

Procjena vrijednosti poduzeća u transakcijama spajanja i preuzimanja na primjeru izabranog poduzeća

Vugić Sakal, Dominik

Master's thesis / Diplomski rad

2021

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:700624>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0 International](#)/[Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 4.0 međunarodna](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-22**



Repository / Repozitorij:

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



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

**PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA U TRANSAKCIJAMA
SPAJANJA I PREUZIMANJA NA PRIMJERU IZABRANOG
PODUZEĆA**

Diplomski rad

Dominik Vugić Sakal

Zagreb, rujan 2021.

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

**PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA U TRANSAKCIJAMA
SPAJANJA I PREUZIMANJA NA PRIMJERU IZABRANOG
PODUZEĆA**

**COMPANY VALUATION IN MERGER AND ACQUISITION
TRANSACTIONS - THE EXAMPLE OF THE SELECTED
COMPANY**

Diplomski rad

Student: Dominik Vugić Sakal

JMBAG: 0067557478

Mentor: Doc. dr. sc. Martina Solenički

Zagreb, rujan 2021.

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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



(vlastoručni potpis studenta)

9. SVIBNJA 2021.

(mjesto i datum)

STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

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

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

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



(personal signature of the student)

9TH MAY 2021

(place and date)

SAŽETAK I KLJUČNE RIJEČI

Spajanja i preuzimanja su značajan čimbenik ekonomskog rasta. Ona omogućuju prikupljanje financiranja i prijenos tehnologije i znanja između poduzeća, tako potičući njihov rast i razvoj. Jedan od preduvjeta za uspješno zaključenje transakcije je i procjena vrijednosti poduzeća koja će, ako je realno izrađena, osigurati da prodavatelji poduzeća dobiju, a preuzimatelji plate fer vrijednost za njega.

Ciljevi ovog rada su: analizirati ulogu procjene vrijednosti poduzeća u procesima spajanja i preuzimanja, kritički sagledati najbolje prakse koje se koriste prilikom procjene vrijednosti poduzeća, identificirati potencijalne preuzimatelje poduzeća Garden Brewery d.d. te primijeniti teorijske spoznaje o procjeni vrijednosti poduzeća kako bi se odredila fer vrijednost navedenog poduzeća u hipotetskoj transakciji preuzimanja. U radu je pokazano da se zbog nerazvijenosti i nelikvidnosti hrvatskog tržišta kapitala tržišna vrijednost poduzeća ne može smatrati fer cijenom u transakcijama spajanja i preuzimanja, već da je potrebno koristiti metode procjene vrijednosti poduzeća u tu svrhu. Zbog toga je važno poznavanje najboljih praksi, ali i ograničenja metoda procjene vrijednosti poduzeća.

Ključne riječi: spajanja i preuzimanja, procjena vrijednosti poduzeća, model diskontiranih novčanih tokova, tržišne metode procjene vrijednosti, The Garden Brewery

SUMMARY AND KEY WORDS

Mergers and acquisitions are a significant factor in economic growth. They enable financing and the transfer of technology and knowledge between companies, thus encouraging their growth and development. One of the prerequisites for the successful conclusion of a transaction is a business valuation of the company which, if it is realistic, will ensure that the sellers of the company receive and the acquirers pay fair value for it.

The objectives of this paper are: to analyze the role of business valuation in merger and acquisition processes, to critically consider the best practices used in business valuation, to identify potential acquirers of Garden Brewery d.d. and apply theoretical knowledge about business valuation to determine the fair value of that company in a hypothetical acquisition transaction. The paper shows that due to the underdevelopment and illiquidity of the Croatian capital market, the market value of a company cannot be considered a fair price in a merger and acquisition transaction, but it is necessary to use business valuation methods for this purpose. Therefore, it is important to know the best practices, but also the limitations of the company valuation methods.

Key words: mergers and acquisitions, company valuation, discounted cash flow method, market valuation approaches, The Garden Brewery

SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
1.1. Predmet i ciljevi rada.....	1
1.2. Izvori podataka i metode istraživanja.....	2
1.3. Sadržaj i struktura rada.....	2
2. TEORIJSKI OKVIR SPAJANJA I PREUZIMANJA	3
2.1. Pojmovno određenje i motivi spajanja i preuzimanja.....	3
2.2. Tijek procesa spajanja i preuzimanja.....	10
2.3. Uloga procjene vrijednosti u procesu spajanja i preuzimanja	15
3. MODELI PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA.....	19
3.1. Procjena vrijednosti poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova	19
3.2. Procjena vrijednosti poduzeća multiplikatorima usporedivih poduzeća.....	31
3.3. Procjena vrijednosti poduzeća multiplikatorima usporedivih transakcija	35
4. PROCJENA VRIJEDNOSTI IZABRANOG PODUZEĆA.....	37
4.1. Analiza tržišne pozicije i poslovanja izabranog poduzeća	37
4.1.1. Analiza financijskih izvještaja izabranog poduzeća	40
4.1.2. Analiza makroekonomskog okruženja Republike Hrvatske	43
4.1.3. Analiza industrije piva u Hrvatskoj	45
4.2. Pregled potencijalnih kupaca i njihovih motiva za kupnju izabranog poduzeća	47
4.3. Procjena vrijednosti izabranog poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova	48
4.4. Procjena vrijednosti izabranog poduzeća multiplikatorima usporedivih poduzeća i usporedivih transakcija	58
5. ZAKLJUČAK	62
LITERATURA	63
POPIS SLIKA	67
POPIS GRAFIKONA	68
POPIS TABLICA.....	69
ŽIVOTOPIS	70

1. UVOD

1.1. Predmet i ciljevi rada

Predmet istraživanja diplomskog rada je procjena vrijednosti poduzeća u transakcijama spajanja i preuzimanja. Postoji više definicija vrijednosti nekog dioničkog društva, od kojih je jedna tržišna vrijednost koja podrazumijeva ukupnu vrijednost svih dionica tog poduzeća na tržištu. No, ova vrijednost ne mora nužno biti „pravedna“ vrijednost koju bi ulagač morao platiti za to poduzeće zbog različitih tržišnih nesavršenosti, poput nelikvidnosti tržišta ili iracionalnosti drugih ulagača. Ovo pogotovo može biti veliki problem u Hrvatskoj jer je tržište kapitala nerazvijeno i nelikvidno, a ulagači imaju nisku razinu financijske pismenosti te se tržišna vrijednost često ne može shvatiti kao fer cijena koju bi ulagači trebali platiti za dionice, odnosno preuzimatelji poduzeća za cijelo poduzeće. Zato je procjena vrijednosti poduzeća važna prilikom ovih investicijskih odluka jer predstavlja određivanje fer ili unutarnje vrijednosti nekog poduzeća koja se temelji na fundamentalnim pokazateljima te budućim projekcijama poslovanja.

Procjena vrijednosti se ne može smatrati znanošću, već umijećem, s obzirom da se temelji na subjektivnim pretpostavkama te konačni rezultat nije jednak za svakog procjenitelja. Zato je potrebno dobro poznavati teorijsku podlogu te najbolje prakse u procjeni vrijednosti, posebice na hrvatskom tržištu gdje postoje spomenute tržišne nesavršenosti. Rad je nadalje aktualan zbog sve veće atraktivnosti Hrvatske kao investicijske destinacije, s obzirom da je procjena vrijednosti jedan od ključnih koraka u procesu spajanja i preuzimanja.

Ciljevi ovog rada su:

- analizirati ulogu procjene vrijednosti poduzeća u procesima spajanja i preuzimanja,
- kritički sagledati najbolje prakse koje se koriste prilikom procjene vrijednosti poduzeća,
- identificirati potencijalne preuzimatelje poduzeća Garden Brewery d.d. i njihove motive za preuzimanje,
- primijeniti teorijske spoznaje o procjeni vrijednosti poduzeća kako bi se odredila vrijednost poduzeća u transakciji preuzimanja na hipotetskom primjeru preuzimanja poduzeća Garden Brewery d.d.

1.2. Izvori podataka i metode istraživanja

Prilikom pisanja ovog rada kao izvori podataka korišteni su sekundarni izvori podataka. To uključuje relevantnu inozemnu i domaću znanstvenu i stručnu literaturu (knjige i članci) iz područja investicijskog bankarstva, poslovnih financija i procjene vrijednosti te izvještaje statističkih i istraživačkih agencija. Prilikom pisanja rada korištene su metoda klasifikacije, deskripcije, kompilacije, komparacije, analize, sinteze te deduktivna i induktivna metoda. Istraživački dio rada temelji se na analizi podataka iz godišnjih financijskih izvještaja poduzeća, prospekta za uvrštenje na uređeno tržište te iz *online* baza podataka o spajanjima i preuzimanjima Capital IQ i Mergermarket.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad se, uz uvod i zaključak, sastoji od još tri poglavlja. Nakon uvoda, u drugom poglavlju se daje pojmovno određenje spajanja i preuzimanja, prikazuje se tijek procesa transakcije te njihova aktualnost u Hrvatskoj. Uz to, analizira se uloga procjene vrijednosti i njezina važnost u ovome procesu. U trećem poglavlju prikazani su teorijski temelji i proces procjene vrijednosti metodama diskontiranih novčanih tokova, multiplikatora usporedivih poduzeća te usporedivih transakcija, kao i neke najbolje prakse i ograničenja tijekom procjene. U četvrtom poglavlju prikazana je detaljna analiza poslovanja poduzeća Garden Brewery d.d. što uključuje makroanalizu hrvatske ekonomije, analizu industrije piva, analizu financijskih izvještaja poduzeća te procjenu vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova te multiplikatorima usporedivih poduzeća i transakcija. U završnom, petom poglavlju, dan je zaključak o ulozi procjene vrijednosti poduzeća u transakcijama spajanja i preuzimanja te njezinoj važnosti na nelikvidnom hrvatskom tržištu.

2. TEORIJSKI OKVIR SPAJANJA I PREUZIMANJA

2.1. Pojmovno određenje i motivi spajanja i preuzimanja

Poduzeća su pod stalnim pritiskom da ostvare rast poslovanja što se najčešće ogleda u rastu poslovnih prihoda i neto dobiti. Rast omogućuje poduzećima da isplaćuju veće dividende ili udjele u dobiti te da njihovi vlasnici ostvare zadovoljavajući povrat na svoje ulaganje. Maksimizacija vrijednosti glavni je cilj poslovanja poduzeća jer uključuje sve tradicionalne ciljeve poslovanja, a odnosi se na stvaranje dodatnog novca za dioničare i druge dionike u poduzeću¹. Zato je menadžment poduzeća koji ne ostvaruje rast poslovanja u opasnosti da ga vlasnici zamijene sposobnijim timom. Tako je rast poslovanja nužan iz perspektive vlasnika, ali i zbog osobne dobrobiti menadžmenta.

Povijesno, većina povrata kojeg su ostvarili vlasnici je rezultat rasta tržišne vrijednosti njihovih ulaganja, a ne od isplate dobiti². Zbog toga je menadžment pod stalnim pritiskom tržišta kapitala koja od njih često zahtijevaju ostvarenje rasta pod svaku cijenu, makar to značilo probleme u budućnosti zbog velike zaduženosti i slabih ostvarenih rezultata. Mnoga poduzeća zbog toga usvajaju rizične strategije poslovanja koje ne uspijevaju postići zadane ciljeve, a mogu i prouzročiti značajne gubitke za vlasnike.

Poduzeća mogu ostvariti rast na dva načina, internim rastom poslovanja i putem spajanja i preuzimanja drugih poduzeća. Interni rast, ili organski rast, znači korištenje resursa koje poduzeće već posjeduje kako bi ostvarilo rast. Ovo često može biti prespori proces, s obzirom na stalno mijenjajuću prirodu današnjeg tržišta. Poduzeće može preferirati interni rast kako bi izbjeglo više troškove povezane sa spajanjima i preuzimanjima, no ako je na tržištu prisutna jaka konkurencija, poduzeće sporom reakcijom može riskirati gubitak tržišne pozicije i zaostajanje, pogotovo ako konkurencija primjenjuje strategiju agresivnog rasta spajanjima i preuzimanjima³.

¹ Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis, HUFA, str. 59.

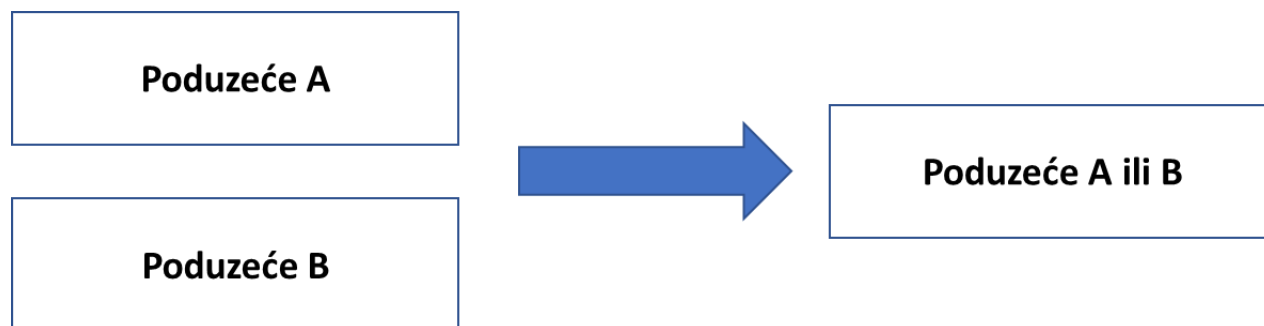
² Gaughan, P. A. (2013) *Maximizing Corporate Value through Mergers and Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 21.

³ Gaughan, P. A. (2005) *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It*. New York: Hoboken, John Wiley & Sons Incorporated, str. 45.

Spajanje i preuzimanje su dva različita pojma te premda postoje razlike između njih, u praksi se one često zamagljuju te se pojmovi koriste u istom značenju. Općenito, kada se poduzeća koja sudjeluju u poslovnoj kombinaciji razlikuju po veličini, primjenjuje se pojam preuzimanja (Slika 1), a kada su približno iste veličine, primjenjuje se pojam spajanja⁴ (Slika 2).

Dodatno, preuzimanje je kombinacija dvaju ili više poduzeća radi ostvarenja zajedničkih ciljeva, pri čemu je jedno poduzeće preuzimatelj, a drugo predmet preuzimanja. Jednom kada su poduzeća povezana, kupljeno poduzeće može prestati postojati tako da poduzeće kupac preuzme aktivu i pasivu kupljenog poduzeća (zakonsko preuzimanje) ili da kupljeno poduzeće postane stopostotna podružnica matičnog poduzeća (područno preuzimanje). Ponekad preuzeto poduzeće zadržava vlastito ime poslujući unutar nove grupe, no gubi svoju stratešku samostalnost te provodi strategiju poduzeća koje ga je preuzelo⁵.

Slika 1: Ilustracija preuzimanja poduzeća



Izvor: Izrada autora po Filipović, I. (2009) *Revizija*. Zagreb, Sinergija, str. 199.

