kraju 2019. godine imao 223.000 zaposlenih. Robert Iger je od 2012. godine izvršni predsjednik. Od 2012. godine, izvršni predsjednik je Robert Iger, prije CEO, te je u svojih 15 godina vođenja, Disney pretvorio u najveće i jedno od najcjenjenijih medijskih poduzeća na svijetu. Stateški fokus mu je na tri fundamentalna načela: generiranje najboljeg kreativnog sadržaja, korištenje i unaprjeđivanje tehnologije i ekspanziranje na tržišta diljem svijeta.

Glavni izvor prihoda Disneya su njegovi parkovi i usluge koje se u njima pružaju. Drugi izvor prihoda je medijska mreža. Disney zarađuje na partnerskim naknadama koje naplaćuje distributerima programiranja, davateljima usluga i pridruženim televizijskim stanicama ABC Network-a. Treći po veličini je izvor produkcije filmova, prodanih karata u kinima, kućni zabavni sadržaji, live show-ovi i slično. Glavni Disneyevi konkurenti su: Warner Media, Comcast, Viacom CBS, Sony Pictures i Netflix. U 2019. godini prihodi su iznosili 69,6 milijardi američkih dolara.

4.2. O Pixaru

Pixar Animation Studio, ili jednostavnije Pixar, je američki studio računalne animacije sa sjedištem u Emeryvilleu, Kalifornija. Podružnica je Walt Disney Companya. Pixar je zaslužan za napredovanje u tehnologiji i produkciji računalno animiranih filmova krajem 20. stoljeća. Njegovi dugometražni animirani filmovi bili su hvaljeni, ne samo zbog odlične animacije, nego i zbog inteligentnog i emotivnog načina prenošenja priče.

Pixar je nastao 1979. godine kao dio Lucasfilmova odjela za računarstvo, te se 1986. godine odvojio i postao zasebno poduzeće. Osnivanje poduzeća je financirao Apple-ov suosnivač, Steve Jobs te postao najveći dioničar. On je, na početku pokušavao usmjeriti poduzeće u smjeru

⁵⁵ Tomczak, M (2019) 12 Walt Disney Company Acquisitions Worth over \$114 Billion. *Mitten to Magic*. Dostupno na: <https://mittentomagic.com/walt-disney-company-acquisitions/> [23.8.2020.]

proizvodnje grafičkih softvera visoke tehnologije, no s obzirom da se profit jedva dostizao, 1990. Pixar prodaje svoj odjel za proizvodnju hardvera i softvera za obradu slika.⁵⁶

1989. godine, Pixar počinje s radom računalno animiranih reklama, a dvije godine kasnije, 1991, sklapa ugovor s Disneyem o suradnji oko razvoja, produkcije i distribuiranja tri dugometražna animirana filma.⁵⁷ Pixar idućih par godina ulaže sve napore i sredstva u proizvodnju filma *Priča o igračkama* (eng. Toy Story) koji dolazi u kina 1995. godine kao prvi, u potpunosti računalno animirani, film te osvaja oduševljenje kritičara i publike i zarađuje preko 370 milijuna dolara. Tjedan dana kasnije, Pixar izdaje prvu javnu ponudu dionica. Pixar i Disney produžuju ugovor te ovaj put dogovaraju još pet filmova u trajanju od deset godina.

2006. godine, ugovor Disneya i Pixara se približavao kraju te je Jobs pristao na akviziciju u vrijednosti od 7,4 milijarde dolara. Jobs je ovom transakcijom postao najveći dioničar Disneya.⁵⁸ Neki od najpoznatijih Pixarovih filmova su: *Priča o igračkama*, *Potruga za Nemom*, *Izbavitelji*, *Wall-E*, *Čudovišta iz ormara* i drugi.

Karakteristika koju Pixar ima i koja ga razlikuje od mnogih drugih poduzeća je osjećaj za zajednicu u kojoj djeluju. Pixar je poznat po tome da svoje zaposlenike potiče na kreativnost i razmišljanje „izvan kutije“. Razvijen je sistem koji dopušta da se zaposlenici, u bilo kojoj poziciji organizacijske strukture, mogu družiti, komunicirati, dijeliti ideje i povratne informacije s bilo kim u firmi.⁵⁹ Pixarova najvrjednija imovina su upravo njegovi zaposlenici, zbog čega se iznimni napori ulažu kako bi se postigla izvrsna radna atmosfera.

⁵⁶ (1990) Pixar plans Sale Of Computer Unit, *The New York Times*. May 1990. Dostupno na: <https://www.nytimes.com/1990/05/01/business/company-news-pixar-plans-sale-of-computer-unit.html> [9.9.2020.]

⁵⁷ Variety Staff (1997) Disney, Pixar animate 5-picture pact. February 1997. Dostupno na: <https://variety.com/1997/scene/vpage/disney-pixar-animate-5-picture-pact-1117435453/>. [9.9.2020.]

⁵⁸ Cunningham, J. M.. Pixar Animation Studios. *Britannica*. Dostupno na: <https://www.britannica.com/topic/Pixar-Animation-Studios> [23.8.2020.]

⁵⁹ Catmull, E. (2008). How Pixar Fosters Collective Creativity. *Harvard Business Review*. [online] September 2008. Dostupno na <https://hbr.org/2008/09/how-pixar-fosters-collective-creativity> [23.8.2020.]

4.3. Vrednovanje Pixara

Prije nego što se ulazi u investiciju bilo kojeg projekta, tako i spajanja ili stjecanja, potrebno je pokušati doći što bliže stvarnoj vrijednosti koju ta investicija ima. Tako je i Disney prije stjecanja Pixara, vrednovao Pixar i zaključio o isplativosti investicije. Iz tog razloga, u ovom potpoglavlju, koriste se analize profitabilnosti te metoda diskontiranih novčanih tokova kako bi se moglo na temelju njih zaključiti o uspješnosti ove transakcije.

4.3.1. Profitabilnost imovine (ROA) i profitabilnost vlasničke glavnice (ROE)

Profitabilnost imovine pokazuje oportunitost ostvarenih profita prema angažiranoj imovini. U tablici ispod prikazani su iznosi ROA za Pixar u razdoblju od 2001. do 2005. godine.

Tablica 4 ROA Pixara u razdoblju od 2001. do 2005.

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Pixar	6,92%	12,28%	12,47%	11,12%	10,27%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Prema podacima iz tablice vidljivo je da je poduzeće bilo uspješno u pretvaranju dobiti iz raspoložive imovine. U 2001. godini, koeficijent je bio manji nego u ostalim godinama. Razlog je objašnjen u nastavku ovog dijela.

U tablici ispod prikazani su iznosi profitabilnosti vlasničke glavnice za Pixar u razdoblju od 2001. do 2005. godine. ROE ne bi trebao biti nizak jer to upućuje na nedovoljno dobru upotrebu glavnice ili precijenjenost imovine.

Tablica 5 ROE Pixara u razdoblju od 2001. do 2005.

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Pixar	7,16%	12,61%	13,27%	11,62%	10,61%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Koeficijent ROE pokazuje da je Pixar bio relativno uspješan u korištenju dioničkog kapitala za stvaranje dobiti. Izračunati koeficijenti ROA i ROE jednako prikazuju tendenciju poslovanja Pixara.

4.3.2. Metoda diskontiranih novčanih tokova poduzeću

Cilj metode diskontiranih novčanih tokova je utvrditi vrijednost poduzeća pomoću procijenjenog slobodnog novčanog toka poduzeću. U ovom slučaju, pretpostavlja se da je Disney htio znati kolika je intrinzična vrijednost poduzeća koji želi steći, a to je Pixar, dakle računat će se vrijednost Pixara iz perspektive Disneya. Prvi korak se sastoji od računanja diskontne stope kojom će se diskontirati slobodni novčani tokovi. Idući korak je izračun slobodnih novčanih tokova u razdoblju od 2001. do 2005. godine. Oni će se koristiti za procjenu budućih novčanih tokova koji će se diskontirati na sadašnju vrijednost diskontnom stopom. Zatim se računa rezidualna vrijednost vrednovanog poduzeća te se ona zbraja sa sadašnjom vrijednosti budućih novčanih tokova i time se dolazi do ukupne vrijednosti poduzeća.