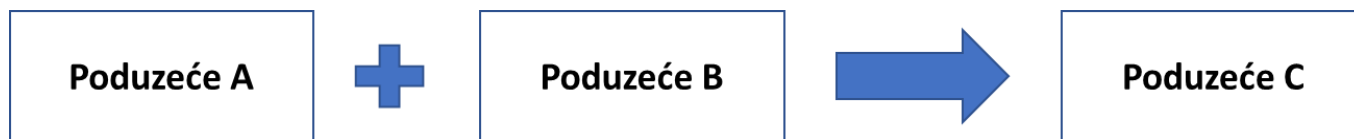
U slučaju spajanja, dva ili više poduzeća se udružuju kako bi osnovali potpuno novo poduzeće, pri čemu sva poduzeća u kombinaciji prestaju postojati, a njihovi dioničari postaju dioničarima novog poduzeća⁶.

⁴ Novak, B. (2000) *Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava*. Ekonomski vjesnik, 1 i 2 (13), str. 48.

⁵ Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006) *Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi*. Ekonomski pregled, 57 (1-2), str. 66.

⁶ Ibid.

Slika 2: Ilustracija spajanja poduzeća



Izvor: Izrada autora po Filipović, I. (2009) *Revizija*. Zagreb, Sinergija, str. 199.

Motivi za ulazak u transakciju spajanja i preuzimanja mogu biti različiti. Neki od najčešćih su⁷:

- podcijenjenost poduzeća na tržištu, odnosno kada ga se može na tržištu kupiti za manje nego što ustvari vrijedi;
- diversifikacija poslovanja s ciljem stabilizacije zarade i smanjenja rizika;
- ostvarenje sinergije koja se definira kao dodatna vrijednost iz spajanja dvaju poduzeća, odnosno kada spojeno poduzeće vrijedi više nego zbroj njihov pojedinačnih vrijednosti;
- problemi u poslovanju poduzeća kada se ono kupuje po sniženoj cijeni i zatim restrukturira;
- osobni motivi menadžmenta poput želje za bonusima i prestižem koji dolazi od uspješno izvršene transakcije.

S obzirom na motive transakcije, preuzimatelji se mogu podijeliti na strateške, financijske i konsolidatore. Strateški preuzimatelji žele proširiti svoj geografski doseg, proširiti bazu kupaca, povećati tržišni udio i ostvariti veću konkurentnost svojih proizvoda. Financijske kupce zanimaju novčani tokovi ciljanog poduzeća te zarade koje mogu ostvariti kada jednom izađu iz investicije, dok konsolidatori žele uspostaviti ili konsolidirati poslovanje u industrijama⁸. S druge strane, motivi prodavatelja također mogu biti različiti. Jedan od glavnih motiva je odlazak vlasnika u mirovinu ili njihova želja za pokretanjem drugog poduzeća. Drugi razlog je potreba za kapitalom za širenje kada javna tržišta nisu dostupna za financiranje te se prodaje manji dio poduzeća kako bi se prikupila financijska sredstva. Još neki motivi su eliminacija osobnih obveza vlasnika za dug

⁷ Damodaran, A. (2020) *Acquisition valuation* [online]. New York: NYU Stern University. Dostupno na: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/AcqValn.pdf> [28. ožujaka 2021.]

⁸ Liaw, T. K. (2012) *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview. Third edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 99.

poduzeća, prodaja dijela poslovanja jer se ne uklapa u strateške planove poduzeća, ali i financijski problemi kada je jedino rješenje prodaja poduzeća⁹.

Spajanja i preuzimanja prema industrijskim granama u kojima poduzeća posluju mogu se podijeliti na tri vrste: vertikalna, horizontalna i konglomerati. Vertikalna integracija povezuje poduzeća iz različitih faza procesa proizvodnje istovrsnog ili sličnog proizvoda. Tipičan primjer ovakve integracije predstavlja integracija proizvođača odjeće s lancem trgovina maloprodaje i proizvođačem tekstila. Horizontalna integracija se odnosi na poslovne kombinacije između konkurenata iz istog djela proizvodnog lanca. Postoji nekoliko razloga zbog koje bi poduzeća mogla ući u horizontalne kombinacije, uključujući stjecanje konkurentskih prednosti i tržišne moći nad svojim konkurentima, kao i postizanje ekonomije razmjera. Konglomerati su oblik poslovnih kombinacija u koje se povezuju poduzeća koja proizvode nepovezane proizvode. Ovakve kombinacije nastaju iz npr. želje za diversifikacijom rizika, traženja dobrih prilika za investiranje ili težnje za povećanjem ekonomske snage na širem tržištu¹⁰.

Po karakteru, preuzimanja se mogu podijeliti i na prijateljska i neprijateljska. Prilikom prijateljskog preuzimanja, menadžment poduzeća koje je meta preuzimanja je suglasan s izvršenjem transakcije. Kako bi stekao kontrolu, preuzimatelj obično mora ponuditi premiju s obzirom na trenutnu cijenu dionice. Viši iznos ponuđene cijene od prevladavajuće cijene prije transakcije se naziva akvizicijska/kontrolna premija¹¹. Neprijateljska preuzimanja se događaju kada početni kontakt s metom nije bio zatražen, meta nije željela ući u poslovne kombinacije, uprava i menadžment su odbili ponudu te je došlo do promjene vlasništva (što obično zahtijeva kupnju više od polovice dionica ciljanog poduzeća)¹².

Glavni razlog zašto se kupci odlučuju za neprijateljsko preuzimanje je odbijanje ponude za preuzimanje od strane uprave i menadžmenta poduzeća mete. Kupci obično nastoje izbjeći neprijateljsko preuzimanje jer su takve vrste transakcija skuplje za njih. Troškovi se povećavaju jer u pokušaju preuzimanja mogu sudjelovati i ostali kupci koji će svojim natjecanjem za ciljanim

⁹ Ibid.

¹⁰ Rupčić, N. (2003) *Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu*. Ekonomska istraživanja, 16 (2), str 95.

¹¹ Orsag, S. i Gulinić, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 96.

¹² DePamphilis, D. (2010) *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*. Fifth Edition. Oxford: Elsevier Inc., str. 21.

poduzećem povećati premiju koja se mora platiti za njega. Neprijateljska preuzimanja također povećavaju naknade koje se plaćaju financijskim savjetnicima te pravne troškove. Konačno, neprijateljska preuzimanja su više rizična za kupca jer postoji veća šansa da transakcija propadne nego da se radi o prijateljskom preuzimanju.

Znanstvena istraživanja pokazuju, barem iz perspektive preuzimatelja, da su spajanja i preuzimanja u najboljem slučaju rentabilne transakcije, a u najgorem slučaju neuspjesi¹³. S jedne strane stalna potraga za novim prilikama za preuzimanje, a s druge niska stopa uspjeha se može pripisati menadžerima koji slijede ciljeve koji nisu maksimizacija bogatstva dioničara te su neuspješni u internalizaciji pouka iz prošlih neuspješnih transakcija. U praksi, motivi za ulazak u transakciju često znaju biti ego menadžera i drugi osobni ciljevi. Menadžeri često koriste poslovne kombinacije kako bi „izgradili svoja vlastita carstva“. Ako bi se spajanja i preuzimanja mogla razvrstati prema istinskim temeljnim motivacijama, ona koja su poduzeta s ciljem povećanja bogatstva dioničara stvarno i postižu taj cilj, ali u prosječnoj statistici pozitivan učinak takvih transakcija je poništen zbog onih koja su poduzeta iz osobnih motiva menadžmenta¹⁴.

Kako bi se povećala šansa uspješnog izvršenja transakcije, važno je voditi se sljedećim pravilima¹⁵:

- a) odabir prikladnog ciljanog poduzeća s obzirom na vrstu djelatnosti koju obavlja;
- b) detaljno istraživanje tržišne pozicije ciljanog poduzeća, pri čemu su pozitivni nalazi da tržište ostvaruje održive stope rasta, da je ciljano poduzeće tržišni vođa u svojem segmentu, da su barijere za ulazak na tržište velike, da ima mali broj izravnih konkurenata i ostalo;
- c) određivanje sukladnosti kultura poduzeća koja sudjeluju u transakciji, kako bi se postigla bolja integracija nakon transakcije;
- d) određivanje prikladne strukture organizacije nakon transakcije;
- e) zaštita ključnih resursa ciljanog poduzeća zbog kojih se i pristupilo transakciji, kako oni ne bi postali nedostupni nakon transakcije;

¹³ Brouthers, K. D., Hastenburg, P. i Ven, J. (1998) *If most mergers fail why are they so popular?* Long Range Planning 31 (3), str. 347.

¹⁴ Andrade, G., Mitchell, M. i Stafford, E. (2001) *New Evidence and Perspectives on Mergers*. Journal of Economic Perspectives, 15 (2), str. 118.

¹⁵ Sirower, M. L. (1997) *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free Press, str. 52.

- f) procjena vrijednosti ciljanog poduzeća, kako bi se osiguralo da će kupac platiti prikladnu cijenu koja će omogućiti ostvarivanje očekivanog povrata na investiciju; te
- g) planiranje integracije, kako bi se izbjegli mogući problemi u poslovanju nakon izvršene transakcije.

U Hrvatskoj transakcije spajanja i preuzimanja dobivaju sve više na važnosti te bude interes različitih sudionika. Na primjer, nakon provedene vlasničke transformacije bivših društvenih poduzeća, javnost je zaokupio proces privatizacije državnih poduzeća tijekom kojeg je preuzimanjima nastalo nekoliko velikih grupa povezanih društava, ali u uvjetima nesavršenog tržišta vrijednosnica te nerazvijene vlasničke strukture. Ove grupe povezanih društava su zato zapale u velike probleme tijekom 1999. kada je Hrvatska ušla u ekonomsku recesiju¹⁶.

Jedno starije istraživanje¹⁷ na uzorku hrvatskih poduzeća pokazuje da njihovi menadžeri poznaju pojmove spajanja i preuzimanja i da su svjesni činjenice da su oni jedan od oblika nastupa na međunarodnim tržištima, no poznavanje tih pojmova svejedno je površno. Posebno je zanimljiv rezultat da 42% ispitanika smatra da politika spajanja i preuzimanja nema nikakvog utjecaja na poslovanje njihovog poduzeća te povezani rezultat da 68% poduzeća nema ustanovljenu politiku spajanja i preuzimanja. Stoga začuđuje nalaz da 68% ispitanika smatra da poslovne kombinacije imaju veliki i važan utjecaj na konkurentnost hrvatskog gospodarstva. U novijem istraživanju¹⁸ je pak navedeno da 31% vlasnika malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj ima preko 55 godina i da se suočavaju s velikim izazovima oko prijenosa vlasništva prije mirovine, s obzirom da 92% njih nisu nikada sudjelovali u procesima spajanja i preuzimanja. U istraživanju su navedene i slabe točke Hrvatske po pitanjima poslovnih kombinacija, a to su nepostojanje političkog fokusa na to pitanje, ograničeni financijski instrumenti za lakše transfere, slaba svijest o kompleksnosti takvih procesa, netransparentno tržište prodaje i kupnje, kompleksna porezna politika prema obiteljskim poduzećima te nedostatak institucionalne potpore. Na temelju ova dva istraživanja se može zaključiti da je hrvatsko tržište spajanja i preuzimanja još uvijek nerazvijeno, da vlasnici (pogotovo malih i srednjih poduzeća) još uvijek ne poznaju sve opcije koje im se nude za širenje njihovog

¹⁶ Novak, B. (2000) op. cit., str. 48.

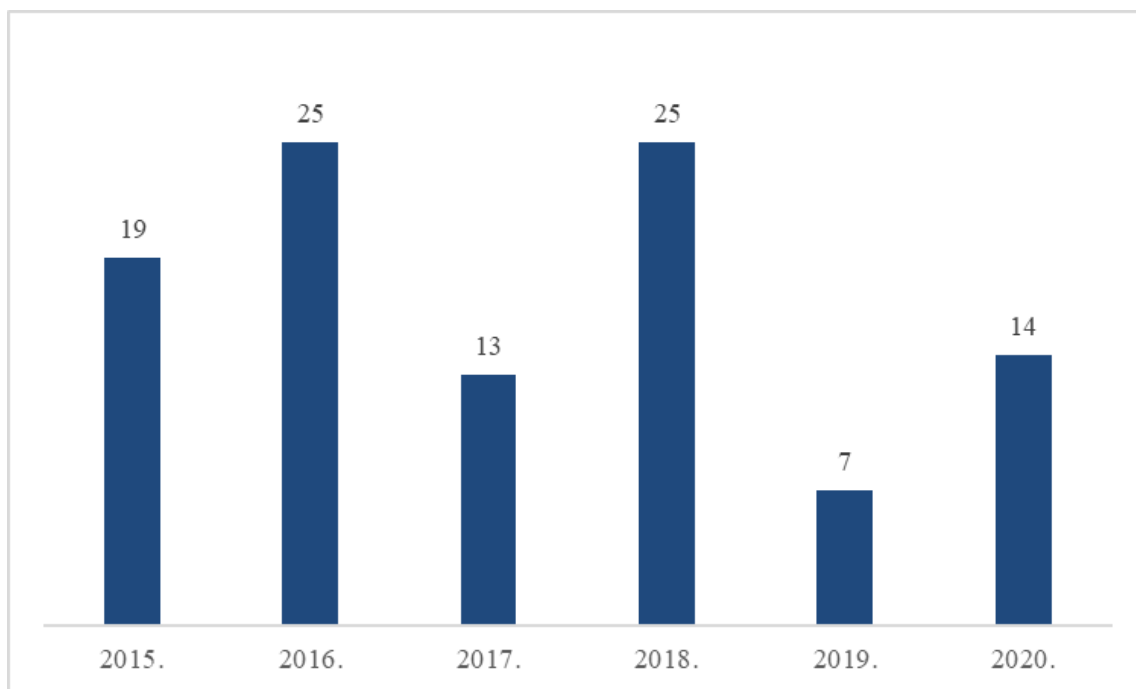
¹⁷ Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006) op. cit., str. 77.

¹⁸ Alpeza, M., Grubišić, N. i Mikrut, M. (2015) *Business transfer barometar Hrvatska*. Zagreb, CEPOR, str. 8.

poduzeća i osobni izlazak iz njega, ali i da postoji puno potencijala za korištenje poslovnih kombinacija kako bi se povećao rast i konkurentnost hrvatskog gospodarstva.

Grafikon 1 prikazuje ukupan broj izvršenih transakcija spajanja i preuzimanja po godini u Hrvatskoj u razdoblju od 2015. do 2020. godine. Ukupan broj transakcija je iznosio 103, od čega je 29 preuzimatelja bilo iz Hrvatske (28,2%), 70 izvan Hrvatske (68,0%) te su njih 4 bili anonimni¹⁹.

Grafikon 1: Broj sklopljenih transakcija spajanja i preuzimanja u Hrvatskoj u razdoblju 2015.-2020.



Izvor: Izračun autora na temelju podataka prikupljenih iz online baze Mergermarket. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/homepage> [28. ožujka 2021.].

¹⁹ Izračun autora na temelju podataka prikupljenih iz *online* baze podataka Mergermarket. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/homepage> [28. ožujka 2021.].

2.2. Tijek procesa spajanja i preuzimanja

Prodaja poduzeća je vrlo značajan događaj za njegove vlasnike, menadžment, zaposlenike i ostale dionike. To je intenzivan i dugotrajan proces s velikim ulozima, koji obično traje nekoliko mjeseci. Kako menadžment često nema specifična iskustva u spajanjima i preuzimanjima niti interni tim za njihovo provođenje, oni unajmljuju usluge investicijske banke ili drugih financijskih savjetnika koji svojom stručnošću i iskustvom u provođenju ovakvih transakcija osiguravaju njezin uspjeh i ispunjenje svih zadanih ciljeva.

Investicijske banke pružaju usluge svojim klijentima, koji uključuju druga poduzeća, vlade i investitore, prilikom provođenja transakcija spajanja, preuzimanja, otuđenja te izdavanja dužničkih i vlasničkih vrijednosnica. Investicijski bankari savjetuju i pomažu klijentima svojim specijaliziranim znanjem o industriji na temelju čega zarađuju naknade, provizije i bonuse. Glavne usluge koje investicijske banke pružaju prilikom poslovnih kombinacija su strukturiranje i provođenje transakcija spajanja, preuzimanja, otuđenja, zajedničkih pothvata, korporativna restrukturiranja i obrane od neprijateljskih preuzimanja. Kako se vrijednost transakcije povećava, naknade za izvršenje transakcije su obično manje od 1%, a često i značajno manje, no s obzirom da se radi od velikim vrijednostima transakcija, ovo predstavlja vrlo značajan izvor prihoda investicijskih banaka²⁰. Ostale usluge koje pružaju investicijske banke uključuju trgovanje vrijednosnicama, sekuritizaciju, financijski inženjering, trgovinsko bankarstvo, upravljanje investicijama i ostale usluge vezane uz vrijednosnice.

Investicijska banka ili financijski savjetnik mogu pružati kupovne ili prodajne usluge poduzeću, ovisno je li ih klijent angažirao da vode proces prodaje njegovog poduzeća ili proces kupnje ciljanog poduzeća. Proces prodaje poduzeća se obično sastoji od nekoliko faza i uključuje različite usluge koje pruža prodajni savjetnik (usluge koje pruža kupovni savjetnik su slične), a što je prikazano na slici 3.

²⁰ Liaw, T. K. (2012) op. cit., str. 3.

Slika 3: Tijek procesa prodaje poduzeća i usluge koje pruža financijski savjetnik



Izvor: Deloitte (2014) *Sell-side strategies for private companies* [online]. Dostupno na:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/mergers-acquisitions/ca-en-sellside-strategies-pov-for-web.pdf> [28. ožujka 2021.].

Na početku procesa spajanja i preuzimanja prodajni savjetnik mora surađivati s vlasnicima i menadžmentom kako bi identificirao ciljeve, odredio odgovarajuće prodajne procese koje će provoditi i razvio plan provođenja procesa. Savjetnik prvo mora detaljno i jasno razumjeti prioritete prodavatelja kako bi prilagodio prodajni proces njegovim potrebama. U prvoj fazi savjetnik provodi i detaljnu procjenu vrijednosti poduzeća, odnosno procjenu za koliko bi se to poduzeće moglo prodati kako bi se uspostavila očekivanja prodavatelja, odabrali potencijalni kupci s obzirom na očekivanu veličinu transakcije, odredio raspon prihvatljive cijene, ocijenile buduće ponude kupaca i konačno kako bi se pregovori vodili prema zaključnoj cijeni²¹.

Važan dio prve faze, ali i ostalih faza, je provođenje procesa dubinskog snimanja, koji se može definirati kao proces istrage koju provodi potencijalni kupac ciljanog poduzeća kako bi potvrdio

²¹ Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2013) *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisition. Second edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 383.

da stvarno kupuje ono što misli da kupuje²². Dubinsko snimanje se smatra načinom reduciranja rizika prilikom preuzimanja drugog poduzeća. Ono omogućuje preuzimatelju da uoči probleme koji bi mogli utjecati na ponudenu cijenu za preuzimanje i da tako smanji rizik od plaćanja previše za ono što će dobiti te da smanji pravni rizik ukoliko postoje pravne nedoumice oko transakcije. Zato adekvatan proces dubinskog snimanja uključuje verifikaciju imovine i obveza, identifikaciju i kvantifikaciju rizika, zaštitu od uočenih rizika, identifikaciju potencijalnih sinergija i planiranje postupaka nakon zaključenja transakcije. Usprkos uobičajenom shvaćanju, proces dubinskog snimanja ne treba biti usredotočen samo na povijesno poslovanje poduzeća, već mora identificirati i buduće perspektive rasta i razvoja poduzeća, s obzirom da preuzimatelj ne kupuje poduzeće zbog njegove povijesne izvedbe, već zbog njegove buduće izvedbe²³.

Postoje različite vrste dubinskog snimanja, poput financijskog, poreznog, pravnog, komercijalnog, tehnološkog i ostalih. Financijsko dubinsko snimanje je često viđeno kao ključni dio procesa dubinskog snimanja i temelji se na analizi financijskih izvještaja ciljanog poduzeća i izvještajima menadžmenta, kao i poslovnim planovima. Ova vrsta dubinskog snimanja nije ista kao revizija izvještaja, jer se prilikom dubinskog snimanja ne pruža uvjerenje o ispravnosti prikazanih brojeva, već je cilj prikazati ih kakvi jesu i objasniti zašto su takvi kakvi jesu. Time se želi verificirati brojeve na kojima se temelji ponuda, identificirati moguće uzroke prekida pregovora (poput pogrešnog vođenja vrijednosti imovine i obveza u financijskim izvještajima te potencijalnih skrivenih obveza), povećati polugu u pregovorima kako bi se ispregovarala bolja cijena te pružiti uvjerenje u fundamentalnu izvedbu poduzeća, a tako i u buduću izvedbu. U tu svrhu se analizira materijalna imovina, potraživanja od kupaca, zalihe, radni kapital, izvanbilančne stavke i rezerve za mirovine²⁴.

U drugoj fazi procesa transakcije počinju aktivnosti promidžbe poduzeća. Savjetnici na prodajnoj strani sastavljaju listu potencijalnih kupaca, koji mogu biti strateški ili financijski kupci. Strateški kupci su obično poduzeća koja posluju u istoj ili povezanoj industriji te žele kupiti ciljano poduzeće radi ostvarenja sinergija ili diversifikacije poslovanja, dok su financijski kupci često

²² Howson, P. (2003) *Due diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. London: Gower Publishing Limited, str. 4.

²³ Ibid., str. 6.

²⁴ Gleich, R. (2017) *Value in due diligence: contemporary strategies for merger and acquisition success*. London: Gower Publishing Limited, str. 23.

fondovi privatnog kapitala koji ulaze u vlasničku strukturu poduzeća, utječu na njegovo poslovanje te ga kroz tri do deset godina ponovno prodaju uz ostvarenje zarade. Jedan od razloga za odabir pojedinog savjetnika za prodaju poduzeća je upravo znanje o industriji i već postojeće veze i kontakti koje on posjeduje s potencijalnim kupcima²⁵.

Nakon što se utvrdi zainteresiranost pojedinih potencijalnih kupaca te oni potpišu izjavu o povjerljivosti, mogu im se distribuirati marketinški materijali. Informacijski memorandum je glavni marketinški materijal koji predstavlja detaljan opis poduzeća koje se prodaje. Financijski savjetnici u suradnji s menadžmentom poduzeća ulažu značajno vrijeme i resurse u izradu memoranduma prije nego se distribuira potencijalnim kupcima. Memorandum sadrži detaljni segment o financijama poduzeća gdje se prezentira povijesna financijska izvedba poduzeća te projekcije za budućnost s odgovarajućom narativom o poslovanju koja objašnjava prošle i buduće rezultate. Narativa je važna jer predstavlja razloge zašto će poduzeće u budućnosti rasti i razvijati se, odnosno glavne motive za kupnju poduzeća. Ovaj segment je i osnova za izradu procjene vrijednosti poduzeća²⁶.

Nakon distribucije marketinških materijala, zaprimanja interesa i neobvezujućih ponuda potencijalnih kupaca, uspostavljanja podatkovne sobe gdje potencijalni kupci imaju pristup internim informacijama poduzeća na temelju kojih provode svoje vlastito dubinsko snimanje te održavanja prezentacija menadžmenta potencijalnim kupcima, kupci koji su preostali financijskom savjetniku šalju svoje konačne ponude. Te ponude su obvezujuće i bez mogućnosti za postavljanjem dodatnih uvjeta, poput dodatnog dubinskog snimanja. Savjetnici zatim s vlasnikom i menadžmentom poduzeća koje se prodaje provode detaljnu analizu ponuđene cijene, strukture i uvjeta konačne ponude.

Jedan čimbenik koji se uzima u obzir je potencijal za ostvarivanje sinergija nakon zaključenja transakcije. Sinergija se može definirati kao neto sadašnja vrijednost inkrementalnih novčanih tokova ostvarenih spajanjem dvaju ili više poduzeća, odnosno povećanje vrijednosti kombiniranog poduzeća koje je veće od običnog zbroja vrijednosti pojedinačnih poduzeća prije transakcije²⁷. Sinergije se mogu ostvariti na strani ciljanog poduzeća, na strani kupca ili na obje strane. Dvije

²⁵ Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2013) op. cit., str. 389.

²⁶ Ibid., str. 393.

²⁷ Feix, T. (2020) *End-to-End M&A Process Design*. Wiesbaden: Springer Gabler, str. 60.

osnovne vrste sinergija su operativne i financijske sinergije. Operativne sinergije se postižu ili povećanjem prihoda širenjem na nova tržišta, uvođenjem novih proizvoda i usluga te novih kanala distribucije, ili smanjenjem troškova postizanjem ekonomija opsega i razmjera te povećanjem efikasnosti, ili oboje. Financijske sinergije se ostvaruju smanjenjem poreznog opterećenja ili smanjenjem troška kapitala. Potonje se temelji na pretpostavci nesavršenih tržišta gdje poduzeće prije transakcije ne može pristupiti tržištu kapitala i tako osigurati financiranje po povoljnim uvjetima, što se mijenja nakon transakcije povećanjem veličine poduzeća²⁸.

Nakon razmatranja ponuda odabire se ona najpovoljnija te se odabire pobjednik nadmetanja s kojim se onda potpisuje ugovor o kupnji. Nakon toga transakciju trebaju odobriti uprava kupljenog poduzeća, koja može tražiti mišljenje o poštenosti, regulator kako bi spriječio spajanje koje bi potencijalno moglo negativno utjecati na tržišno natjecanje te dioničari poduzeća koji o tome odlučuju na formalnoj skupštini dioničara. Konačno, nakon prikupljanja odobrenja i osiguranja financiranja od strane kupca, transakcija je zaključena²⁹.

Tablica 1: Sklopljene transakcije spajanja i preuzimanja u 2020. godini po angažiranom prodajnom savjetniku

Središnja i jugoistočna Europa			Europa			Svijet		
#	Naziv kompanije	Broj transakcija	#	Naziv kompanije	Broj transakcija	#	Naziv kompanije	Broj transakcija
1	Deloitte	39	1	Deloitte	335	1	Deloitte	487
2	PwC	32	2	PwC	326	2	PwC	480
3	EY	30	3	KPMG	303	3	KPMG	394
4	KPMG	20	4	EY	253	4	Goldman Sachs & Co	373
5	UniCredit Group	16	5	Rothschild & Co	226	5	EY	350
6	VTB Capital AO	11	6	Goldman Sachs & Co	149	6	JPMorgan	289
7	Rothschild & Co	10	7	JPMorgan	131	7	Morgan Stanley	276
8	Citi	9	8	Lazard	115	8	Rothschild & Co	272
9	Sberbank	9	9	Morgan Stanley	99	9	Bank of America	243
10	JPMorgan	8	10	BDO	98	10	Houlihan Lokey	225

Izvor: Mergermarket (2021) *Global & Regional M&A Report 2020* [online]. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/info/2020-global-ma-report-financial-league-tables> [28. ožujka 2021.].

U tablici 1 su prikazane sklopljene transakcije spajanja i preuzimanju u 2020. godini po angažiranom prodajnom savjetniku. Na prvih 5 mjesta po broju sklopljenih transakcija na svim geografskim razinama prevladavaju revizorsko-savjetodavna poduzeća Deloitte, PwC, EY i KPMG, često zvana velika četvorka. S druge strane, ako se gleda poredak po vrijednosti

²⁸ Ibid., str. 61.

²⁹ Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2013) op. cit., str. 416.

sklopljenih transakcija, onda tu prevladavaju velike investicijske banke poput Goldman Sachsa, Morgan Stanleya, JPMorgana, Bank of America, Citi-a i ostalih³⁰.

2.3. Uloga procjene vrijednosti u procesu spajanja i preuzimanja

Procjena vrijednosti poduzeća u transakcijama spajanja i preuzimanja podrazumijeva određivanje cijene po kojoj bi poduzeće moglo biti kupljeno, odnosno prodano. I prodajna i kupovna strana u transakciji rade vlastitu procjenu vrijednosti te se konačni rezultat može razlikovati zbog različitih ciljeva i očekivanja kupaca i prodavatelja. Uloga savjetnika na obje strane je da pregovorima odrede cijenu koja odgovara svim stranama te da se transakcija po njoj i realizira. Samojoj procjeni vrijednosti poduzeća, njegovim instrumentima financiranja ili vrijednosti neke imovine se može pristupiti na nekoliko načina. Mikroekonomska teorija razlikuje više koncepata vrijednosti³¹:

- a) knjigovodstvena,
- b) likvidacijska,
- c) ekonomska te
- d) tržišna vrijednost.

Knjigovodstvena vrijednost zasniva se na povijesnim vrijednostima iz bilance i primjeni računovodstvene konvencije. Temelj je bilanca gdje su stavke iskazane po njihovim nabavnim vrijednostima te se sama vrijednost poduzeća utvrđuje kao razlika između knjigovodstvene vrijednosti imovine i knjigovodstvene vrijednosti obveza, odnosno jednaka je knjigovodstvenoj vrijednosti glavnice. Likvidacijska vrijednost je vrijednost koju će ostvariti dioničari i vjerovnici poduzeća iz likvidacijske mase prilikom prodaje poduzeća, dijelova poduzeća, odnosno prodajom njegove imovine. Ekonomska vrijednost temelji se na sposobnosti poduzeća da u budućnosti stvara slobodne novčane tokove nakon poreza raspoložive dioničarima i vjerovnicima poduzeća. U ovom konceptu je izražena međuovisnost rizika i nagrade jer se budući slobodni novčani tokovi svode na sadašnju vrijednost oportunitetnim troškom ulaganja³².

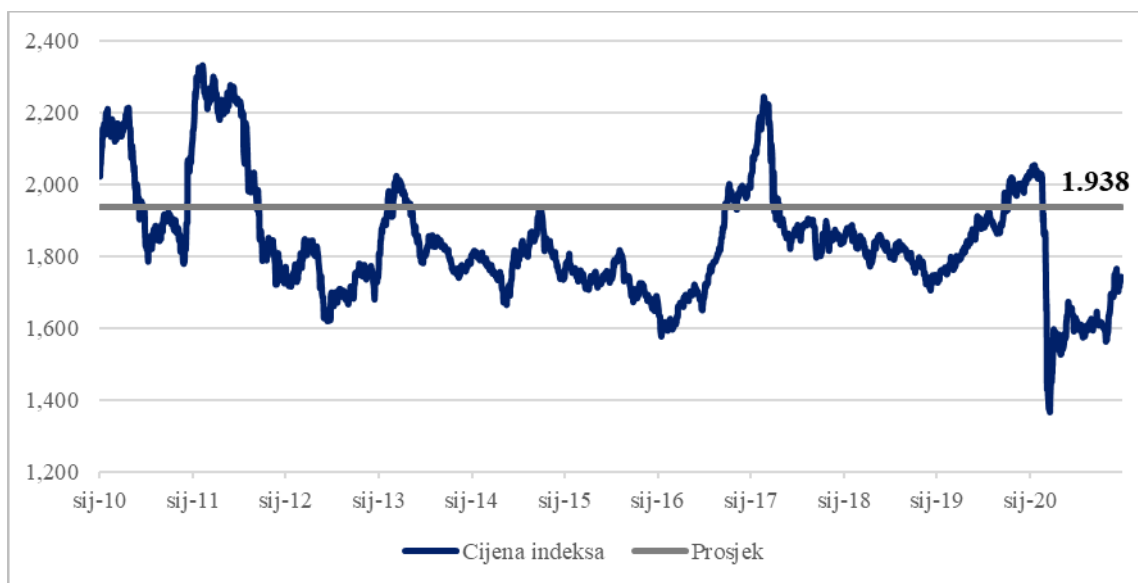
³⁰ Mergermarket (2021) *Global & Regional M&A Report 2020* [online]. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/info/2020-global-ma-report-financial-league-tables> [28. ožujka 2021.].