1) Izračun diskontne stope

Za diskontnu stopu, najčešće se primjenjuje WACC, odnosno ponderirani prosječni trošak kapitala. U poglavlju 3.2.2. rada, objašnjeno je da se za izračun WACC-a treba izračunati i trošak obične glavnice, trošak duga i trošak povlaštenog kapitala. Za nerizičnu kamatnu stopu (R_F) korišten je prinos na desetogodišnju američku državnu obveznicu u 2006. godini te je on iznosio 4,80%.⁶⁰ Za mjeru sistematskog, odnosno tržišnog, rizika (β) korištena je vrijednost prosjeka trogodišnje bete za Pixar, a to je 0,76.⁶¹ Za premiju tržišnog rizika ($R_M - R_F$) korištena je vrijednost 3,50% kao prosječna vrijednost premije tržišnog rizika u 2006. godini.⁶² Prema ovim podacima izračunat je trošak obične glavnice:

$$k_s = 4,80\% + 0,76 \times 3,50\%$$

$$k_s = 7,46\%$$

Ponder duga, w_D iznosi 3,14%, a trošak duga prije poreza (k_D) je preuzet sa stranice profesora Damodarana iz 2006. s iznosima troška duga za sve industrije u SAD-u. Za primjer Pixara uzet je iznos iz kategorije „zabava i tehnologija“ (eng. *Entertainment Technology*). Iznosi 6,39%.⁶³ Porezna stopa koja se primjenjuje je 35%. Udio povlaštene glavnice u kapitalu je 0. Ponder glavnice (w_s) je 96,86%. WACC se dobio izračunom:

$$WACC = 0,0314 \times 0,0639 \times (1 - 0,35) + 0,9686 \times 0,0746$$

⁶⁰ <https://www.macrotrends.net/2016/10-year-treasury-bond-rate-yield-chart>

⁶¹ Choi, M. (2016) The Walt Disney Company and Pixar: To Acquire or Not Acquire? Harvard Business Case

⁶² <http://www.market-risk-premia.com/us.html>

⁶³ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/indavgJan2006.xls>

WACC = 7,36%

2) Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeću

U tablici ispod prikazani su slobodni novčani tokovi poduzeća Pixar te njihov izračun. Korišteni su podaci iz financijskih izvještaja Pixara od 2000. godine do 2005. godine. Moguće su greške ili odstupanja zbog sažeto napisanih izvještaja u kojima ne postoje objašnjenja pojedinih stavki. U 2002. godini je, prema računu, slobodni novčani tok negativan, što je povezano s visokim investicijama. U redu ispod prihoda, prikazana je stopa rasta prihoda kroz godine. 2002. godine stopa rasta prihoda je narasla za 187% jer krajem 2001. godine izlazi film *Čudovišta iz ormara* te su prihodi od filma odraženi na rezultate 2002. poslovne godine. Nakon toga, prihodi rastu 30% u 2003. te idućih godina imaju stabilniji rast.

Tablica 6 FCFF Pixara

u tisućama dolara	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Prihodi	70.223	201.724	262.498	273.472	289.116
		187%	30%	4%	6%
- Novčani operativni rashodi	28.707	61.042	68.574	64.751	73.708
=EBITDA	41.516	140.682	193.924	208.721	215.408
-Deprecijacija i amortizacija	7.639	7.661	7.760	7.808	1.450
=EBIT	33.877	133.021	186.164	200.913	213.958
× (1 - porezna stopa)	0,65	0,60	0,60	0,65	0,65
=NOPAT	22.020	79.813	111.698	130.593	139.073
+Deprecijacija i amortizacija	7.639	7.661	7.760	7.808	1.450
=Novčani tijek iz operacije	29.659	87.474	119.458	138.401	140.523
-Kapitalni izdaci	8.990	13.906	5.363	18.384	10.518
-Promjene u radnom kapitalu	- 43.741	124.341	35.331	- 115.882	- 29.012
=Slobodni novčani tok (FCFF)	64.410	- 50.773	78.764	235.899	159.017

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Za izračun FCFF-a, potrebno je bilo izračunati promjene u radnom kapitalu. U tablici ispod prikazan je način računanja.

Tablica 7 Promjena radnog kapitala Pixara

u tisućama dolara	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Radni kapital	128.283	84.542	208.883	244.214	128.332	99.320
Promjena radnog kapitala		- 43.741	124.341	35.331	- 115.882	- 29.012

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Promjena radnog kapitala računala se na način da su se u određenoj godini zbrojile vrijednosti kratkotrajne imovine te oduzele kratkoročne obveze i zatim se ta vrijednost oduzela od vrijednosti radnog kapitala prošle godine.

3) Projekcija budućih slobodnih novčanih tokova poduzeću

Na temelju izračunatih novčanih tokova, vrši se projekcija budućih slobodnih novčanih tokova. U tablici ispod su rezultati projekcije.

Tablica 8 Projekcija budućih slobodnih novčanih tokova poduzeću

u tisućama dolara	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
stopa rasta	9%	9%	9%	6%	6%
FCFF	173.328	188.928	205.931	218.287	231.384
WACC	7,36%	7,36%	7,36%	7,36%	7,36%
Sadašnja vrijednost FCFF	161.446	163.912	166.416	164.308	162.226
Suma sadašnje vrijednosti FCFF	818.308				

izrada autorice

Disney je stjecanjem Pixara očekivao pozitivne ishode. U planu su imali mnogo zajedničkih filmova (Auti, Ratatouille, WALL-E, Nebesa...), u izradu kojih bi se koristila kreativnost i animiranje Pixara te postigli veći uspjesi. Zbog toga su očekivali porast prihoda. Na temelju izvještaja i izračunatih pokazatelja te dostupne literature, procjenjuje se stopa rasta slobodnih novčanih tokova u periodu supernormalnog rasta u iznosu od 9%. U preostale dvije godine, predviđena stopa rasta iznosi 6%. U zadnje tri godine (2001. je isključena zbog prevelikog odstupanja), prosječna stopa rasta je iznosila 13,33 % te se time smatra opravdano koristiti ove stope za predviđanje budućeg rasta. Predviđaju se npr. prihodi i od prava koje će Pixar stjecanjem steći na zajedničke likove s Disneyem. Predviđeni slobodni novčani tokovi diskontirani su po stopi ponderiranog troška kapitala (WACC) koji je izračunat ranije i iznosi 7,36%. Diskontirani iznosi su zbrojeni te se time dobila njihova suma u iznosu 818.308 tisuća dolara. Ta suma će se koristiti za procjenu vrijednosti Pixara. Nakon 2010. godine, predviđa se razdoblje konstantnog rasta. Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012) stopa konstantnog rasta uglavnom se određuje ovisno o dugoročnoj industrijskoj stopi rasta vrednovanog poduzeća, koja se najčešće kreće u rasponu 2-4%, sukladno rastu BDP-a.⁶⁴ Na temelju toga, odabrana je stopa rasta 3,0%.

⁶⁴ Miloš Sprčić, D.; Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb., str 119.

4) Procjena vrijednosti Pixara

U zadnjem koraku računa se rezidualna vrijednost pomoću slobodnog novčanog toka u zadnjoj godini projekcije. U nazivniku je vrijednost WACC, od koje je oduzeta vrijednost stope konstantnog rasta. Izračunata rezidualna vrijednost iznosi:

$$R_v = \frac{231.384 \times (1+0,030)}{0,0736-0,030}$$

$$R_v = 5.466.182 \text{ tisuća \$}$$

Dobivenu rezidualnu vrijednost potrebno je diskontirati. Zatim se dolazi do vrijednosti poduzeća na način da se zbroji suma sadašnje vrijednosti FCFF i sadašnja rezidualna vrijednost.

$$\text{sadašnja } R_v = \frac{5.466.182}{(1+0,0736)^3}$$

$$\text{sadašnja } R_v = 4.417.296 \text{ tisuća \$}$$

$$VP = 818.308 + 4.417.296$$

$$\mathbf{VP = 5.235.604 \text{ tisuća \$}}$$

4.4. Proces stjecanja

Krajem 1980-ih godina, Disney se zainteresirao za Pixarov softver računalne animacije (*eng. Computer Animation Production System, CAPS*) te ga kupio, čime je započela kolaboracija ta dva poduzeća. Tijekom 1991. godine, Pixar i Disney sklapaju ugovor o zajedničkoj izradi tri filma. Problemi i neslaganje počinju 1997. godine oko snimanja filma Priča o igračkama 2. Film je originalno trebao biti izdan u formatu samo za DVD-ove (i time ne biti jedan od tri kino-filma iz ugovora), film je ipak izdan u formatu za kina. Pixar je zahtjevao da se film ipak zbraja u tri filma iz ugovora, a Disney je to odbijao.⁶⁵ Iako je film na kraju bio profitabilan za obje strane, Pixar je bio nezadovoljan kako je Disney neprofesionalno „odigrao“ situaciju.

Poduzeća su početkom 2004. godine pokušala obnoviti ugovor. Ugovor bi podrazumijevao samo distribuciju jer je Pixar namjeravao zadržati kontrolu nad produkcijom i prava nad

⁶⁵ Hartl, J. (2000) Sequels to 'Toy Story', Tail go straight to video. *The Seattle Times*. [online] August 2000. Dostupno na <https://archive.seattletimes.com/archive/?date=20000804&slug=4035397> [23.8.2020.]

filmom. Disney je smatrao ove uvjete neprihvatljivima, no Pixar nije popuštao.⁶⁶ Steve Jobs i Michael Eisner, tadašnji predsjednik Disneya, svojim su svađama i nesuglasticama, produžili pregovaranja. Cijela situacija je stvorila velike probleme, uključujući i povjerenje zaposlenika Pixara u Disney.⁶⁷

Nakon 21-e godine vođenja Disneya, Michael Eisner je maknut s pozicije predsjednika, zbog velikih nesuglasica i konflikata sa zaposlenicima i partnerima.⁶⁸ Na mjesto vođe došao je 2005. godine Robert Iger. Iger je bio ambiciozan te je htio izaći u susret Steve Jobsu i time vratiti povjerenje Pixara. Uloženi trud se isplatio. Ugovor se približavao kraju te je Iger predložio plan koji je odgovarao za obje strane i time je prihvaćena Disneyeve stjecanje Pixara. Igerovim naporima i Jobsovom dobivenim povjerenjem, poduzeća su 2006. uspješno finalizirati akviziciju. Disney je platio 7,4 milijarde dolara za stjecanje Pixara te se radilo o akviziciji vlasničkog udjela gdje su sve dionice Pixara pretvorene u Disneyeve u omjeru 1:2,3. Tadašnji predsjednik Pixara, Edward Catmull, izjavio je: „Bilo nam je jasno da Bob Iger prošao kroz razna spajanja, i pozitivna i negativna.“⁶⁹ Iger je dokazao da je naučio puno toga od svađa koje je vodio prošli predsjednik Disneya i od prošlih transakcija spajanja i stjecanja koje je prolazio u prošlosti.

Iger je obećao dopustiti Pixaru da zadrži svoju kulturu i osobnost. Unatoč tome, Catmull je rekao da nije bilo lako steći povjerenje Disneya svih svojih zaposlenika, pogotovo jer se stjecanje odvijalo u razdoblju kada su razne kompanije stjecale druge i obećavale im razne povlastice, a kada bi stjecanje bilo izvršeno, zaboravile bi na obećanja. No, u ovom slučaju, Disney je ispunio sva obećanja i zaposlenici su bili više nego zadovoljni.

Disney, iako poznat po svom korporativnom identitetu i snažnoj odlučnosti, kod ovog stjecanja je bio popustljiv i blag. Samo neke od povlastica Pixaru bile su: zadržavanje e-mail sustava, nitko nije bio preseljen na druge lokacije ili morao mijenjati vrstu posla te nitko nije nasilno gurao Disneyevu kulturu u Pixarovim uredima. Iger je izjavio: “Postoji pretpostavka da se

⁶⁶ Staff (2004) Pixar dumps Disney. *CNN Money*. January 2004. Dostupno na: https://money.cnn.com/2004/01/29/news/companies/pixar_disney/ [23.8.2020.]

⁶⁷ Barnes, B. (2008) Disney and Pixar: The Power of the Prenup. *The New York Times*. June 2008. Dostupno na: https://www.nytimes.com/2008/06/01/business/media/01pixar.html?pagewanted=all&_r= [23.8.2020.]

⁶⁸ Holsen, L. (2005) A Quiet Departure for Eisner at Disney. *The New York Times*. September 2005. Dostupno na: <https://www.nytimes.com/2005/09/26/business/media/a-quiet-departure-for-eisner-at-disney.html>

⁶⁹ Barnes, B. (2008) Disney and Pixar: The Power of the Prenup. *The New York Times*. June 2008. Dostupno na: https://www.nytimes.com/2008/06/01/business/media/01pixar.html?pagewanted=all&_r= [23.8.2020.]

integracija mora odvititi brzo. Moja filozofija je u potpunosti suprotna. Smatram da se proces treba voditi s poštovanjem i strpljivo.“⁷⁰

Disney je imao mnogo snažnih razloga za stjecanje Pixara. Disneyevi filmovi su godinama bili slabi i loše prihvaćeni. Tražili su način kako da poboljšaju svoj ugled. Stjecanjem Pixara, dobili bi svjetski hvaljeni studio računalne animacije. Pixar je razvio svjetski poznati softver RenderMan koji je bio ogromni tehnološki napredak u svijetu animiranih filmova. Tehnološki napredak u animaciji je bio upravo ono što je Disneyu trebalo. Samim pripajanjem Pixara, došlo bi se korak bliže tehnološkom divu, Apple, preko Steve Jobsa, čime se otvara mogućnost partnerstva.

Još jedan od razloga za stjecanje Pixara je bila taj da Disney može stvarati nove atrakcije u svojim parkovima temeljene na likovima iz zajedničkih filmova te time povećati prihode. Također se zarade mogu povećati i razvijanjem novih računalnih igri, odjećom i drugim proizvodima s temom likova iz zajedničkih filmova.⁷¹

Stjecanjem Pixara, povećala bi se tržišna snaga Disneya i pojačao položaj među konkurencijom. Iako je akvizicija pokazala mnoge pozitivne strane, nastala su pitanja o smjeru u kojem ide kompanija te kako će se nastaviti suradnja. Disney je htio ostati vjeran sretnim mjuziklima 2D tehnologije koju su gledatelji poznavali, a Pixar je htio raditi filmove s fokusom na priču i akciju. Primjer je neuspjeh filma *Princeza i žabac* (2009.). Disney je htio zadržati svoj karakteristični format mjuzikla o princezi, a Pixar je doprinio svojim načinom prenošenja priče. Rezultat je bio srednje prihvaćen i nikome nije bilo jasno u kojem smjeru kompanija namjerava ići.

Otkad je došlo do akvizicije, Disney se trudio i dalje raditi svoje karakteristične, rukom nacrtane filmove, no, nijedan od njih nije bio prihvaćen ni blizu kao filmovi nastali kolaboracijom s Pixarom, npr. *Čudovišta iz ormara*, serijal *Priča o igračkama*. Disney je imao opciju nastaviti raditi srednje prihvaćene filmove ili slušati tržište i prihvatiti raditi sve filmove na Pixarov način. Odlučili su drugo te je tako nastao film *Snježno kraljevstvo* (eng. *Frozen*), megauspješni film koji je označio prekretnicu i novi uspon Disney studija.

⁷⁰ ibid.

⁷¹ The Walt Disney Company (2006) Disney to Acquire Pixar. January 2006. Dostupno na: <https://thewaltdisneycompany.com/disney-to-acquire-pixar/> [23.8.2020.]

4.4.1. Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice

U tablici ispod su prikazane izračunate ROA vrijednosti poduzeća Pixar 2004. i 2005. godine (dok se nije pripojilo Disneyu) i Disney za razdoblje od 2004. do 2008. godine.

Tablica 9 ROA Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Pixar	11,12%	10,27%			
Disney	4,35%	4,77%	5,62%	7,69%	7,08%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Iz priloženog se može vidjeti da su ROA vrijednosti u 2004. i 2005. godini bile više za Pixar te se iz toga može zaključiti da je to poduzeće bilo uspješnije u ostvarivanju dobiti iz raspoložive imovine od Disneya. Također se vidi iz priloženog da je stopa povrata na imovinu Disneya, nakon stjecanja Pixara, narasla. Tako je na primjer od 2006. u godinu dana narasla za 36,83%.

U tablici ispod, prikazane su izračunate ROE vrijednosti za poduzeća Pixar (prije pripojenja Disneyu) i Disney.

Tablica 10 ROE Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Pixar	11,62%	10,61%			
Disney	8,99%	9,66%	10,60%	15,24%	13,70%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Pixar je bio puno uspješniji u stvaranju dobiti iz raspoloživog dioničkog kapitala od Disneya. Disney je, nakon pripojenja Pixara, počeo efikasnije koristiti dionički kapital te stvarati iz njega dobit, premda je ROE u 2008. niža od ROE u 2007. godini za -10,13%.

4.4.2. Neto marža profita i koeficijent obrtaja ukupne imovine

Neto marža profita je pokazatelj profitabilnosti poslovanja koji označava sposobnost poduzeća na zadržavanje ostvarenih ukupnih prihoda u obliku neto dobiti. U tablici ispod prikazane su izračunate vrijednosti neto marže profita za poduzeća Pixar, do razdoblja prije Disneyevog stjecanja, i Disneya.