³¹ Orsag, S. (2015) op. cit., str. 310.

³² Ibid.

Tržišna vrijednost se često naziva i fer ili pravedna tržišna vrijednost te predstavlja vrijednost poduzeća u trenutku njegove kupoprodaje, pri čemu se transakcija zaključuje između voljnog kupca i voljnog prodavatelja po prevladavajućim tržišnim uvjetima, pri čemu je svaka strana pristupila upućeno i bez prisile³³. Problem kod ove definicije vrijednosti je to što pretpostavlja da se dionicama poduzeća trguju na organiziranom, aktivnom i transparentnom tržištu te da cijena dionica odražava stvarnu vrijednost poduzeća, što u stvarnosti ne mora biti istina.

Grafikon 2: Kretanje dioničkog indeksa CROBEX u periodu od početka 2010. do kraja 2020.



Izvor: Izrada autora na temelju podataka s web stranice Zagrebačke burze [online]. Dostupno na: https://zse.hr/hr/indeks/365?isin=HRZB00ICBEX6&tab=stock_info [28. ožujka 2021.].

Dobar primjer za neaktivno i nelikvidno dioničko tržište je hrvatsko tržište. Na grafikonu 2 može se vidjeti kretanje hrvatskog dioničkog indeks CROBEX koji prati najveće i najlikvidnije dionice na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od početka 2010. do kraja 2020. Uočljivo je da je indeks u razdoblju od 10 godina praktički stagnirao s prosječnom razinom od oko 1.938 te je u stvari pao za 15,6% zaključno s krajem 2020. Razlog za ovoliki pad je djelomično i pandemija Covid-19, no i prije nje je također bilježio pad. Tih deset godina obuhvaća razdoblje kada je Hrvatska izašla iz recesije te razdoblje troznamenastog rasta velikih svjetskih indeksa što očigledno nije imalo utjecaj na hrvatsko tržište kapitala. Prosječni dnevni promet u promatranom razdoblju je iznosio

³³ Pratt, S. P., Reilly, R. F. i Schweih, R. P. (2007) *Valuing a Business, 5th Edition: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. New York: McGraw-Hill, str. 42.

blizu 9 milijuna HRK, što je vrlo nisko s obzirom na tržišnu kapitalizaciju poduzeća u indeksu (u ožujku 2021. ukupna kapitalizacija indeksa je bila oko 10 milijardi HRK)³⁴. Ovo sve ukazuje na nerazvijenost i nelikvidnost hrvatskog tržišta dionica te se nameće zaključak da tržišna vrijednost poduzeća u takvim uvjetima ne predstavlja fer vrijednost.

Kako bi se odredila fer vrijednost poduzeća u uvjetima nerazvijenog i nelikvidnog tržišta, potrebno je primijeniti koncept intrizične vrijednosti. Intrizična ili fundamentalna vrijednost je vrijednost za koju procjenitelj smatra da je „prava“ ili „stvarna“ vrijednost poduzeća i njegovih dionica nakon što je razmotrio sve dostupne mu činjenice o poduzeću³⁵. To je i vrijednost za koju on očekuje da će se postići na tržištu kada i drugi procjenitelji dođu do istog rezultata. Procjenitelj do intrizične vrijednosti dolazi fundamentalnom analizom koja uključuje rigoroznu evaluaciju svih relevantnih karakteristika poduzeća i njegovih dionica te dobivenu procijenjenu fer vrijednost uspoređuje s tržišnom vrijednošću kako bi došao do investicijske odluke³⁶. U stvarnosti, ako je tržište nelikvidno, može proći puno vremena prije nego se tržišna cijena približi procijenjenoj fer vrijednosti ili tržišna cijena možda uopće nije niti dostupna, pri čemu je procijenjena intrizična vrijednost jedina informacija o vrijednosti poduzeća.

U prethodnim poglavljima ovog rada već su se navele neke uloge procjene vrijednosti poduzeća u transakcijama spajanja i preuzimanja, a koje uključuju uspostavljanje očekivanja prodavatelja o konačnoj prodajnoj cijeni, odabir potencijalnih kupaca s obzirom na očekivanu veličinu transakcije, određivanje prihvatljivog raspona cijene te osiguranje da preuzimatelj ne plati previše za ciljano poduzeće, odnosno prodavatelj ne proda za premali iznos. Tome se može dodati i određivanje fer cijene poduzeća koju bi prodavatelj trebao dobiti, a preuzimatelj platiti za poduzeće u uvjetima neaktivnog i nelikvidnog tržišta, kada tržišna cijena dionica ne predstavlja fer vrijednost ili tržišna cijena uopće nije dostupna. Postoje brojne metode procjene vrijednosti te njihova primjena u praksi ovisi o brojnim čimbenicima, poput vrste industrije u kojoj poduzeće posluje i fazi razvoja u kojoj se nalazi, no metode se općenito mogu podijeliti na tri skupine³⁷:

³⁴ Izračun autora na temelju podataka sa web stranice Zagrebačke burze [online]. Dostupno na: https://zse.hr/hr/indeks/365?isin=HRZB00ICBEX6&tab=stock_info [28. ožujka 2021.].

³⁵ Pratt, S. P., Reilly, R. F. i Schweihs, R. P. (2007) op. cit, str. 44.

³⁶ Ibid.

³⁷ Demirakos, E. G., Strong, N. C. i Walker, M. (2004) *What Valuation Models Do Analysts Use?*. Accounting Horizons, 18 (4), str. 223.

- a) prihodovna metoda,
- b) tržišna metoda te
- c) troškovna metoda.

O prihodovnoj i tržišnoj metodi će detaljno biti riječ u sljedećem poglavlju ovog rada, tako da će se ovdje ukratko obraditi samo troškovna metoda. Troškovna metoda procjene vrijednosti poduzeća u transakcijama spajanja i preuzimanja se koristi u slučajevima kada je glavni cilj kupca preuzimanje određene materijalne ili nematerijalne imovine ciljanog poduzeća ili u slučajevima kada poduzeće posluje u industriji s visokim kapitalnim zahtjevima te je njezin potencijal stvaranja novčanih tokova u budućnosti ograničen³⁸. Najčešća metoda koja se koristi je prilagođena knjigovodstvena vrijednost poduzeća koja se temelji na konceptu neto knjigovodstvene vrijednosti. Na vrijednost imovine i obveza iz bilance se dodaju prilagodbe s obzirom na trenutno stanje na tržištu kako bi se procijenile njihove tržišne vrijednosti. Razlika prilagođene knjigovodstvene vrijednosti imovine i prilagođene knjigovodstvene vrijednosti obveza predstavlja neto vrijednost imovine te procjenu fer vrijednosti poduzeća. Ova metoda se koristi i prilikom likvidacije poduzeća kada se za poduzeće ne očekuje nikakva sposobnost stvaranja novčanih tokova u budućnosti te jedina vrijednost proizlazi iz imovine koju posjeduje³⁹.

³⁸ Mellen, C. M. i Evans, F. C. (2010) *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies. Second edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 189.

³⁹ Ibid., str. 192.

3. MODELI PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

3.1. Procjena vrijednosti poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova

Model diskontiranih novčanih tokova ubraja se u prihodovne metode procjene vrijednosti poduzeća. One se tako nazivaju jer se temelje na sposobnosti poduzeća da stvara novčane tokove u budućnosti koje će ono moći isplaćivati svojim vlasnicima i vjerovnicima. Temeljni koncept ove metode je vremenska vrijednost novca po kojoj svaka jedinica novca u sadašnjosti vrijedi više nego jedinica novca u budućnosti⁴⁰. Što su novčani tokovi udaljeniji u budućnosti, odnosno što je potrebno više vremena da ih se primi, to su oni manje vrijedni u sadašnjosti. Racionalnim ekonomskim subjektima nije svejedno hoće li primiti 100 kuna u sadašnjosti ili za godinu dana, jer bi u tih godinu dana imali priliku uložiti 100 kuna i ostvariti povrat na ulaganje. Trošak propuštene zarade u ovom slučaju se naziva oportunitetni trošak te se njime budući novčani tokovi svode na njihovu sadašnju vrijednost postupkom diskontiranja novčanih tokova⁴¹.

Model diskontiranih novčanih tokova se temelji na projekciji financijskih izvještaja poduzeća u budućnosti te izračunu slobodnih novčanih tokova koje će to poduzeće ostvarivati. Novčani tokovi se diskontiraju na sadašnju vrijednost oportunitetnim troškom kapitala te zbroj njihove sadašnje vrijednosti predstavlja vrijednost poduzeća⁴². Za poduzeće je važno da ostvaruje pozitivne novčane tokove jer na taj način stvara vrijednost za svoje vlasnike zadovoljavajući njihov traženi povrat od ulaganja, dok ono poduzeće koje ostvaruje negativne novčane tokove smanjuje vrijednost za svoje vlasnike te ne može nastaviti poslovati u dugom roku.

Proces procjene vrijednosti modelom diskontiranih novčanih tokova može se podijeliti u sljedeće faze:

- a) odabir modela diskontiranih novčanih tokova,
- b) razvoj projekcija financijskih izvještaja i izračun slobodnih novčanih tokova,
- c) izračun diskontne stope za razdoblje projekcije,

⁴⁰ CFA Institute (2020a) *Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods, Level I*. Charlottesville: CFA Institute, str. 331.

⁴¹ Ibid.

⁴² Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2015) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 6th ed. New Jersey: McKinsey & Company, str. 137.

- d) izračun rezidualne vrijednosti i diskontiranje novčanih tokova,
- e) izračun vrijednosti glavnice poduzeća i
- f) analiza osjetljivosti.

Postoje dva osnovna modela diskontiranih novčanih tokova – jednoperiodni i višeperiodni model. Jednoperiodni model se koristi kod poduzeća koja su već u zreloj fazi rasta te se od njih očekuje konstantan rast novčanih tokova beskonačno u budućnost. Ova pretpostavka o rastu se temelji na pretpostavki neograničenog poslovanja poduzeća, odnosno da ne postoje nikakvi poznati čimbenici koji bi mogli utjecati na prestanak poslovanja poduzeća te da će ono stvarati novčane tokove beskonačno u budućnost⁴³. Ova pretpostavka je izrazito važna kod modela diskontiranih novčanih tokova jer je za procjenitelja nemoguće prognozirati novčane tokove beskonačno u budućnost. Procjenitelj zato može primijeniti model za izračun svih novčanih tokova u budućnosti koje će poduzeće stvarati nakon razdoblja detaljne projekcije. Navedeni model se zove Gordonov model konstantnog rasta te on ujedno služi i za izračun vrijednosti poduzeća jednoperiodnim modelom diskontiranih novčanih tokova. Model je izražen formulom⁴⁴:

$$\text{Vrijednost poduzeća} = \frac{NT_1}{k - g} = \frac{NT_0 * (1 + g)}{k - g} \quad (1)$$

gdje je

NT_1 = očekivani slobodni novčani tok za godinu dana, NT_0 = zadnji ostvareni slobodni novčani tok, k = diskontna stopa (trošak kapitala), g = konstantna stopa rasta novčanih tokova u beskonačnost.

Višeperiodni model diskontiranih novčanih tokova temelji se na više različitih razdoblja kretanja novčanih tokova poduzeća. Najčešće se koriste dvoperiodni i troperiodni model. Dvoperiodni model se koristi za poduzeća koja još nisu u zreloj fazi poslovanja te se još uvijek nalaze u fazi rasta i ekspanzije, koja se naziva faza supernormalnog rasta⁴⁵. Poduzeće na primjer može poslovati u novoj industriji s visokim stopama rasta što onda omogućuje i poduzeću kao ranom igraču ostvarivanje visokih stopa. No, kako nova poduzeća ulaze na tržište, pojačava se konkurencija te

⁴³ Orsag, S. (2015) op. cit., str. 319.

⁴⁴ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, str. 110.

⁴⁵ Ibid., str. 112.

se tržište zasićuje, stope rasta padaju te poduzeće prelazi iz faze supernormalnog u fazu konstantnog rasta. Troperiodni model se koristi kada poduzeće između faze supernormalnog i konstantnog rasta prolazi kroz prijelaznu fazu, kada su stope rasta niže nego u supernormalnoj fazi, ali više nego u fazi konstantnog rasta⁴⁶. Kod dvoperiodnog modela novčani tokovi iz faze supernormalnog rasta se detaljno prognoziraju za svaku godinu, dok se svi novčani tokovi nakon razdoblja detaljne projekcije procjenjuju Gordonovim modelom. Vrijednost novčanih tokova u beskonačnost dobivena Gordonovim modelom se također naziva rezidualna vrijednost novčanih tokova, a stopa po kojoj novčani tokovi rastu u beskonačnost terminalna stopa rasta. Dvoperiodni model se može izraziti formulom⁴⁷:

$$Vrijednost\ poduzeća = \frac{NT_1}{(1+k)} + \frac{NT_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{NT_k}{(1+k)^k} + \frac{1}{(1+k)^k} * \frac{NT_k * (1+g)}{(k-g)} \quad (2)$$

gdje je

NT_k = slobodni novčani tok u k-tom razdoblju, k = trošak kapitala, g = terminalna stopa rasta.

Nakon odabira prikladnog modela diskontiranih novčanih tokova potrebno je razviti projekcije financijskih izvještaja i izračunati slobodne novčane tokove. Projekcija financijskih izvještaja uključuje projekciju stavki računa dobiti i gubitka, bilance i izvještaja o novčanome toku. Detaljna projekcija financijskih izvještaja i novčanog toka je potrebna za fazu supernormalnog rasta kada se poslovni rezultati poduzeća mogu značajno razlikovati iz godine u godinu u razdoblju projekcije.

Prije projekcija stavki financijskih izvještaja, potrebno je detaljno proučiti poduzeće i industriju u kojoj ono posluje, ali i makroekonomsko okružje. Ovaj pristup analizi poduzeća se naziva pristup odozgora-nadolje jer uključuje detaljnu analizu svih karakteristika poduzeća i čimbenika koji utječu na njega, počinjući od makroekonomskih varijabli, trendova u industriji, analize financijskih izvještaja poduzeća sve do procjene vrijednosti⁴⁸.

Poslovanje poduzeća je bitno određeno državama u kojima ono posluje i makroekonomskim trendovima u tim državama. Ekonomski uvjeti utječu na poslovanje cijelih industrija te se one

⁴⁶ Ibid., str. 113.

⁴⁷ CFA Institute (2020b) *Equity, Level II*. Charlottesville: CFA Institute, str. 208.