Tablica 11 Neto marža profita Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Pixar	51,82%	52,90%			
Disney	7,63%	7,93%	9,84%	13,20%	11,70%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Iz tablice je vidljivo da je Pixar bio iznimno uspješniji od Disneya u pretvaranju operativnog prihoda u neto dobit. Nakon Pixarovog pripajanja, Disneyeva neto profitna marža raste, što indicira na korisniju upotrebu operativnog prihoda u zajedničkoj kompaniji nego što je to Disney mogao sam raditi.

Koeficijent obrtaja ukupne imovine je pokazatelj ukupne aktivnosti poslovanja poduzeća te se računa kao odnos ukupnih prihoda i ukupne imovine. On mjeri ukupnu sposobnost poduzeća da stvara prihode danom razinom imovine.⁷² U tablici ispod su prikazane vrijednosti ovog koeficijenta za Pixar i Disney u razdoblju od 2004. do 2008. godine.

Tablica 12 Koeficijent obrtaja ukupne imovine Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Pixar	0,21	0,19			
Disney	0,57	0,60	0,57	0,58	0,61

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Iz priloženog je vidljivo da je Pixar imao niske koeficijente obrtaja imovine, razlog čemu je to što je ulagao veću količinu sredstava u realizaciju proizvoda i imao je mnogo zaliha te je također imao i velika potraživanja od Disneya. Disney je stvarao više prihoda korištenjem imovine od Pixara te se taj koeficijent nije previše mijenjao niti nakon stjecanja Pixara.

4.5. Zaključak o transakciji

Akvizicije u industriji medija i zabave su poznate po neuspjesima. Disney i Pixar su dokaz da to nije pravilo. Svojim pothvatom primjer su za sve koji razmišljaju o spajanjima i stjecanjima. Nakon što su mnogo godina radili zajedno, Disney je shvatio da bi trebao iskoristiti priliku i pripojiti Pixar te time nastaviti trend iznimno uspješnih zajedničkih poslova. Stjecanjem Pixara, podigli su kvalitetu i svojih filmova korištenjem Pixarove tehnologije, a ne samo za zajedničke

⁷² Ježovita, A. (2016) Analiza marže profita kao odrednice profitabilnosti poslovanja poduzeća. [online]. Dostupno na: [file:///C:/Users/VN995BY/Downloads/rad_9_Ježovita%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/VN995BY/Downloads/rad_9_Ježovita%20(3).pdf) [9.9.2020.]

filmove. Kako bi se osigurao uspjeh, Disney je zadržao Pixarove menadžere kako bi mogli spojiti najbolje iz oba poduzeća u donošenju odluka. Ova odluka također je bila od iznimne važnosti za povratak povjerenja svih Pixarovih zaposlenika u Disney. Robert Iger je u procesu morao mnogo popuštati Steve Jobsu i osigurati da se korporativna kultura Pixara neće mijenjati. Da nije pravilno postupio, Jobs možda nikada ne bi pristao na stjecanje i nikada ne bi došlo do daljnje suradnje.

Razlog uspjeha ovog stjecanja je zasigurno u spajanju dva različita poduzeća s potpuno različitim vizijama i kreativnošću, ali sa snažnim naumom da se poštuju svačija mišljenja i osigura međusobno razumijevanje. Moguće razmirice ili negativni osjećaji, ostavljeni su po strani i sav napor i energija usmjerila se na razvoj novih likova, priča i filmova koje će zavoljeti cijela publika.

Upravitelji obje firme imali su visoka očekivanja i bili su u potpunosti predani postizanju ciljeva a to je povećanje zajedničke kompanije. Vjerovali su da zajednički mogu postići veće uspjehe no što bi to mogli zasebno, što se i ostvarilo.

Iz korištenih metoda vrednovanja poduzeća, vidljivo je da je Pixar bio uspješno poduzeće te je razumljivo koliko je važno proći nekoliko različitih metoda i probati doći što bliže stvarnoj intrinzičnoj vrijednosti poduzeća pri razmatranju opcije spajanja i stjecanja, ili bilo koje druge investicije. Metodom diskontiranih novčanih tokova došlo se do vrijednosti od 5.2 milijardi dolara što je usporedivo s vrijednosti koju je Disney platio za akviziciju Pixara — 7,4 mlrd.

5. ANALIZA BAYEROVOG STJECANJA MONSANTOA

Svjetski poznata farmaceutska kompanija, Bayer, 2018. godine akvirirala je američku kompaniju, najpoznatiju po genetskom modificiranju sjemena — Monsanto. Monsanto je dugi niz godina bio na lošem glasu i vodio velik broj sudskih sporova zbog svojih proizvoda. Svijet nije začudila ova akvizicija sama po sebi već i iznos koji je Bayer platio, a on je iznosio čak 66 milijarde dolara. Ovim poglavljem nastoji se prikazati poduzeća Bayer i Monsanto te metodom diskontiranih novčanih tokova i analizom profitabilnosti vrednovati Monsanto prije Bayerovog stjecanja te na temelju tog doći do zaključka o uspješnosti investicije.

5.1. O Bayeru

Bayer je njemačka multinacionalna farmaceutska kompanija, jedna od najvećih u svijetu. Sjedište joj je u Leverkusenu. Područja u kojima Bayer djeluje su ljudska i veterinarska farmacija široke potrošnje, poljoprivredni proizvodi i biotehnološki i kemijski proizvodi.⁷³

Bayer je komponenta Euro Stoxx 50 dioničkog indeksa. Werner Baumann je od 2016. predsjednik.

Bayer je osnovan 1863. godine u Barmenu kao tvornica boja. Osnivači su bili Friedrich Bayer i Johann Friedrich Weskott. Sjedište se iz Barmena preselilo u Elberfeld 1866. godine. Nakon Bayerove smrti, njegov sin preuzima poduzeće te ono postaje dioničko društvo. Dolazi do još jednog preseljenja, u Leverkusen, gdje je i danas sjedište.

Bayerov prvi veliki proizvod bio je Aspirin. Postao je toliko raširen da je u Americi izgubio zaštitni znak, dijelom zbog događaja u Prvom svjetskom ratu (zapljena svih njemačkih proizvoda i zaštitnih znakova), ali dijelom i zato što je nastao velik broj zamjena za Aspirin, odnosno, lijekova rađenih po istim formulama.⁷⁴

Postoje tri divizije Bayera: farmaceutski proizvodi, zdravstveni proizvodi i ratarska znanost (agrikultura, sjeme, pesticidi...). Neki od najpoznatijih zdravstvenih proizvoda su analgetici Aspirin i Aleve, dodaci prehrani Redoxon i Berocca, proizvodi za njegu kože Bepanthen i Bepanthol, te kontracepcijske pilule Yaz i Yasmin.⁷⁵

⁷³ <https://www.bayer.com/>

⁷⁴ Tulett, S. (2014) 'Genericide': Brands destroyed by their own success. May 2014. Dostupno na: <https://www.bbc.com/news/business-27026704> [23.8.2020.]

⁷⁵ <https://www.bayer.com/bayer-organizational-structure>

Bayer je u zadnjih 20-ak godina imao nekoliko značajnijih akvizicija. Kupio je „*over-the-counter*“ diviziju Sterling Winthrop-a te Rochea 1994. godine. 2006. godine kupio je Schering, istraživačko farmaceutsku kompaniju sa sjedištem u Berlinu za 14,6 milijardi eura, što je jedno od najvećih stjecanja u farmaceutskoj industriji ikad.

U 2010. godini Bayer kupuje Bomic Group, novozelandsko poduzeće specijalizirano u zdravstvu životinja. U 2014. kupuje Merckovu diviziju zdravstvenih proizvoda za 14,2 milijardi dolara te time dobiva kontrolu nad brendovima tipa Claritin, Coppertone i Dr. Scholl's. U kolovozu 2020. godine akvirirano je poduzeće KaNDy Therapeutics Ltd. za 425 milijuna dolara, kako bi Bayer pojačao svoju branšu ženskih zdravstvenih proizvoda.⁷⁶

U svibnju 2016. godine Bayer je dao ponudu za stjecanje američkog poduzeća Monsanto, koje se bavi usjevima i agrikulturom, za 62 milijardi dolara. Transakcija je izvršena u lipnju 2018. godine. Na kraju 2019. godine, Bayer je imao 103.824 zaposlenika i prihode 43,5 milijarde eura.

5.2. O Monsanto

Monsanto Company je bilo američko agrokemijsko i agrikulturno biotehnoško poduzeće, vodilja u proizvodnji kemijskih, agrikulturnih i biokemijskih proizvoda. Osnovao ga je 1901. godine John Queeny kako bi proizvodio umjetni zaslađivač, saharin, koji se do tada proizvodio samo u Njemačkoj. U 1905. godini, Monsanto je, proizvodnjom saharina, počeo biti profitabilan te je u proizvodnu ponudu stavio još vrsta saharina s dodatkom vanilije i kofeina. Coca Cola je bio jedan od glavnih kupaca Monsantoa te prodaja doseže prihode od milijun dolara 1915. godine. Monsanto počinje proizvoditi svoju inačicu aspirina 1917. godine.⁷⁷

Smrću Johna, njegov sin Edgar Queeny postaje predsjednik firme te on u razdoblju od 1928. do 1960. pretvara Monsanto u industrijskog giganta. Monsantoova proizvodnja stirena je bila od velike važnosti Americi u Drugom svjetskom ratu. Tijekom 1944. godine, Monsanto i još nekoliko drugih poduzeća, počinju proizvoditi DDT, insekticid iz skupine kloriranih ugljikovodika. Ovaj proizvod široko se upotrebljavao od 1940. do 1970- ih godina za suzbijanje

⁷⁶ <https://www.biospace.com/article/releases/bayer-to-acquire-uk-based-biotech-kandy-therapeutics-ltd-/?s=79>

⁷⁷ Bravo, K. (2014), Here's How the World's Largest Biotech Company Came to Be. *Takepart*. March 2014. [online]. Dostupno na: <http://www.takepart.com/article/2014/03/27/monsanto-timeline> [9.9.2020.]

bolesti koje prenose kukci i nametnici, ali je zbog velike štetnosti i spore razgradivosti proizvodnja zabranjena.⁷⁸

Tijekom 1960. godina Monsanto se bavio istraživanjem lijekova za liječenje Parkinsonove bolesti, a 1974. godine je s Harvardom sklopio ugovor o istraživanju liječenja raka. U 1980-im godinama, Monsanto se počinje baviti genetskim modificiranjem, a u 1990-im godinama stječu poduzeća Calgene, DEKALB Genetics i druga biotehnoška poduzeća te postaju predvodnici u genetskom modificiranju sjemena.⁷⁹

U ovom periodu, sve do danas, Monsanto počinje imati negativnu sliku u percepciji javnosti zbog svojih proizvoda koji štetno djeluju na zdravlje. Napravljeno je mnogo dokumentarnih filmova o štetnom utjecaju koji Monsanto i njegova proizvodnja imaju na svijet, održani su prosvjedi te se društvenim mrežama šire negativni *hashtagovi* o djelovanju Monsantoa.⁸⁰

Monsantove dionice snažno gube na vrijednosti i prihodi se smanjuju. Monsanto je pokušao na razne načine poboljšati svoju sliku, tako su izjavili da zbog njihovih genetski modificiranih sjemena, farmeri diljem Amerike, mogu proizvoditi više mnogo više proizvoda, nego što su to mogli prije, a na jednakoj površini.

Monsanto je bio uključen u nekoliko parnica zbog djelovanja svojih proizvoda na zdravstvo i ekologiju, zadnja od kojih je vezana uz RoundUp. Ovaj je događaj snažno popraćen u medijima zbog ozbiljnosti razloga parnica, a to je da korištenje tog proizvoda uzrokuje rak.⁸¹ Bayerovim „all-cash“ stjecanjem, ime Monsanto prestaje postojati, ali se imena Monsantoovih brendova zadržavaju.

⁷⁸ DDT- A Brief History and Status. EPA. [online]. Dostupno na: <https://www.epa.gov/ingredients-used-pesticide-products/ddt-brief-history-and-status> [9.9.2020.]

⁷⁹ The Editors of Encyclopaedia Britannica. Monsanto [online]. Dostupno na: <https://www.britannica.com/topic/Monsanto> [9.9.2020.]

⁸⁰ Anderson, L. (2014) Why Does Everyone Hate Monsanto?. *Modern Farmer*. March 2014. Dostupno na: <https://modernfarmer.com/2014/03/monsantos-good-bad-pr-problem/> [23.8.2020.]

⁸¹ Burger, L. (2018) Bayer's Monsanto faces 8,000 lawsuits on glyphosate. *Reuters*. August 2018. Dostupno na: <https://www.reuters.com/article/us-bayer-glyphosate-lawsuits/bayers-monsanto-sued-by-8000-plaintiffs-on-glyphosate-idUSKCN1L81J0> [23.8.2020.]

5.3. Vrednovanje Monsantoa

U ovom potpoglavlju pokušava se doći što bliže stvarnoj vrijednosti koju je Monsanto imao u vrijeme prije Bayerovog stjecanja 2018. godine. Kao i u prijašnjem primjeru, koristit će se analiza profitabilnosti te metoda diskontiranih novčanih tokova.

5.3.1. Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice

U tablici ispod su prikazane vrijednosti profitabilnosti imovine (ROA) za poduzeće Monsanto u razdoblju od 2011. do 2015. godine.

Tablica 13 ROA Monsantoa u razdoblju od 2011. do 2015.

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Monsanto	8,09%	10,11%	12,01%	12,47%	10,56%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Iz podataka je vidljivo da je Monsanto u 2011. godini imao nisku stopu povrata dobiti iz uložene imovine. U idućim godinama, ROA je rasla do 2015. godine, kada pada na razinu od 10,56%.

U tablici ispod prikazane su vrijednosti profitabilnosti glavnice (ROE) za Monsanto u razdoblju od 2011. do 2015. godine.

Tablica 14 ROE Monsantoa u razdoblju od 2011. do 2015.

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Monsanto	13,72%	16,99%	19,50%	35%	33,03%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Prema podacima u tablici vidljivo je da je ROE u 2011. i 2012. godini u dobrom postotku, ali u idućim godinama je previsok. Razlog tomu su najvećim dijelom velika zaduživanja poduzeća, zbog čega su rasle obveze poduzeća u odnosu na kapital.

5.3.2. Metoda diskontiranih novčanih tokova

U ovom primjeru, kao i kod Disney Pixar, prikazano je vrednovanje poduzeća iz perspektive stjecatelja, dakle Bayera. Nadalje, analiza je napravljena iz perspektive 2016. godine jer je tada

Bayer obznanio da će akvirirati Monsanto te se pretpostavlja da su tada odlučili provesti analizu ciljanog poduzeća. Bayer je htio saznati intrinzičnu vrijednost poduzeću. U prvom koraku analize, računa se diskontna stopa koja će se koristiti za diskontiranje slobodnih novčanih tokova. U sljedećem koraku je izračun slobodnih novčanih tokova za pet godina prije stjecanja. Oni će se koristiti za projekciju budućih novčanih tokova koji se zatim diskontiraju izračunatom diskontnom stopom. Tako diskontirani iznosi se zbrajaju te se dolazi do sume. Zatim se računa rezidualna vrijednost vrednovanog poduzeća koja se diskontira te zbraja sa sumom i time se dobiva procjena vrijednosti poduzeća.

1) Izračun diskontne stope

Prvi korak kod izračuna ponderiranog troška kapitala, potrebno je izračunati trošak obične glavnice, odnosno trošak trajnog kapitala. Iznos nerizične kamatne stope R_F preuzet je sa stranice profesora Damodarana za 2016. godinu te ona iznosi 2,27%. Za mjeru sistematskog, odnosno tržišnog, rizika β , korišten je također isti izvor, gledano u kategoriji „lijekovi (biotehnologija“ (eng. *Drugs (Biotechnology)*) te ona iznosi 1,28.⁸² Za premiju tržišnog rizika ($R_M - R_F$) korištena je vrijednost 5,30% kao prosječna vrijednost premije tržišnog rizika u 2016. godini.⁸³ Na temelju ovih podataka, računa se trošak obične glavnice:

$$k_s = 0,0227 + 1,28 \times 0,0530$$

$$k_s = 9,05 \%$$

Ponder duga w_D iznosi 66,54%, a trošak duga prije poreza k_b je preuzet također sa stranice Damodarana u kategoriji „lijekovi (biotehnologija“ kao i R_F i β te on iznosi 6,52%.⁸⁴ Porezna stopa koja se primjenjuje je 30%. Udio povlaštene glavnice u kapitalu je 0. Ponder glavnice (w_s) je 33,46%. Dobije se WACC:

$$WACC = 0,6654 \times 0,0652 \times (1 - 0,30) + 0,3346 \times 0,0905$$

$$WACC = 6,07\%$$

2) Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeću

U tablici ispod prikazani su slobodni novčani tokovi poduzeća Monsanto te njihov izračun. Korišteni su podaci iz godišnjih financijskih izvještaja Monsanto od 2010. godine do 2015.

⁸² <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/wacc15.xls> [23.8.2020.]

⁸³ <https://pdfs.semanticscholar.org/8f1e/686e6d752a82edd92805fa1591243ea26487.pdf> [23.8.2020]

⁸⁴ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/wacc15.xls> [23.8.2020.]

godine. Vidljivo je da su prihodi rasli padajućom stopom rasta, sve do 2015. godine kada je negativna.