⁴⁸ Reilly, F. K. i Brown, K. C. (2012) *Analysis of Investments & Management of Portfolios*. 10th ed. London: South-Western, Cengage Learning, str. 349.

moгу podijeliti na prociklične i anticiklične industrije. Prociklične industrije se kreću zajedno s kretanjem ukupne ekonomije – ako ekonomija bilježi pad, bilježi ga i industrija i obratno⁴⁹. Primjer takve industrije je automobilska industrija jer u uvjetima ekonomske recesije pada raspoloživi dohodak potrošača, a samim time oni odgađaju i potrošnju na proizvode koji im nisu nužni u tome trenutku. Anticiklične industrije se pak kreću suprotno od općih makroekonomskih trendova te se zato često zovu obrambene industrije. Primjer je prehrambena industrija jer čak i u vremenima pada dohotka hrana ostaje nužno dobro. Zbog navedenog je važno analizirati makroekonomske varijable kako bi se odredio utjecaj općih gospodarskih uvjeta na buduće poslovanje procjenjivanog poduzeća. Neke od makroekonomskih varijabli koje se prate prilikom toga su BDP, zaduženost države, glavna kamatna stopa središnje banke i količina novčane mase, trgovinska bilanca države, ali i neki opći ekonomsko-demografski pokazatelji poput rasta stanovništva.

Analiza industrije je važna prilikom procjene vrijednosti jer uključuje određivanje veličine industrije, odnosno vrijednosti tržišta kojeg poduzeća iz industrije opslužuju, te određivanje projekcija rasta tržišta. Ako poduzeće posluje u zreloj industriji pri čemu se tržište povećava 3% godišnje te se očekuje da će se takav trend nastaviti u budućnosti, potrebno je detaljno potkrijepiti prognoze rasta procjenjivanog poduzeća koje se značajno razlikuju od trenda industrije. Kako bi se odredio budući rast industrije, potrebno je proučiti njezinu strukturu. Najčešće primjenjivani teoretski okvir za određivanje strukture industrije je model Porterovih pet sila. On uključuje analizu jačine konkurencije u industriji (pri čemu tržište može biti definirano kao savršena konkurencija, monopolistička konkurencija, oligopol ili monopol), mogućnosti ulaska novih igrača na tržište, postojanja supstituta te pregovaračke moći kupaca i dobavljača⁵⁰. Što u industriji postoji manja konkurencija, veće barijere za ulazak novih poduzeća te veća pregovaračka moć igrača, to se za poduzeće u toj industriji može prognozirati veći rast i profitabilnost prilikom procjene vrijednosti.

Temelj za projekcije stavki financijskih izvještaja ipak su povijesni financijski izvještaji poduzeća koje je potrebno detaljno analizirati. Analiza financijskih izvještaja se koristi za uočavanje ključnih povijesnih trendova i odnosa u povijesnim rezultatima poduzeća. Neke od metoda koje se pri tome koriste su vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja te financijski omjeri. Kod

⁴⁹ Ibid., str. 350.

⁵⁰ Grant, R. M. (2016) *Contemporary Strategy Analysis*. 9th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 68.

vertikalne analize sve stavke financijskih izvještaja se prikazuju kao postotak neke ukupne vrijednosti, na primjer stavke bilance kao postotak od ukupne aktive. Time se analizira struktura imovine i obveza te uočavaju najznačajnije stavke. Prilikom horizontalne analize prate se promjene stavki iz godine u godinu, na primjer promjena prihoda poduzeća. Ovime se žele uočiti trendovi u poslovanju poduzeća kao na primjer povećanje ili smanjenje rasta poduzeća ili povećanje ili smanjene zaduženosti⁵¹. Financijski omjeri su standardizirani omjeri pojedinih stavki iz financijskih izvještaja. Oni daju novu dimenziju analizi jer u odnos stavljaju različite stavke, često i iz različitih izvještaja, što omogućuje analitičaru integriraniji i potpuniji pregled povijesnih podataka, a zbog njihove standardiziranosti i usporedbu s ostalim sličnim poduzećima. Financijski pokazatelji se dijele na pokazatelje poluge, likvidnosti, aktivnosti, profitabilnosti i investiranja⁵².

Nakon provedenih navedenih analiza procjenitelj ima temelje za početak izrade projekcija financijskih izvještaja za broj godina u budućnosti koliko će biti potrebno poduzeću da pređe u zrelu fazu rasta⁵³. Faza projekcije izvještaja se može podijeliti na korake projekcije prihoda, projekcije ostalih stavki izvještaja te izračun slobodnih novčanih tokova. Projekcija prihoda je posebno izdvojena jer je ona temelj za izradu većine ostalih projekcija. Postoji nekoliko načina izrade projekcije prihoda. Najjednostavniji je pomoću horizontalne analize računa dobiti i gubitka poduzeća, pri čemu se izračunavaju povijesne stope rasta prihoda te uočava njihov trend. Određujući prosjek povijesnih stopa rasta, uz uvjet da se očekuje nastavak makroekonomskih, industrijskih i za poduzeće specifičnih čimbenika koji su prevladavali u prošlosti, za projekcije budućeg rasta se može očekivati da će biti jednake prosjeku povijesnih stopa⁵⁴. Suprotno od ovog načina koji se temelji na pretpostavkama o budućnosti, može se koristiti i fundamentalna stopa rasta koja se temelji na fundamentalnim povijesnim pokazateljima poduzeća. Dobiva se množenjem povijesne stope reinvestiranja zarada u poduzeće te stope povrata na kapital⁵⁵. Osim ovih metoda, za stopu rasta u budućnosti se mogu uzeti i procjene različitih neovisnih analitičara

⁵¹ Henry, E. et al. (2019a) *Understanding Income Statements*. U: CFA Program Curriculum, Financial Reporting and Analysis. Charlottesville: CFA Institute, str. 96.

⁵² Henry, E. et al. (2019b) *Understanding Balance Sheets*. U: CFA Program Curriculum, Financial Reporting and Analysis. Charlottesville: CFA Institute, str. 141.

⁵³ CFA Institute (2020b) op. cit., str. 163.

⁵⁴ Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2015) op. cit., str. 235.

⁵⁵ Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 290.

i banaka te prosjeci i projekcije rasta industrije dobivene od različitih agencija koje se bave istraživanjem tržišta.

Najčešći način projekcije ostalih stavki financijskih izvještaja se temelji na metodi postotka od prihoda. Za svaku stavku se računa koliki postotak ona predstavlja u poslovnim prihodima ili prihodima od prodaje te godine te se rade projekcije za te udjele u budućnosti. Množenjem prognoziranih udjela s već prognoziranim iznosom prihoda dobivaju se apsolutni iznosi prognoziranih stavki⁵⁶. Česti način projekcije stavki radnog kapitala se temelji na pokazateljima prosječnih dana vezivanja. Oni se računaju dijeljenjem dana u godini s odgovarajućim koeficijentom obrtaja. Za dane vezivanja se rade projekcije te se njihovim množenjem s odgovarajućom prognoziranom stavkom dobivaju apsolutni iznosi stavki radnog kapitala⁵⁷. Opće formule za izračun koeficijenta obrtaja i dana vezivanja su⁵⁸:

$$\text{Koeficijent obrtaja} = \frac{\text{efekt}}{\text{masa}} \quad (3)$$

$$\text{Dani vezivanja} = \frac{\text{broj dana u godini}}{\text{koeficijent obrtaja}} \quad (4)$$

Kada financijski savjetnik radi procjenu vrijednosti poduzeća koje će biti preuzeto u transakciji, on često ima pristup poslovnom planu menadžmenta poduzeća. U poslovnom planu su projekcije rasta prihoda dobivene na temelju internih podataka i znanja menadžmenta koji nisu dostupni u javnoj objavi. No, procjenitelj takve projekcije ne treba koristiti nekritički jer je u cilju menadžmenta i vlasnika prikazati što bolje buduće rezultate kako bi vrijednost njihovog poduzeća narasla. Procjenitelj treba napraviti vlastitu analizu i postaviti vlastite pretpostavke o budućem poslovanju poduzeća kako bi mogao preispitati opravdanost poslovnog plana menadžmenta.

Nakon projekcije financijskih izvještaja, potrebno je izračunati slobodne novčane tokove poduzeća. Slobodni novčani tokovi se računaju po sljedećoj formuli⁵⁹:

(5)

⁵⁶ Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2015) op. cit., str. 237.

⁵⁷ Ibid.

⁵⁸ Orsag, S. (2015) op. cit., str. 108.

⁵⁹ Henry, E. et al. (2019c) *Understanding Cash Flow Statements*. U: CFA Program Curriculum, Financial Reporting and Analysis. Charlottesville: CFA Institute, str. 205.

Slobodni novčani tok

$$= EBIT(1 - \text{porezna stopa}) + \text{nematerijalni troškovi} \\ + \text{kapitalne investicije} + \text{promjena u radnom kapitalu}$$

Slobodni novčani tok je iznos zarade koji je dostupan za isplatu vlasnicima i vjerovnicima poduzeća. Ova mjera se koristi češće od čistih zarada poduzeća (neto dobiti) jer se za čiste zarade smatra da su korisnije za procjenu poduzeća u zreloj fazi rasta kada je neto dobit stabilna, dok su slobodni novčani tokovi korisniji kod procjene rastućih poduzeća⁶⁰. EBIT je zarada prije kamata i poreza, odnosno iznos zarade koji preostaje nakon isplate dobavljača, radnika, ostalih poslovnih troškova te nakon umanjenja za amortizaciju, a prije kamata i poreza. Množenjem EBIT-a s iznosom $(1 - \text{porezna stopa})$ dobiva se zarada prije kamata, odnosno NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*). To je zarada dostupna vlasnicima i vjerovnicima poduzeća. Ona se još mora prilagoditi da bi se izračunao stvarni iznos novčanog toka raspoloživ za isplatu vlasnicima i vjerovnicima. Na NOPAT se dodaju nematerijalni troškovi poput amortizacije jer oni nisu stvarni novčani odljevi, već samo predstavljaju računovodstvenu konvenciju za umanjenje vrijednosti imovine zbog trošenja, dok taj iznos novca zapravo još ostaje dostupan za isplatu vlasnicima i vjerovnicima. Kapitalne investicije se dodaju (njihov predznak je minus u izvještaju o novčanome toku) jer one predstavljaju novčani izdatak za ulaganje u materijalnu i nematerijalnu imovinu, što smanjuje iznos novca raspoloživog za isplatu. Promjena u radnom kapitalu se dodaje (povećanje je negativnog predznaka u izvještaju o novčanome toku) na NOPAT jer povećanje radnog kapitala također predstavlja vrstu investiranja i novčanog izdatka. Ako se povećava kratkoročna imovina, to znači da poduzeće troši novac na zalihe i/ili da se povećavaju potraživanja prema kupcima, što se zbog računovodstvenog načela nastanka događaja priznaje kao prihod, ali ne predstavlja stvarni novčani primitak. Ako se pak povećavaju kratkoročne obveze, to znači da se, na primjer, obveze prema dobavljačima povećavaju, što se zbog računovodstvenog načela priznaje kao trošak u toj godini, ali nije stvarni novčani izdatak⁶¹.

Nakon izračuna slobodnih novčanih tokova za razdoblje detaljne projekcije, potrebno je odrediti njihovu sadašnju vrijednost postupkom diskontiranja. Prvo je potrebno odrediti diskontnu stopu, odnosno oportunitetni trošak ulaganja u poduzeće. On se može definirati kao povrat koji bi ulagač

⁶⁰ Black, E. L. (1998) *Which is more relevant: Earnings or cash flow? A life cycle examination*. Fayetteville: University of Arkansas, str. 23.

⁶¹ Henry, E. et al. (2019c), op. cit., str. 206.

ostvario ulaganjem u drugu imovinu sličnu poduzeću s istom razinom rizika te je kao takav minimalna stopa povrata koju ulagač očekuje od ulaganja u poduzeće, a naziva se trošak kapitala poduzeća. Poduzeće mora ostvariti dovoljan povrat da zadovolji sve svoje financijere, uključujući i dioničare i vjerovnike te u skladu s time poduzeće ima trošak glavnice i trošak duga⁶².

Trošak glavnice se definira kao minimalni povrat koji očekuju vlasnici dionica od ulaganja u poduzeće. Što je rizik ulaganja u dionice poduzeća veći, to će dioničari očekivati veći povrat zbog poznatog pravila da se veći povrat može ostvariti samo preuzimanjem većeg rizika. Najčešći način izračuna troška glavnice poduzeća je pomoću modela procjenjivanja kapitalne imovine, čija je formula⁶³:

$$k_a = r_f + \beta * (E_r - r_f) \quad (6)$$

gdje je

k_a = trošak kapitala, r_f = bezrizična stopa povrata, β = beta koeficijent, E_r = premija rizika na vlasnička ulaganja.

Bezrizična stopa povrata je povrat koji se očekuje na imovinu za koju se smatra da je bez rizika te predstavlja oportunitetni trošak odgađanja potrošnje. Ako se rizik definira kao odstupanje od očekivanog rezultata, očekivani povrat na bezrizičnu imovinu je siguran te će se uvijek ostvariti. U stvarnom svijetu ne postoji stvarno bezrizična imovina jer za svakog izdavatelja vrijednosnica postoji mogućnost da neće moći ispuniti svoje obveze te ulagači neće moći vratiti svoju glavnice ulaganja. No, kao aproksimacija bezrizične stope se najčešće uzima stopa prinosa do dospelja na dugoročne državne obveznice države ili država u kojima procjenjivano poduzeće posluje⁶⁴.

Beta koeficijent je pokazatelj volatilnosti cijene dionice na tržištu. Beta pokazuje volatilnost dionica poduzeća u usporedbi s tržištem, gdje je tržište aproksimirano nekim dioničkim indeksom⁶⁵. Beta koeficijent se može izračunati iz međudnosa kretanja cijene dionice i vrijednosti indeksa, što se naziva tržišna beta, a može se izračunati i fundamentalna beta. Kod njezinog izračuna polazi se od pretpostavke da volatilnost cijene dionice u usporedbi s volatilnošću indeksa nije jedina

⁶² CFA Institute (2020b) op. cit., str. 284.

⁶³ Damodaran, A. (2012) op. cit., str. 59.

⁶⁴ Damodaran, A. (2014) *Applied Corporate Finance. Fourth Edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 91.

⁶⁵ Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima*. Zagreb: Sinergija, str. 56.

mjera rizika dionice, već rizik proizlazi iz tri izvora, a to su industrija u kojoj poduzeće posluje te operativna i financijska poluga⁶⁶. Što je industrija više ciklična, poduzeće ima više fiksnih troškova te veću razinu duga, to je rizik ulaganja u poduzeće veći, a time i beta koeficijent. Prilikom izračuna fundamentalne bete prvo se traže poduzeća koja su usporediva s procjenjivanim poduzećem, izračunavaju se njihove tržišne bete te se one prilagođavaju kako bi se izračunale bete bez utjecaja financijske poluge, za što se koriste formule:⁶⁷

$$\beta_{tržišna} = \frac{Cov(r_s, r_m)}{r_m} \quad (7)$$

$$\beta_{bez\ utjecaja\ financijske\ poluge} = \frac{\beta_{tržišna}}{1 + \frac{D}{E} * (1 - t)} \quad (8)$$

gdje je

r_s = promjena cijene dionice, r_m = promjena vrijednosti indeksa, $\frac{D}{E}$ = omjer duga i glavnice, t = porezna stopa.