Tablica 15 FCFF Monsantoa

u milijunima dolara	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Prihodi	11.822	13.504	14.861	15.855	15.001
		14%	10%	7%	-5%
- Novčani operativni rashodi	9.320	10.356	11.291	11.780	11.478
=EBITDA	2.502	3.148	3.570	4.075	3.523
-Deprecijacija i amortizacija	613	622	615	691	716
=EBIT	1.889	2.526	2.955	3.384	2.807
× (1 - porezna stopa)	70%	70%	73%	72%	73%
=NOPAT	1.322	1.768	2.157	2.436	2.049
+Deprecijacija i amortizacija	613	622	615	691	716
=Novčani tijek iz operacije	1.935	2.390	2.772	3.127	2.765
-Kapitalni izdaci	540	646	741	1.005	967
-Promjene u radnom kapitalu	586	1.357	304	- 1.177	884
=Slobodni novčani tok (FCFF)	809	387	1.727	3.299	914

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Za izračun FCFF, bilo je potrebno izračunati promjene u radnom kapitalu. Prikaz je u tablici ispod.

Tablica 16 Promjene u radnom kapitalu Monsanto

u milijunima dolara	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Radni kapital	3.494	4.080	5.437	5.741	4.564	5.448
Promjena radnog kapitala		586	1.357	304	- 1.177	884

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Promjena radnog kapitala računala se na način da su se u određenoj godini zbrojile vrijednosti kratkotrajne imovine te oduzele kratkoročne obveze i zatim se ta vrijednost oduzela od vrijednosti radnog kapitala prošle godine.

3) Projekcija budućih slobodnih novčanih tokova poduzeću

Na temelju izračunatih novčanih tokova, vrši se projekcija budućih slobodnih novčanih tokova. U tablici ispod su rezultati projekcije.

Tablica 17 Projekcija FCFF Monsantoa

u milijunima dolara	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
stopa rasta	5%	5%	5%	2%	2%
FCFF	960	1.008	1.058	1.079	1.101
WACC	6,07%	6,07%	6,07%	6,07%	6,07%
Sadašnja vrijednost FCFF	905	896	887	853	820
Suma sadašnje vrijednosti FCFF	4.360				

izrada autorice

U tablici iznad, prikazana je projekcija budućih slobodnih novčanih tokova poduzeća Monsanto u razdoblju od 2016. godine do 2020. godine. FCFF su predviđeni na temelju zadnje vrijednosti FCFF, iz 2015. godine, a koji je iznosio 914 milijuna dolara. S obzirom da je stopa rasta u prošlim godinama padala te s obzirom na porast zaduženosti i drugih informacija iz financijskih izvještaja i financijskih pokazatelja, predviđa se stopa rasta u prvom razdoblju od 5%, a u drugom razdoblju stopa se smanjuje na 2%. Bayer je predviđao na sinergiju i nove projekte i razvoje lijekova stjecanjem Monsantoa, no na temelju prošlih zbivanja, smatra se da su velike stope rasta neopravdane te su iz tog razloga na ovim razinama. Predviđeni slobodni novčani tokovi diskontirani su po stopi ponderiranog troška kapitala (WACC) koji je izračunat ranije i iznosi 6,06%. Diskontirani iznosi su zbrojeni te se time dobila njihova suma u iznosu 4.360 milijardi dolara. Ta suma će se koristiti za procjenu vrijednosti Monsantoa. Nakon 2020. godine, predviđa se razdoblje konstantnog rasta. Stopa konstantnog rasta uglavnom se određuje ovisno o dugoročnoj industrijskoj stopi rasta vrednovanog poduzeća te je, na temelju toga, odabrana stopa rasta 2,50%, prema NABE.⁸⁵

4) Procjena vrijednosti Monsanto

U zadnjem koraku računa se rezidualna vrijednost pomoću slobodnog novčanog toka u zadnjoj godini projekcije. U nazivniku je vrijednost WACC, od koje je oduzeta vrijednost stope konstantnog rasta. Izračunata rezidualna vrijednost iznosi:

$$R_v = \frac{1.101 \times (1 + 0,025)}{(0,0607 - 0,025)}$$

$$R_v = 31.611 \text{ milijuna \$}$$

⁸⁵ https://www.nabe.com/NABE/Surveys/Outlook_Surveys/October_2019_Outlook_Survey_Summary.aspx

Dobivenu rezidualnu vrijednost potrebno je diskontirati zbroj WACC i 1. Zatim se dolazi do vrijednosti poduzeća na način da se zbroji suma sadašnje vrijednosti FCFE i sadašnja rezidualna vrijednost.

$$\text{sadašnja Rv} = \frac{31.611}{(1+0.0607)^3}$$

$$\text{sadašnja Rv} = 26.489 \text{ milijuna \$}$$

$$\text{VP} = 4.360 + 26.489$$

$$\text{VP} = 30.849 \text{ milijuna \$}$$

5.4. Proces stjecanja

U rujnu 2016. godine, Bayer i Monsanto su se složili u odluci da spoje poduzeća i stvore globalnog lidera u agrikulturi. Bayer bi platio 66 milijardi dolara za stjecanje Monsantoa. Kombinirano poduzeće bi moglo profitirati od Monsantoovog znanja u sjemenu i usjevima te od Bayerove široke linije proizvoda za zaštitu usjeva. Transakcija bi bila „all-cash“ akvizicija. Monsanto je imao lošu percepciju potrošača zbog genetskog modificiranja i arogantnog marketinga te zbog proizvoda tipa RoundUp za koji se vjeruje da uzrokuje rak. Stjecanje je produljeno zbog raznih parnica koje je Monsanto vodio te je završeno u lipnju 2018. godine.

Vladine agencije mnogih država imale su posebne zahtjeve koje su htjele da se izvrše, prije nego što bi odobrile ovo stjecanje. Zatraženo je od Bayera da proda dio svojih jedinica kako bi se osigurala tržišna konkurencija. Bayerov CEO, Werner Baumann, izjavio je: „Pravedno ćemo obavljati svoje dužnosti prema farmerima, potrošačima i okolišu.“ Također je zajamčena transparentnost.⁸⁶ Monsantoovo ime je akvizicijom prestalo postojati.

5.4.1. Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice

U tablici ispod prikazane su vrijednosti profitabilnosti imovine poduzeća Monsanto 2014. i 2015. godine (do kad se nije pripojilo Bayeru) te Bayera za razdoblje od 2014. do 2018. godine.

⁸⁶ <https://www.dw.com/en/opinion-the-bayer-monsanto-merger/a-44110352>

Tablica 18 ROA Monsantoa i Bayera u razdoblju od 2014. do 2018. godine

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Monsanto	12,47%	10,56%			
Bayer	5,58%	5,45%	5,79%	9,55%	1,44%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Prema podacima iz tablice vidljivo je da u 2018. godini, kada se akvizicija realizira, Bayerov ROA pada na vrlo nisku vrijednost od 1,44%. U razdoblju od 2014. do 2016. godine, ROA je bila podjednaka, na relativno niskoj razini od 5,50%.

U tablici ispod prikazane su vrijednosti profitabilnosti glavnice poduzeća Monsanto i Bayer za razdoblje od 2014. do 2018. godine.

Tablica 19 ROE Monsantoa i Bayera u razdoblju od 2014. do 2018. godine

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Monsanto	35%	33,03%			
Bayer	16,63%	17,74%	17,08%	24,34%	3,70%

izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima

Pokazatelj ROE Bayera, kao i ROA Bayera, značajno se smanjio u 2018. godini spajanjem Monsantoa.

5.5. Zaključak o transakciji

Od samog početka, postojali su mnogi razlozi zašto ne bi trebalo doći do ovog stjecanja. Prema antitrustovskom zakonu, tržište bi trebalo poticati konkurenciju, a spajanjem Bayera i Monsantoa, konkurencija se narušava i oko 60% svjetskog tržišta u proizvodnji pesticida bi držale tri kompanije. Unatoč tome, postignuto je odobrenje za provedbu procesa.⁸⁷

Aisha Dodwell, pripadnica aktivista iz Global Justice Now, izjavila je :“Ovo je ekstremno loša vijest za farmere i potrošače diljem svijeta. Već znamo da agrikulturne kompanije koriste

⁸⁷ Huang, H. (2020) Antitrust: A Case Study On the Bayer-Monsanto Merger. University of Essex.[online] Dostupno na: <https://awards.concurrences.com/en/awards/2020/student-paper/antitrust-a-case-study-on-the-bayer-monsanto-merger> [9.9.2020.]

agresivne tehnologije kako bi proširile svoj tržišni udio i povećali profite i ne djeluju u korist malih farmara, javnog zdravstva niti okoliš.“⁸⁸

Javnost je jako negativno dočekala odluku o ovom stjecanju. Loša slika koju je imao Monsanto, sada se prenijela i na Bayer. Bayer je više gledao na biotehnološku inovaciju koju je Monsanto imao, nego što je racionalno sagledao na sve rizike koje bi sklapanje ovog ugovora moglo imati.

Gledano iz perspektive Bayera, odluka spajanja s Monsanto je bila loša i zbog precjenjivanja poduzeća. Nije se uzeo u obzir ogroman porast obveza koji Monsanto ima zbog parnica i odšteta koje mora platiti, te vjerojatne buduće parnice i kazne. Zbog proizvoda RoundUp, kompanija je morala platiti više od 10 milijardi dolara, što su ogromni iznosi.

Baumann je izjavio: „ U zadnje dvije godine, pripremili smo se za integraciju. Naše iskustvo u radu s drugim velikim kompanijama je dokaz da možemo i da hoćemo ostvariti uspjeh.“⁸⁹

Metodom diskontiranih novčanih tokova došlo se do procijenjene intrinzične vrijednosti Monsantoa u iznosu od 30,8 milijardi dolara, što je mnogo više od cijene koju je Bayer platio za ovu akviziciju.

⁸⁸ <https://www.telesurenglish.net/news/Bayer-Monsanto-Merger-Is-a-Disaster-for-Global-Food-System--20160914-0014.html>

⁸⁹ <https://economictimes.indiatimes.com/industry/indl-goods/svs/chem-/-fertilisers/bayer-to-complete-acquisition-of-monsanto-on-june-7/articleshow/64447445.cms?from=mdr>

6. ZAKLJUČAK

Spajanja i stjecanja su fenomen koji se redovito događa u poslovnom svijetu te je iz tog razloga potrebno sustavno promatranje događaja vezanih uz njih. Jedan od načina promatranja tih događaja je sagledavanje događaja tijekom valova M&A-a, odnosno uočavanje trendova koji su bili prisutni u prošlosti te zaključivanje na temelju njih.

Prvi korak kod odluke o M&A-u trebao bi biti procjena intrinzične vrijednosti akvizicijskog kandidata. Postoji nekoliko metoda kako da se dođe što bliže toj vrijednosti, a jedna od njih je i metoda diskontiranih slobodnih novčanih tokova. Ta metoda koristi poznate novčane tokove poduzeća pomoću kojih se predviđaju budući novčani tokovi te se diskontnom stopom oni svedu na sadašnju vrijednost. Nakon što se izračuna rezidualna vrijednost, do vrijednosti poduzeća se dolazi zbrajanjem sume sadašnje vrijednosti prognoziranih novčanih tokova i rezidualne vrijednosti. Osim te, postoje i druge metode, na primjer metoda multiplikatora, a za vrednovanje poduzeća mogu se koristiti i neki financijski pokazatelji primjerice ROA i ROE kojima se neto dobit stavlja u omjer s uloženom imovinom ili dioničkim kapitalom te se time mjeri uspješnost poduzeća da korištenjem datih varijabli ostvari dobit.

Izračunata intrinzična vrijednost trebala bi se koristiti kod donošenja odluke te se ne bi trebalo previše odstupati u ponudi cijene od te izračunate vrijednosti.

U ovom radu promatrana su dva suprotna slučaja. Jedan od tih slučajeva, s pozitivnim ishodom, je primjer Disneyevog stjecanja Pixara. U radu je izračunata vrijednost Pixara u iznosu od 5,2 milijarde dolara, što je usporedivo s cijenom koju je Disney platio za ovu akviziciju, a ona je 7,4 milijarde dolara. Disney je u ovaj pothvat krenuo s potpunom predanošću, razumijevanjem i ciljem da svi zaposlenici obje firme, ali i javnost profitiraju. Posebna je pozornost usmjerena na udovoljavanje uvjetima koje je Pixar imao, a to je specifična korporativna kultura — kultura gdje su svačija mišljenja važna i svi zaposlenici međusobno komuniciraju i iznose svoje ideje. Najvažnije obilježje rada Pixara bila je, ali i ostala, kreativnost njihovih zaposlenika te je Disney znao da jedino kako će stjecanje uspjeti je ako se tu kreativnost i dalje nastavi poticati. Disney i Pixar su nakon akvizicije imali mnogo uspješnih filmova i, iz tog proizašlih, profita.

Osim uspješnog primjera Disney Pixara, također je analiziran slučaj Bayerovog stjecanja Monsantoa, koje je primjer loše prosudbe i odluke. Bayer, njemačka snažna farmaceutska kompanija, donijela je odluku koja javnosti niti analitičarima nije jasna. Odluka je to o stjecanju američke kompanije specijalizirane za proizvodnju sjemena, koja je već više od dvadeset

godina na lošem glasu te koja je u zadnjih par godina prije stjecanja sve više bila u dugovima. Ti dugovi nastali su zbog velikog broja tužbi potrošača koji su, iz opravdanih razloga, ogorčeni Monsantoovim proizvodima te su sudski sporovi toliko ozbiljni da oni uključuju tužbe o nastanku raka zbog korištenja njihovog proizvoda, RoundUp. U radu je procijenjena intrinzična vrijednost Monsantoa u iznosu od 30,8 milijardi dolara, koja znatno odstupa od vrijednosti koju je Bayer platio za stjecanje ovog poduzeća, a ona iznosi 66 milijardi dolara. S obzirom da se radi o nedavnoj akviziciji, vrijeme će tek pokazati kolika je uspješnost (ili neuspješnost) ove odluke.

Ovim radom se nastojalo objasniti korištenje metode diskontiranih novčanih tokova za vrednovanje poduzeća te važnost upotrebe te metode kod razmatranja spajanja ili stjecanja određenog poduzeća. Očekivani stručni doprinos ogleda se u proširenju postojeće literature iz područja spajanja i stjecanja te još bolje razumijevanje teorije i svih procesa kod donošenja odluka vezanih uz procese spajanja i stjecanja, kako bi se bilo u trendu s događajima, a to je upravo ono što se radom nastoji postići.

LITERATURA

Knjige

1. Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and technics for determining the value of any asset*. University Edition. New York: John Wiley & Sons.
2. DePamphilis, D. (2011) *Mergers and Acquisitions Basic: All You Need To Know*. Burlington, MA, USA: Elsevier
3. DePamphilis, D. (2012.) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Sixth Edition. San Diego, CA: Elsevier
4. Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons
5. Gray, D. K. (2019) *Mergers and Acquisitions (The What, The Why, The How)*. Victoria, Canada: Tellwell
6. Kolačević, S. ; Hreljac, B. (2012) *Vrednovanje poduzeća*. drugo dopunjeno i prošireno izdanje. Zagreb: TEB- Poslovno savjetovanje d.o.o.
7. Miloš Sprčić, D. ; Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
8. Orsag, S. (2015) *Investicijska analiza*. Zagreb: Avantis
9. Orsag, S. ; Dedi, L. (2011) *Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata*. Zagreb: Masmedia
10. Orsag, S.; Gulin, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika
11. Pettitt, B. S. ; Ferris, K. R. (2013) *Valuation for Mergers and Acquisitions*. Second Edition. New Jersey, USA: Pearson Education
12. Schwesernotes (2013) *CFA Level II Book 3: Equity Investments*. USA: Kaplan
13. Sherman, A. J.; Hart, M. A. (2006) *Mergers & Acquisitions: From A To Z*. Second Edition. New York, NY, USA: AMACOM
14. Sudarsanam, S. (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Harlow, UK: Prentice Hall
15. Vidučić, Lj ; Pepur, S ; Šimić Šarić, M. (2015) *Financijski menadžment*. Deveto izdanje. RRIF- plus d.o.o.

Članci

1. Anderson, L. (2014) Why Does Everyone Hate Monsanto?. *Modern Farmer*. March 2014.
Dostupno na: <https://modernfarmer.com/2014/03/monsantos-good-bad-pr-problem/>
[23.8.2020.]