Uzimanjem prosjeka beta bez utjecaja financijske poluge, dobiva se prosječni poslovni rizik poduzeća koja posluju u toj industriji, što uključuje rizik industrije i rizik poslovne poluge. Prosječnu betu bez utjecaja financijske poluge je onda potrebno prilagoditi za specifičnu razinu duga koju je procjenjivano poduzeće preuzelo kako bi se dobila fundamentalna beta za izračun troška glavnice, za što je formula⁶⁸:

$$\beta_{fundamentalna} = \beta_{bez\ utjecaja\ financijske\ poluge} * \left[1 + \frac{D}{E} * (1 - t) \right] \quad (9)$$

gdje je

$\frac{D}{E}$ = odnos duga i glavnice, t = porezna stopa.

Premija rizika na vlasnička ulaganja je dodatni povrat koji zahtijevaju ulagači u dionice naprema ulaganju u obveznice. Dionice su rizičnije od dužničkih instrumenata te je zato jedini razlog zbog

⁶⁶ Damodaran, A. (2012) op. cit., str. 187.

⁶⁷ Ibid.

⁶⁸ Ibid.

kojeg bi se ulagalo u njih naprema ulaganju u sigurnije instrumente veći prinos⁶⁹. Premija rizika nije ista za sve države te primarno ovisi o rizičnosti njihovog dioničkog tržišta. Postoji više metoda za utvrđivanje premije rizika, no procjenitelj ove iznose ne mora sam računati, već su oni dostupni od strane različitih analitičara i statističkih agencija koji ih izračunavaju.

Trošak duga je očekivani povrat koji očekuju vjerovnici poduzeća, odnosno kupci obveznica poduzeća te davatelji kredita. Jedan način za određivanje troška duga je uzimanje prinosa do dospijea na obveznice poduzeća. To je tržišna stopa koja pokazuje koliki bi se ostvario povrat da se obveznica sada kupi te drži do dospijea, uz uvjet da se sve obveze po obveznici stvarno i isplate. No, nema svako poduzeće izdane obveznice kojima se uz to još i aktivno trguje na tržištu. Drugi način za određivanje troška duga je uzimanje kamatne stope koju procjenjivano poduzeće plaća na svoje kredite ili uzimanje prosječne kamatne stope na kredite u određenoj valuti i do određene visine koju poduzeća plaćaju u nekoj zemlji⁷⁰.

Jednom kada se odredi trošak glavnice i trošak duga, trošak kapitala se određuje kao njihov ponderirani prosjek. Pri tome su ponderi koji se koriste tržišna vrijednost duga i tržišna vrijednost glavnice. Ovi podaci često nisu dostupni jer poduzeće možda nema duga kojim se trguje na tržištu, a možda se ni dionicom poduzeća ne trguje na burzi zbog čega se ni tržišna vrijednost glavnice ne može izračunati. Pri tome se uzima prosjek udjela duga i udjela glavnice u ukupnom kapitalu usporedivih poduzeća, za što se pretpostavlja da je i ciljana kapitalna struktura poduzeća koje se procjenjuje. Trošak duga se umanjuje za iznos $(1 - \text{porezna stopa})$ kako bi se u obzir uzele porezne uštede zbog plaćanja kamata na dug, što se naziva porezni štit. Formula za izračun ukupnog troška kapitala je⁷¹:

$$k_A = W_g * k_g + W_d * k_d * (1 - t) \quad (10)$$

gdje je

k_A = trošak kapitala, W_g = udio glavnice u kapitalu, k_g = trošak glavnice, W_d = udio duga u kapitalu, k_d = trošak duga, t = porezna stopa.

⁶⁹ CFA Institute (2020b), str. 59.

⁷⁰ Damodaran, A. (2014) *op. cit.*, str. 76.

⁷¹ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012) *op. cit.*, str. 77.

Nakon određivanja troška kapitala, novčani tokovi iz razdoblja supernormalnog rasta se diskontiraju na sadašnjost i izračunava se rezidualna vrijednost svih novčanih tokova u budućnosti nakon razdoblja detaljne projekcije Gordonovim modelom konstantnog rasta, koja se također mora dodatno diskontirati na sadašnju vrijednost. Prilikom izračuna rezidualne vrijednosti, potrebno je odrediti i stopu terminalnog rasta g . Za ovu stopu se najčešće uzima pretpostavljena dugoročna stopa rasta ekonomije država u kojima poduzeće posluje⁷².

Zbrajanjem sadašnje vrijednosti svih novčanih tokova dobiva se ukupna vrijednost poduzeća (VP). Ona predstavlja ukupnu vrijednost poduzeća za dioničare i vjerovnike jer je dobivena diskontiranjem slobodnih novčanih tokova koji su dostupni za isplatu i dioničarima i vjerovnicima. Procjenitelja prilikom izračuna vrijednosti u svrhu transakcije spajanja i preuzimanja ne zanima ukupna vrijednost poduzeća, već samo vrijednost poduzeća za njegove vlasnike. Zato se od ukupne vrijednosti oduzima vrijednost financijskog duga te dodaje vrijednost neoperativne imovine poduzeća⁷³. Financijski dug se odnosi na sve obveze na koje poduzeće plaća kamate, dakle na zajmove, kredite, obveznice i ostalo. Iznos duga se oduzima jer dug smanjuje vrijednost za vlasnike poduzeća, s obzirom da će na temelju njega doći do novčanih odljeva u budućnosti za otplatu glavnice i kamata, što smanjuje novčane tokove za vlasnike. S druge strane, neoperativna imovina se dodaje jer ona povećava vrijednost za vlasnike. Neoperativna imovina predstavlja novac, vrijednosnice i ostalu imovinu koju poduzeće ne koristi za obavljanje svoje temeljne djelatnosti. Vrijednost ove imovine nije uključena u vrijednost diskontiranih novčanih tokova jer su ti novčani tokovi samo od osnovne djelatnosti. Odnosno, model diskontiranih novčanih tokova služi za određivanje vrijednosti temeljnog poslovanja poduzeća koje stvara novčane tokove, gdje neoperativna imovina nije uključena. Preuzimanjem poduzeća novi vlasnik također dobiva novac i ostalu neoperativnu imovinu koju poduzeće posjeduje i zato ona povećava vrijednost poduzeća za njega⁷⁴.

Prilagodбом ukupne vrijednosti poduzeća za dug i neoperativnu imovinu određuje se vrijednost glavnice poduzeća, što je glavni cilj procjenitelja te predstavlja fer vrijednost poduzeća u transakciji spajanja i preuzimanja.

⁷² Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2015) op. cit., str. 259.

⁷³ CFA Institute (2020b), str. 337.

⁷⁴ Ibid.

Nakon svega iznesenog, može se postaviti pitanje o valjanosti modela diskontiranih novčanih tokova. Kao što se moglo vidjeti, ovaj model se temelji na brojnim pretpostavkama o budućnosti ekonomije, industrije i poslovanju samog poduzeća. Za poduzeće se pretpostavlja da će nastaviti poslovati beskonačno u budućnost te da se njegovi budući rezultati mogu prognozirati na temelju povijesnih rezultata. Ekonomija i financije nisu egzaktne znanosti gdje su uzrok i posljedica uvijek jednoznačno povezani i tako predvidljivi. Na jednu pojavu djeluje mnoštvo isprepletenih čimbenika koji na površini ne moraju biti vidljivi, sve dok se eksplicitno ne pojave i promijene dotadašnji pogled koji su znanstvenici i stručnjaci imali o ekonomiji. Ovo pogotovo vrijedi ako se odmakne od modela klasične ekonomije te savršenog tržišta i racionalnih ekonomskih subjekata, što su pretpostavke koje ne vrijede u stvarnom svijetu. Bilo kakvo prognoziranje budućih rezultata na temelju povijesnih je samo nagađanje i predstavlja veliku neizvjesnost.

Drugi problem modela je da udio rezidualne vrijednosti uobičajeno čini 70% i više ukupne procijenjene vrijednosti poduzeća⁷⁵. Ovo je razumno iz perspektive da rezidualna vrijednost predstavlja vrijednost svih novčanih tokova koje će poduzeće ostvarivati beskonačno u budućnost, ali postaje upitno ako se u obzir uzmu sve pretpostavke koje ulaze u izračun rezidualne vrijednosti. Vrlo je teško s velikom pouzdanošću predvidjeti poslovanje poduzeća u sljedećih nekoliko godina, a postaje praktički nemoguće za vremenski horizont koji je beskonačnost. Sve detaljne projekcije za novčane tokove u razdoblju supernormalnog rasta čine samo 30% ili manje ukupne vrijednosti poduzeća, dok trošak kapitala i stopa terminalnog rasta imaju najveći utjecaj na preostalih udio. U skladu s ovime, može se posumnjati u praktičnu korisnost modela diskontiranih novčanih tokova.

Bez obzira na sve, gornja tvrdnja je pobijena širokom primjenom modela diskontiranih novčanih tokova u praksi procjene vrijednosti poduzeća. Iako on nije u potpunosti precizan, intuitivno je razumljiv, temelji se na fundamentalnim pokazateljima poslovanja te omogućuje postavljanje detaljnih projekcija. Uz to, postoje metode smanjenja neizvjesnosti oko realnosti procijenjene vrijednosti. Jedna metoda je analiza osjetljivosti, koja predstavlja i završni korak u modelu diskontiranih novčanih tokova. Mijenjanjem različitih parametara modela, a najčešće troška kapitala i stope terminalnog rasta, promatra se njihov učinak na promjenu vrijednosti glavnice⁷⁶.

⁷⁵ Damodaran, A. (2012) op. cit., str. 320.

⁷⁶ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012) op. cit., str. 128.

Na ovaj način se ustvari dobiva raspon procijenjenih vrijednosti, umjesto samo jedne „stvarne“ vrijednosti, što povećava vjerojatnost da se fer vrijednost poduzeća nalazi u tom rasponu.

Drugi način za smanjenje neizvjesnosti oko realnosti procijenjene vrijednosti je procjena vrijednosti i drugim metodama te usporedba s rezultatima modela diskontiranih novčanih tokova. Za to se koriste tržišne metode procjene vrijednosti, metoda usporedivih poduzeća i usporedivih transakcija. Ako su rezultati modela diskontiranih novčanih tokova u skladu s rezultatima tržišnih metoda, za procijenjenu vrijednost se može pretpostaviti da je realna.

3.2. Procjena vrijednosti poduzeća multiplikatorima usporedivih poduzeća

Za razliku od modela diskontiranih novčanih tokova koji se temelji na sposobnosti poduzeća da stvara novčane tokove u budućnosti za svoje vlasnike, tržišne metode se temelje na usporedbi procjenjivanog poduzeća sa sličnom imovinom. U slučaju procjene vrijednosti multiplikatorima usporedivih poduzeća, poduzeće se uspoređuje s ostalim sličnim poduzećima kojima se javno trguje na burzi. Ova metoda se temelji na pretpostavci o zakonu jedne cijene, odnosno da se sličnom imovinom sa sličnim karakteristikama povrata i rizika treba trgovati po istoj cijeni, zbog čega se ova metoda također naziva i relativnom metodom⁷⁷.

Kada se kaže da se sličnom imovinom treba trgovati po istoj cijeni, ne misli se da slična poduzeća trebaju imati jednaku vrijednost na tržištu ili da njihove dionice trebaju imati istu cijenu. Pod istom cijenom se misli da bi se usporediva poduzeća trebala trgovati po sličnim multiplikatorima. Oni su ustvari financijski omjeri te se temelje na pretpostavci da se cijena dionica ne može ocijeniti izolirano, nego u terminima udjela u prihodima, zaradama ili imovini poduzeća koji se odnose na tu dionicu. Multiplikatori mogu biti na vrijednost poduzeća kada izražavaju vrijednost cijelog poduzeća (VP) u odnosu na zarade koje su dostupne svim kreditorima i vlasnicima poduzeća (najčešće ukupni prihodi ili EBITDA) ili multiplikatori na vrijednost obične glavnice kada izražavaju vrijednost obične glavnice u odnosu na zarade dostupne samo vlasnicima (najčešće neto dobit)⁷⁸. Ova metoda se najlakše može objasniti na primjeru koji je poznat većini ljudi, a to je

⁷⁷ Pinto, J. E. et al. (2015) *Equity asset valuation. Third edition*. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 363.

⁷⁸ Ibid.

usporedba cijena nekretnina. Prilikom kupnje neke nekretnine, obično se izražava njezina cijena po metru kvadratnome, što predstavlja standardizirani pokazatelj i omogućuje usporedbe s drugim sličnim nekretninama. Te nekretnine na primjer mogu biti slične po lokaciji i stanju u kojem se nalaze, ali mogu biti različite veličine. Cijena po metru kvadratnome tada omogućuje određivanje koje nekretnine su podcijenjene, a koje precijenjene u usporedbi sa sličnim nekretninama različite veličine. Na istom principu se temelji i tržišna metoda procjene vrijednosti.

Prvi korak u ovoj metodi je određivanje skupa usporedivih poduzeća kojima se javno trguje na burzi. U idealnim uvjetima, može se pronaći skup od osam do deset poduzeća koja posluju u istoj industriji i istim državama, prodaju iste ili slične proizvode i usluge, jednake su veličine po prihodima, jednake profitabilnosti i s jednakom razinom duga⁷⁹. U stvarnosti ovo je često teško ostvariti, pogotovo ako se radi o poduzeću koje posluje u maloj i specijaliziranoj industriji te usporediva burzovno trgovana poduzeća ne postoje ili ih je malo. U analogiji s kupnjom nekretnine, ovo je kao pokušaj pronalaženja usporedivih nekretnina koje su trenutno na prodaju i može im se odrediti cijena po metru kvadratnom u nekom malom i slabo naseljenom mjestu gdje se nekretnine često ne prodaju. Ako i postoje usporediva poduzeća koja posluju u istoj industriji i državama, multiplikatori se mogu razlikovati zbog pojedinačnih karakteristika. Ako je jedno poduzeće veće po prihodima ili tržišnoj kapitalizaciji od drugog, veće poduzeće se može trgovati uz premiju zbog percepcije tržišta o njegovoj većoj stabilnosti. Poduzeće koje ostvaruje veću profitabilnost i ima manju razinu duga također može biti percipirano od tržišta kao poželjnije za držanje, zbog čega će multiplikatori takvog poduzeća biti viši⁸⁰. U analogiji s nekretninama, ovo je kao uspoređivanje nekretnina koje su na istoj lokaciji, ali jedna je u lošijem stanju te je opterećena hipotekom.

Jednom kada su se odredila usporediva poduzeća, potrebno je izvaditi financijske podatke iz njihovih financijskih izvještaja. Ti podaci se ponekad moraju prilagoditi prije nego se izračunaju multiplikatori. Na primjer, jedno poduzeće u godini koja se uzima za usporedbu može imati troškove sudskog postupka za koje se ne očekuje da će se ponavljati u budućnosti, no u toj godini su utjecali na privremeno smanjenje profitabilnosti. Kako bi se multiplikator prilagodio, potrebno je na EBITDA pokazatelj dodati te izvanredne troškove kako bi se dobio realniji prikaz

⁷⁹ Palepu, K. G., Healy, P. M. i Peek, E. (2013) *Business Analysis and Valuation. Third Edition*. Hampshire: Cengage Learning EMEA, str. 287.