2. Aytac, F.; Kaya, C.T. (2016) Contemporary Look On the Historical Evolution of Mergers and Acquisition. *International Journal of Economics, Commerce and Management* [online], veljača/2016, Dostupno na: <http://ijecm.co.uk/wp-content/uploads/2016/02/4211.pdf> [23.8.2020.]
3. Barnes, B. (2008) Disney and Pixar: The Power of the Prenup. *The New York Times*. June 2008. Dostupno na: <https://www.nytimes.com/2008/06/01/business/media/01pixar.html?pagewanted=all&r=> [23.8.2020.]
4. Bravo, K. (2014), Here's How the World's Largest Biotech Company Came to Be. *Takepart*. March 2014. [online]. Dostupno na: <http://www.takepart.com/article/2014/03/27/monsanto-timeline> [9.9.2020.]
5. Burger, L. (2018) Bayer's Monsanto faces 8,000 lawsuits on glyphosate. *Reuters*. August 2018. Dostupno na: <https://www.reuters.com/article/us-bayer-glyphosate-lawsuits/bayers-monsanto-sued-by-8000-plaintiffs-on-glyphosate-idUSKCN1L81J0> [23.8.2020.]
6. Catmull, E. (2008). How Pixar Fosters Collective Creativity. *Harvard Business Review*. [online] September 2008. Dostupno na <https://hbr.org/2008/09/how-pixar-fosters-collective-creativity> [23.8.2020.]
7. CFA Institute (2020) Discounted Dividend Valuation. *CFA Institute*, [online], Dostupno na: <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/2020/discounted-dividend-valuation> [23.8.2020.]
8. Cordeiro, M. (2019) The Seventh M&A Wave. *Camaya Partners* [online], veljača/2019, Dostupno na: <https://camaya.com.br/the-seventh-ma-wave/> [23.8.2020.]
9. Cretin, F. (2015) M&A Activity: Where Are We In the Cycle?: CAIA Association [online], summer/2015, Dostupno na: https://www.caia.org/sites/default/files/AIAR_Q3_2015-07_M&A_CretinDieudonneBoucha.pdf [23.8.2020.]
10. Cunningham, J. M.. Pixar Animation Studios. *Britannica*. Dostupno na: <https://www.britannica.com/topic/Pixar-Animation-Studios> [23.8.2020.]
11. Dahl, D. (2016) Why Valuing Your Business Is More Art Than Science. *Forbes* [online], October/2016, Dostupno na: <https://www.forbes.com/sites/darrendahl/2016/10/30/why-valuing-your-business-is-more-art-than-science/#76656e3a55a3> [23.8.2020.]
12. DDT- A Brief History and Status. *EPA*. [online]. Dostupno na: <https://www.epa.gov/ingredients-used-pesticide-products/ddt-brief-history-and-status> [9.9.2020.]
13. Deloitte (2018) The state of the Deal. [online], Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-mergers-acquisitions-2018-trends-report.pdf>
14. Hartl, J. (2000) Sequels to 'Toy Story', Tail go straight to video. *The Seattle Times*. [online] August 2000. Dostupno na <https://archive.seattletimes.com/archive/?date=20000804&slug=4035397> [23.8.2020.]

15. Holsen, L. (2005) A Quiet Departure for Eisner at Disney. *The New York Times*. September 2005. Dostupno na : <https://www.nytimes.com/2005/09/26/business/media/a-quiet-departure-for-eisner-at-disney.html>
16. Pixar plans Sale Of Computer Unit, *The New York Times*. May 1990. Dostupno na: <https://www.nytimes.com/1990/05/01/business/company-news-pixar-plans-sale-of-computer-unit.html> [9.9.2020.]
17. Staff (2004) Pixar dumps Disney. *CNN Money*. January 2004. Dostupno na: https://money.cnn.com/2004/01/29/news/companies/pixar_disney/ [23.8.2020.]
18. The Walt Disney Company (2006) Disney to Acquire Pixar. January 2006. Dostupno na: <https://thewaltdisneycompany.com/disney-to-acquire-pixar/> [23.8.2020.]
19. The Editors of Encyclopaedia Britannica. Monsanto [online]. Dostupno na: <https://www.britannica.com/topic/Monsanto> [9.9.2020.]
20. Tomczak, M (2019) 12 Walt Disney Company Acquisitions Worth over \$114 Billion. *Mitten to Magic*. Dostupno na: <https://mittentomagic.com/walt-disney-company-acquisitions/> [23.8.2020.]
21. Tulett, S. (2014) 'Genericide': Brands destroyed by their own success. May 2014. Dostupno na: <https://www.bbc.com/news/business-27026704> [23.8.2020.]
22. Variety Staff (1997) Disney, Pixar animate 5-picture pact. February 1997. Dostupno na: <https://variety.com/1997/scene/vpage/disney-pixar-animate-5-picture-pact-1117435453/>. [9.9.2020.]
23. Walt Disney, službena stranica. The Walt Disney Studio History. Dostupno na: <https://studioservices.go.com/disneystudios/history.html> [23.8.2020.]
24. Walt Disney, službena stranica. The Walt Disney Studio History. Dostupno na: <https://studioservices.go.com/disneystudios/history.html> [23.8.2020.]

Ostali radovi

1. Ching, K. (2019) What Drives Merger Waves? A study of the Seven Historical Merger Waves in the U.S. Senior Thesis. Claremont Colleges [online], Dostupno na: https://scholarship.claremont.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2311&context=scripps_the_ses [23.8.2020.]
2. Choi, M. (2016) The Walt Disney Company and Pixar: To Acquire or Not Acquire? Harvard Business Case [online]. Dostupno na: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=37030>
3. Huang, H. (2020) Antitrust: A Case Study On the Bayer-Monsanto Merger. University of Essex.[online] Dostupno na: <https://awards.concurrences.com/en/awards/2020/student-paper/antitrust-a-case-study-on-the-bayer-monsanto-merger> [9.9.2020.]
4. Ježovita, A. (2016) Analiza marže profita kao odrednice profitabilnosti poslovanja poduzeća. EFZG [online]. Dostupno na: [file:///C:/Users/VN995BY/Downloads/rad_9_Jezovita%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/VN995BY/Downloads/rad_9_Jezovita%20(3).pdf) [9.9.2020.]

5. Nouwen, T.J.A. (2011) M&A waves and its evolution throughout history. Bachelor Thesis. Tillburg University [online], Dostupno na: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=129395> [23.8.2020.]
6. Wida, A. The Seventh Versus the Sixth Wave. Master Thesis. Erasmus Universiteit Rotterdam [online], Dostupno na: https://www.academia.edu/35368846/THE_SEVENTH_VERSUS_THE_SIXTH_WAVE [23.8.2020.]
7. Steiger, F. (2008) The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. Seminar Paper. European Business School [online]. Dostupno na: <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1003/1003.4881.pdf>

POPIS GRAFOVA I TABLICA

Tablica 1 Deset najvećih megaspajanja četvrtog vala.....	8
Tablica 2 Izračun slobodnog novčanog toka poduzeću	22
Tablica 3 Izračun slobodnog novčanog toka običnoj glavnici	22
Tablica 4 ROA Pixara u razdoblju od 2001. do 2005.	31
Tablica 5 ROE Pixara u razdoblju od 2001. do 2005.	31
Tablica 6 FCFF Pixara	33
Tablica 7 Promjena radnog kapitala Pixara.....	33
Tablica 8 Projekcija budućih slobodnih novčanih tokova poduzeću	34
Tablica 9 ROA Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.....	38
Tablica 10 ROE Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.	38
Tablica 11 Neto marža profita Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.....	39
Tablica 12 Koeficijent obrtaja ukupne imovine Pixara i Disneya u razdoblju od 2004. do 2008.	39
Tablica 13 ROA Monsantoa u razdoblju od 2011. do 2015.....	44
Tablica 14 ROE Monsantoa u razdoblju od 2011. do 2015.	44
Tablica 15 FCFF Monsantoa	46
Tablica 16 Promjene u radnom kapitalu Monsanto	46
Tablica 17 Projekcija FCFF Monsanto.....	47
Tablica 18 ROA Monsantoa i Bayera u razdoblju od 2014. do 2018. godine.....	49
Tablica 19 ROE Monsantoa i Bayera u razdoblju od 2014. do 2018. godine	49

ŽIVOTOPIS

Osobni podaci

Prezime/Ime Đurđek Jana

Adresa Janeza Polde 5

E-mail jdurdek@net.efzg.hr

Državljanstvo hrvatsko

Jana Đurđek rođena je 3. studenog 1995. godine u Zagrebu. Pohađala je XV. gimnaziju do 2014. godine, kada upisuje Ekonomski fakultet u Zagrebu, smjer Poslovna ekonomija. Nakon završenog preddiplomskog studija, upisuje diplomski studij, smjer Analiza i poslovno planiranje. Tijekom studija učila je francuski u Francuskoj alijansi Zagreb. Nakon položenih svih ispita, upisuje apsolventsku godinu u kojoj ostavlja diplomski rad te počinje raditi studentski posao u Ernst & Young-u u reviziji, gdje kasnije postaje i radnik.

Jana govori engleski i francuski te razumije njemački.