⁸⁰ Ibid., str. 288.

ponavljajuće zarade. Multiplikatori koji se najčešće koriste prilikom relativne procjene vrijednosti su⁸¹:

$$VP/P = \frac{\text{Vrijednost poduzeća (VP)}}{\text{Poslovni prihodi}} \quad (11)$$

$$VP/EBITDA = \frac{\text{Vrijednost poduzeća (VP)}}{\text{Zarade prije amortizacije, kamata i poreza}} \quad (12)$$

$$P/E = \frac{\text{Tržišna cijena dionice}}{\text{Zarada po dionici}} \quad (13)$$

$$P/B = \frac{\text{Tržišna cijena dionice}}{\text{Knjigovodstvena vrijednost po dionici}} \quad (14)$$

P/E multiplikator je najpopularniji multiplikator koji se koristi prilikom procjene vrijednosti. Jedan od razloga za to je njegova jednostavnost, kao i često pretjerana usredotočenost tržišta na zarade poduzeća. No, ovaj multiplikator ima i brojne nedostatke. Kao prvo, on je neprimjenjiv kod procjene poduzeća koja imaju negativnu neto dobit. Zarade su često volatilne zbog nestalnosti poslovanja i tereta duga, što smanjuje dosljednost multiplikatora i otežava usporedbu s drugim poduzećima. Također, zarade su osjetljive na manipulaciju promjenama u računovodstvenim politikama i procjenama koje poduzeće koristi. Na primjer, procjenom vijeka korištenja neke imovine većim nego što stvarno je, poduzeće raspoređuje trošak amortizacije na veći broj godina zbog čega je neto dobit u svakoj godini veća nego što bi trebala biti⁸².

Zbog navedenih nedostataka P/E multiplikatora, često se uz njega koriste i VP/P te VP/EBITDA multiplikatori. Prihodi i EBITDA su često manje volatilni od neto dobiti što omogućuje veću dosljednost i usporedivost multiplikatora. VP/P se često koristi kod *start-up* poduzeća koja još ne ostvaruju zarade, ali ostvaruju poslovne prihode. Ovi multiplikatori su i manje podložni manipulacijama računovodstvenim politikama i procjenama jer na njih utječe manje faktora. Također, omogućuju usporedbu poduzeća s različitom kapitalnom strukturom jer ne uzimaju u

⁸¹ Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses. Second Edition*. New Jersey: Pearson Education, Inc., str. 102.

⁸² Pinto, J. E. et al. (2015) op. cit., str. 367.

obzir trošak kamata, dok VP/P omogućuje i usporedbu poduzeća s različitim politikama priznavanja troškova⁸³.

Multiplikator P/B se najčešće koristi prilikom procjene vrijednosti banaka. U nazivniku multiplikatora je knjigovodstvena vrijednost po dionici koja za nefinancijska poduzeća nije dobar pokazatelj vrijednosti jer se temelji na povijesnim cijenama i uvjetima koji su prevladavali u vrijeme kupovine imovine. S druge strane, većina imovine banaka je financijska imovina koja se po Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja (MSFI) mjeri po fer tržišnoj vrijednosti, zbog čega je P/B multiplikator kod banaka mnogo značajniji za usporedbu⁸⁴.

Nakon izračuna multiplikatora za usporediva poduzeća, izračunava se njihov prosjek ili medijan. Oni pokazuju po koliko se prosječno trguju slična poduzeća na tržištu, izraženo multiplikatorom, što smanjuje volatilitnost pojedinačnih multiplikatora zbog specifičnih uvjeta i karakteristika usporedivih poduzeća. Sljedeće je potrebno odrediti poslovne prihode, EBITDA pokazatelj, neto dobit po dionici i knjigovodstvenu vrijednost po dionici poduzeća koje se procjenjuje. Množenjem tih veličina s odgovarajućim prosječnim multiplikatorom dobiva se vrijednost poduzeća (VP) i vrijednost glavnice po kojoj bi se poduzeće trebalo trgovati na tržištu, odnosno procjena fer vrijednosti poduzeća. Umjesto sadašnjih vrijednosti prihoda i zarada, može se koristiti i njihova projekcija za određeni broj godina u budućnosti, čime se dobivaju unaprijedni multiplikatori. Ovo omogućuje da se u tržišnu metodu uvedu i neke prednosti metode diskontiranih novčanih tokova, a to su ovisnost vrijednosti poduzeća o budućoj sposobnosti poduzeća da stvara zarade te mogućnost postavljanja detaljnih pretpostavki o budućem poslovanju⁸⁵.

Konačno, procjenu vrijednosti dobivenu metodom usporedivih poduzeća treba uvećati za premiju za preuzimanje ili kontrolnu premiju. Dionice usporedivih poduzeća kojima se trguje na burzi su manjinski udjeli u poduzeću, dok je prilikom preuzimanja cijelog poduzeća često potrebno platiti veću cijenu nego što je ukupna vrijednost svih tih dionica, zbog prednosti koje donosi mogućnost odlučivanja o poslovanju preuzetog poduzeća⁸⁶.

⁸³ Ibid., str. 426.

⁸⁴ Ibid. str. 399.

⁸⁵ CFA Institute (2020b) op. cit., str. 381.

⁸⁶ Damodaran, A. (2010) op.cit., str. 324.

3.3. Procjena vrijednosti poduzeća multiplikatorima usporedivih transakcija

Druga metoda tržišne procjene vrijednosti poduzeća je metoda multiplikatora usporedivih transakcija. Ova metoda je vrlo slična metodi usporedivih poduzeća, samo što se umjesto izračuna multiplikatora poduzeća čijim se dionicama trguje na burzi računaju multiplikatori po kojima su usporediva poduzeća bila preuzeta u nekoj transakciji u nedavnoj prošlosti. U analogiji s nekretninama, kupac bi tražio cijene po kvadratnom metru po kojima su se prodale usporedive nekretnine te bi te cijene uzeo kao mjerodavne za nekretninu koju procjenjuje.

Prilikom korištenja metode usporedivih transakcija, koriste se isti multiplikatori kao i kod metode usporedivih poduzeća, s razlikom da se ne koriste tržišna vrijednost poduzeća i glavnice, već stvarne vrijednosti koje su plaćene za poduzeće u transakciji te prihodi i zarade poduzeća u vrijeme preuzimanja. Prednosti ove metode naprema metodi usporedivih poduzeća su da se koriste stvarni podaci o preuzimanju, umjesto podaci o nekoj zamišljenoj transakciji, te da je u te podatke već uključena kontrolna premija, umjesto da se mora pretpostavljati njezina vrijednost. No, ova metoda ima sve iste nedostatke kao i metoda usporedivih transakcija te čak i neka dodatna ograničenja. Ponekad može biti teško pronaći usporediva javna poduzeća u određenoj industriji, a može biti još teže pronaći usporedive transakcije. Ako transakcije i postoje, one su se mogle dogoditi predaleko u prošlosti da bi podaci bili relevantni zbog promjena u stanju ekonomije i industrije. Također, transakcije su se mogle provesti pod izvanrednim uvjetima, poput situacije u kojoj je poduzeće bilo u financijskim problemima što je značajno snizilo njegovu cijenu pa tako i multiplikatore prodaje. Konačno, ako se radi o privatnim poduzećima, podaci o vrijednosti transakcije često niti nisu javno objavljeni⁸⁷.

Općenito, tržišne metode procjene vrijednosti imaju svoje prednosti i nedostatke. Jedna prednost je lakoća njihovog korištenja. Financijski savjetnici imaju pristup bazama podataka o usporedivim poduzećima i transakcijama s već izračunatim multiplikatorima što uvelike olakšava procjenu. Ovo je često prednost kada klijent nema dovoljno znanja o financijama te mu je tržišnu metodu lako objasniti u usporedbi s metodom diskontiranih novčanih tokova, na primjer putem analogije s nekretninama. Korištenjem ovih metoda se ne mora postavljati veliki broj pretpostavki kao kod modela diskontiranih novčanih tokova, za koje se moglo vidjeti da često predstavljaju samo

⁸⁷ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012) op. cit., str. 168.

nagađanja, već se procjena vrijednosti temelji na potvrđenim tržišnim podacima i uvjetima koji trenutno prevladavaju na tržištu. Tu do izražaja dolazi i jedan od najvećih problema ovih metoda, a to je ovisnost o sentimentu tržišta u određenom trenutku. Tržište je vrlo ciklično, kao i optimističnost ulagača o nekoj industriji u jednom razdoblju. Prilikom procjene vrijednosti tržište može biti prenapuhano ili ulagači mogu biti pretjerano optimistični o budućnosti neke industrije, zbog čega dionice tih poduzeća mogu biti precijenjene, a multiplikatori nerealno visoki. Moguće je i suprotno, kada prevladava medvjede tržište ili su ulagači pesimistični o određenoj industriji, cijene dionica su podcijenjene, a multiplikatori nerealno niski. Rezultat ovoga je procijenjena cijena za koju je teško reći da je fer i stvarna vrijednost poduzeća, što je dodatno naglašeno time da se tržišne metode ne temelje na sposobnosti poduzeća da u budućnosti ostvaruje novčane tokove⁸⁸.

Usprkos navedenim nedostacima, metode procjene vrijednosti se ne koriste izolirano, već se koriste kao komplementarne jedna drugoj kako bi se dobila preciznija procjena. Procijenjena vrijednost dobivena tržišnim metodama se često koristi kao provjera vrijednosti dobivene metodom diskontiranih novčanih tokova, a moguće je i koristiti prosjek navedene tri metode⁸⁹. Na temelju analiza osjetljivosti, dobiva se raspon cijena na temelju kojeg financijski savjetnik savjetuje svog klijenta o prihvatljivim prodajnim cijenama za njegovo poduzeće. Isto čini i kupovni savjetnik sa svojim klijentom te na temelju svojeg modela postavlja raspon cijene koju bi klijent trebao biti spreman platiti. Nadalje sve počiva na pregovaračkom umijeću savjetnika s obje strane da dogovore cijenu koja svima odgovara. Prilikom toga, kvalitetno izrađena procjena vrijednosti koja opravdava traženu ili ponuđenu cijenu daje pregovaračima dodatnu moć da preokrenu pregovore dodatno u svoju korist.

⁸⁸ Ibid., str. 158.

⁸⁹ Orešković Sulje, O. (2010) *Procjena vrijednosti poduzeća u realnom sektoru metodom diskontiranih novčanih tokova i metodom multiplikatora*. Specijalistički poslijediplomski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 80.

4. PROCJENA VRIJEDNOSTI IZABRANOG PODUZEĆA

4.1. Analiza tržišne pozicije i poslovanja izabranog poduzeća

Kako bi se sve do sada navedeno prikazalo na praktičnom primjeru, u nastavku je izložena procjena vrijednosti poduzeća The Garden Brewery d.d. na datum 31.12.2020. u svrhu njegovog potencijalnog/hipotetskog preuzimanja od strane drugog poduzeća. Navedeno uključuje analizu poslovanja poduzeća, analizu makroekonomskog okružja i industrije, pregled potencijalnih kupaca poduzeća te konačno procjenu vrijednosti poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova te multiplikatorima usporedivih poduzeća i transakcija.

Poduzeće The Garden Brewery d.d. se odnosi na The Garden Brewery Grupu („Grupa“) koju čini poduzeće The Garden Brewery d.d. kao matica čija je jedina djelatnost upravljanje operativnim poduzećima te tri operativna poduzeća (slika 4). The Bird d.o.o. bavi se djelatnošću proizvodnje, veleprodaje i maloprodaje zanatskog (*craft*) piva robne marke „The Garden Brewery“. Yellow Submarine d.o.o. se bavi proizvodnjom i maloprodajom originalnih zanatskih (*craft*) burgera robne marke „Submarine“ i ostalih prehrambenih proizvoda na vlastitim lokacijama. Lula d.o.o. bavi se organizacijom glazbenih i drugih festivalskih događanja u Republici Hrvatskoj, primarno glazbenih festivala „The Garden“ u uvali Rastovac, Tisno.

Slika 4: Organigram The Garden Brewery Grupe



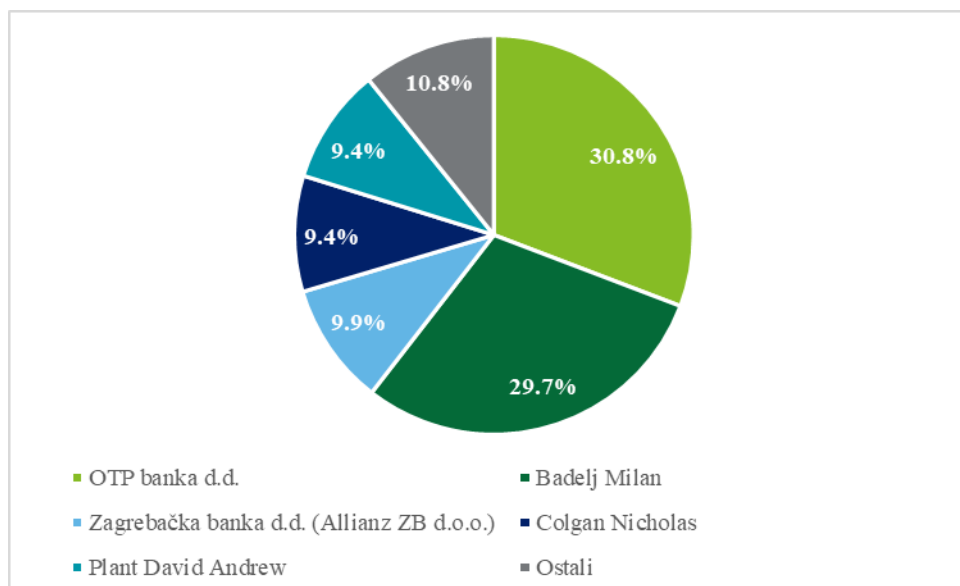
Izvor: Izrada autora.

Poduzeće The Bird započelo je poslovati 2016. godine otvaranjem pivovare na zagrebačkom Žitnjaku, dok je poduzeće Lula počelo s obavljanjem djelatnosti organizacije glazbenih festivala

2004. godine. U 2015. ova dva poduzeća uspostavljaju sporazum o suradnji te poduzeće The Bird stječe obvezujuću opciju za stjecanje udjela u društvu Lula. S obzirom na prevladavajući utjecaj i kontrolu poduzeća The Bird nad poduzećem Lula, stvorena je pretpostavka konsolidacije, dok je u 2018. poduzeće The Bird iskoristilo opciju te steklo udjele u poduzeću Lula, čime je osnovana grupa gdje je The Bird bilo matično poduzeće. U srpnju 2019. osnovano je poduzeće The Garden Brewery d.d. tako što su vlasnici poduzeća The Bird prenijeli svoje udjele na novoosnovano poduzeće, čime The Garden Brewery postaje jedinim vlasnikom poduzeća The Bird te matično poduzeće The Garden Brewery Grupe.

U rujnu 2019. poduzeće The Garden Brewery provodi postupak povećanja temeljnog kapitala izdavanjem 40.403 novih dionica za što je primilo uplatu od 20.201.500 HRK u novcu, od čega je najviše uplatilo Allianz ZB d.o.o. društvo za upravljanje obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima. Ovim povećanjem temeljnog kapitala osigurana je visoka kapitaliziranost poduzeća te mogućnost ostvarenja strateških ciljeva, primarno preuzimanje 51% temeljnog kapitala poduzeća Yellow Submarine d.o.o. te dostatna sredstva za kapitalna ulaganja i radni kapital. Vlasnička struktura poduzeća The Garden Brewery d.d. u svibnju 2021. prikazana je na grafikonu 3.

Grafikon 3: Vlasništvo poduzeća The Garden Brewery d.d., svibanj 2021.



Izvor: SKDD. Dostupno na: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1:5167940281779> [6. svibnja 2021.]. Izrada autora.

Poduzeće The Bird se bavi proizvodnjom piva pod robnom markom „The Garden Brewery“ te njegovom veleprodajom i maloprodajom. Većinu proizvedenog piva Grupa prodaje na veliko

preko različitih maloprodajnih lanaca (distributera), dok preostali dio plasira na tržište isključivo u sklopu bara na proizvodnoj lokaciji u Zagrebu. Proizvodnja piva sastoji se od pet temeljnih proizvodnih linija (pilsner, pale ale, india pale ale, citrus india pale ale i strout) te niza povremenih specijalnih izdanja (preko 90 od osnivanja poduzeća), koja se proizvode u ograničenim količinama i za posebne prilike. U 2020. poduzeće je ostvarilo rast prodaje od 21,4%, ako se izuzme prodaja piva na glazbenim festivalima koji su bili odgođeni zbog pandemije koronavirusa. U strukturi prodaje, poduzeće je ostvarilo 75,4% prihoda od veleprodaje, a ostatak od 24,6% u maloprodaji. Tijekom 2020. instalirani proizvodni kapaciteti su mogli proizvesti maksimalno 12.000 hektolitara piva, a nakon investicija u 2021. u proizvodne pogone kapaciteti bi trebali narasti na 22.000 hektolitara⁹⁰.

Poduzeće Yellow Submarine unutar Grupe se bavi pripremom i isporukom hrane te prodajom pića putem maloprodaje. Poduzeće poslovne aktivnosti trenutno obavlja na 9 lokacija u Zagrebu, 2 u Rijeci te se očekuje otvaranje lokacije u Zadru i Splitu. Preuzimanje većinskog udjela u Yellow Submarine je značajan poslovni događaj za Grupi zbog obveze konsolidacije, što je značajno povećalo prihode na razini Grupe. U 2019. konsolidacija je provedena samo za razdoblje nakon preuzimanja, odnosno za listopad-prosinac, što je povećalo konsolidirane prihode Grupe za 10.946 tis. HRK za cijelu 2019., dok je 2020. prva godina u kojoj se cijeli iznos prihoda konsolidira. Nekonsolidirani prihodi poduzeća su se u 2020. povećali za 29,2% te su predstavljali 70,5% ukupnih prihoda Grupe⁹¹.

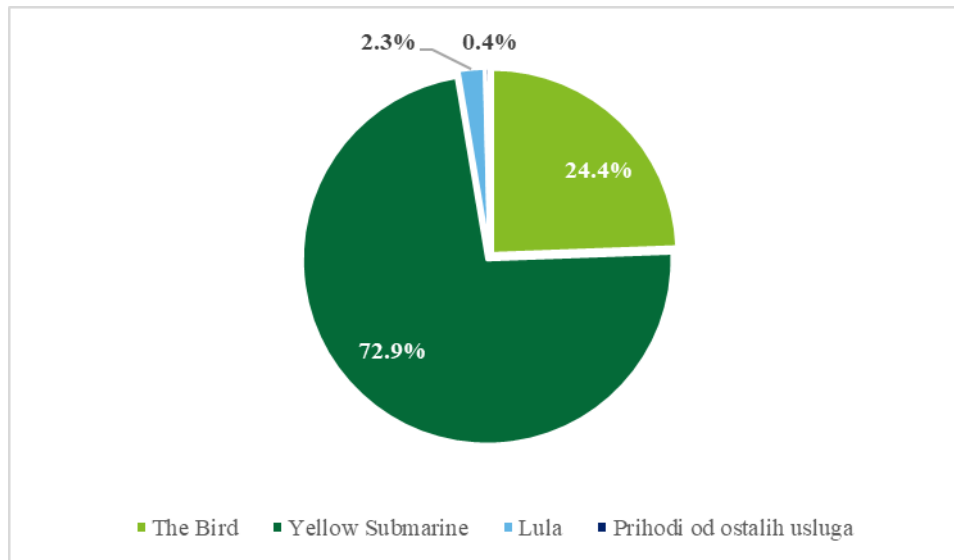
Poduzeće Lula za vlasnike inozemnih festivalskih licenci producira festivale u Republici Hrvatskoj na lokaciji „Resort Rastovac u Tisnome“. Predmetna lokacija je zakupljena od poduzeća Hostin na vremensko razdoblje do 2022. godine i to na principu „puno za prazno“. Zakup se odnosi na vremensko razdoblje srpanj-kolovoz za vrijeme održavanja festivala, dok postoji i kamp segment lokacije koji je u zakupu i u lipnju i srpnju, kada se kamp mjesta iznajmljuju individualnim, nefestivalskim gostima. Lula ostvaruje prihode od prodaje pića i dijela prehrambenih proizvoda dok dio prihoda ostvaruje od zakupnina koje plaćaju poduzeća koja na temelju ugovora o zakupu pružaju u okviru festivala usluge pripreme i isporuke hrane. U 2019. 92% posjetitelja bilo je iz inozemstva, dok su 80% činili gosti iz Ujedinjenog Kraljevstva. U 2020. poduzeće je zabilježilo

⁹⁰ Konsolidirani financijski izvještaji poduzeća The Garden Brewery d.d. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [2. svibnja 2021.].

⁹¹ Ibid.

značajan pad prihoda zbog otkazivanja glazbenih festivala usred epidemioloških mjera te se u godišnjem izvještaju navodi kako je moguće očekivati sličan negativan ishod i u 2021. godini⁹². Struktura prihoda od prodaje po poduzećima unutar The Garden Brewery Grupe u 2020. prikazana je na grafikonu 4.

Grafikon 4: Struktura prihoda od prodaje po poduzećima unutar The Garden Brewery Grupe u 2020.



Izvor: Izrada autora prema konsolidiranim financijskim izvještajima poduzeća The Garden Brewery d.d. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [2. svibnja 2021.].

4.1.1. Analiza financijskih izvještaja izabranog poduzeća

Ukupni prihodi Grupe su se u razdoblju 2016.-2020. povećali s 21.105 tis. HRK na 59.712 tis. HRK, što predstavlja prosječni godišnji rast (PGR) od 29,4% (tablica 2). U ovom razdoblju PGR prihoda od prodaje piva je iznosio 50,3%, prihodi od usluga pruženih u okviru festivala su iznosili oko 15.000 tis. HRK u razdoblju 2016.-2019. te su u 2020. pali na 1.287 tis. HRK, dok je PGR prihoda od ostalih usluga iznosio 96,4%. Prihodi od maloprodaje hrane i pića vezanih uz Yellow Submarine su se počeli konsolidirati tek u 2019. preuzimanjem tog društva, dok je PGR njegovih prihoda na nekonsolidiranoj osnovi s Grupom u razdoblju 2016.-2020. iznosio 47,2%. Usprkos

⁹² Ibid.

pandemiji koronavirusa koja je imala značaj utjecaj na industriju zabave, prihodi od prodaje Grupe su i u 2020. rasli za 26,5%. Na povećanje prihoda je utjecala i puna konsolidacija prihoda društva Yellow Submarine.

Poslovni rashodi su u razdoblju 2016.-2020. rasli s 20.689 tis. HRK na 57.022 tis. HRK što predstavlja PGR od 28,8%. Najznačajniji trošak u ukupnim poslovnim rashodima su materijalni troškovi koji su u 2020. činili 66,4% rashoda, dok unutar njih značajan dio zauzimaju troškovi proizvodnje *craft* piva. Troškovi osoblja su činili 19,4%, a amortizacija 9,0% poslovnih rashoda u 2020. Grupa je u razdoblju 2016.-2020. ostvarila rast profitabilnosti u pogledu rasta EBITDA i EBIT marže, koje su rasle s 3,5% na 13,1%, odnosno s 2,9% na 4,5%. Profitna marža se u istom razdoblju blago povećala s 2,1% na 3,9%.

Tablica 2: Konsolidirani račun dobiti i gubitka poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2016.-2020, u tis. HRK

u tis. HRK	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	PGR
Prihod od prodaje	21,105	25,339	31,605	44,870	56,778	28.1%
Prihod od prodaje vlastitog piva	4,174	10,375	12,658	14,157	13,863	50.3%
Prihod od maloprodaje hrane i pića - Submarine	-	-	-	10,946	41,406	n.d.
Prihodi od usluga pruženih u okviru festivala	16,431	13,774	17,287	14,174	1,287	(4.8%)
Prihodi od ostalih usluga	500	1,190	1,660	5,592	222	123.6%
Ostali prihodi	197	41	428	460	2,934	96.4%
Ukupno prihodi	21,302	25,380	32,032	45,330	59,712	29.4%
Materijalni troškovi	(18,530)	(20,954)	(24,960)	(28,864)	(37,851)	(19.6%)
<i>udio u poslovnim rashodima</i>	89.6%	85.3%	79.4%	68.1%	66.4%	
Troškovi osoblja	(1,545)	(2,323)	(2,663)	(4,379)	(11,045)	(63.5%)
<i>udio u poslovnim rashodima</i>	7.5%	9.5%	8.5%	10.3%	19.4%	
Amortizacija	(129)	(267)	(631)	(6,858)	(5,141)	(151.1%)
<i>udio u poslovnim rashodima</i>	0.6%	1.1%	2.0%	16.2%	9.0%	
Ostali rashodi iz poslovanja	(485)	(1,031)	(3,149)	(2,266)	(2,986)	(57.5%)
<i>udio u poslovnim rashodima</i>	2.3%	4.2%	10.0%	5.3%	5.2%	
Gubici od umanjena vrijednosti	-	-	(21)	-	-	n.d.
<i>udio u poslovnim rashodima</i>	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	
Poslovni rashodi	(20,689)	(24,574)	(31,426)	(42,366)	(57,022)	(28.8%)
EBITDA	743	1,073	1,259	9,822	7,830	80.2%
<i>EBITDA marža</i>	3.5%	4.2%	3.9%	21.7%	13.1%	
EBIT	613	806	607	2,964	2,690	44.7%
<i>EBIT marža</i>	2.9%	3.2%	1.9%	6.5%	4.5%	
Financijski prihodi	82	131	747	77	90	2.4%
Financijski rashodi	(141)	(453)	(694)	(1,119)	(741)	(51.3%)
Neto financijski rezultat	(59)	(322)	54	(1,042)	(651)	(82.1%)
Ukupni prihodi	21,385	25,511	32,780	45,407	59,802	29.3%
Ukupni rashodi	(20,830)	(25,027)	(32,119)	(43,485)	(57,763)	(29.0%)
Dobit prije poreza	554	484	660	1,922	2,039	38.5%
Porez na dobit	(113)	(19)	(181)	(459)	(236)	(20.3%)
Dobit tekuće godine	442	465	479	1,463	1,803	42.1%
<i>profitna marža</i>	2.1%	1.8%	1.5%	3.2%	3.0%	

Izvor: Izrada autora prema konsolidiranim financijskim izvještajima poduzeća The Garden Brewery d.d. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [2. svibnja 2021.].

Ukupna aktiva Grupe se u razdoblju 2016.-2020. povećala s 9.709 tis. HRK na 75.388 tis. HRK, što predstavlja PGR od 66,9% (tablica 3). U 2020. dugotrajna imovina je činila 79,8% ukupne aktive, dok je unutar nje najznačajnija stavka bila nematerijalna imovina u iznosu od 40,2% ukupne aktive. Razlog za veliko povećanje nematerijalne imovine u 2019. je bilo priznavanje *goodwill*a nakon preuzimanja društva Yellow Submarine u iznosu od 24.419 tis. HRK. U 2019. se počela priznavati i stavka „Imovina s pravom korištenja“ koja se odnosi na početak primjene novog Međunarodnog standarda financijskog izvještavanja 16 (MSFI 16) po kojemu su poduzeća početkom 2019. morala početi priznavati vrijednost primljenih operativnih najmova u svojoj aktivi kao imovinu s pravom korištenja, što je povećalo dugotrajnu imovinu Grupe za 24.679 tis. HRK. Ova stavka je u 2020. činila 21,7% ukupne aktive. Kratkotrajna imovina je u 2020. činila 18,1% ukupne aktive, a najznačajnija stavka unutar nje su bili novac i novčani ekvivalenti.

Kapital i rezerve su u 2020. činile najveći udio u ukupnoj pasivi od 58,5% te je ova stavka u 2019. bilježila značajno povećanje zbog izdanja dionica i povećanja temeljnog kapitala za 39.749 tis. HRK. Dugoročne obveze su činile 27,6% ukupne pasive u 2020. Unutar njih najveći rast u razdoblju 2016.-2020. su zabilježile dugoročne financijske obveze sa 171 tis. HRK na 20.729 tis. HRK, najvećim dijelom zbog već spomenutog početka primjene MSFI 16 zbog kojeg poduzeća uz priznavanje imovine u operativnom najmu u aktivi moraju priznati i odgovarajuću obvezu u pasivi. Kratkoročne obveze su u 2020. činile 13,5% ukupne pasive, a najznačajnija stavka unutar njih su bile operativne obveze u iznosu od 10,9% ukupne pasive. Njih čine obveze prema dobavljačima, obveze za predujmove, obveze prema zaposlenicima i obveze prema državi.

Tablica 3: Konsolidirana bilanca poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2016.-2020., u tis. HRK

u tis. HRK	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	PGR
Nematerijalna imovina	2,805	2,624	6,250	29,857	30,330	81.3%
Imovina s pravom korištenja	-	-	-	19,211	16,352	n.d.
Nekretnine, postrojenja i oprema	834	3,344	4,509	9,457	10,656	89.1%
Financijska imovina	171	227	662	3,431	2,794	100.9%
Dugotrajna imovina	3,810	6,194	11,422	61,956	60,132	99.3%
<i>udio u aktivi</i>	<i>39.2%</i>	<i>40.8%</i>	<i>64.3%</i>	<i>77.0%</i>	<i>79.8%</i>	
Zalihe	1,901	2,068	1,868	2,026	2,826	10.4%
Potraživanja od kupaca i ostala potraživanja	2,489	4,502	2,876	5,120	6,055	24.9%
Financijska imovina	1,063	1,828	852	606	50	(53.3%)
Novac i novčani ekvivalenti	445	607	742	10,804	6,325	94.1%
Kratkotrajna imovina	5,898	9,005	6,338	18,558	15,256	26.8%
<i>udio u aktivi</i>	<i>60.8%</i>	<i>59.2%</i>	<i>35.7%</i>	<i>23.0%</i>	<i>20.2%</i>	
UKUPNA IMOVINA	9,709	15,199	17,760	80,514	75,388	66.9%
Kapital i rezerve	867	2,884	2,860	44,265	44,123	167.1%
<i>udio u pasivi</i>	<i>8.9%</i>	<i>19.0%</i>	<i>16.1%</i>	<i>55.0%</i>	<i>58.5%</i>	
Obveze prema povezanim društvima	4,855	4,720	6,354	-	-	n.d.
Dugoročne financijske obveze	171	2,534	2,149	25,736	20,729	231.9%
Odgodena porezna obveza	-	-	100	90	80	n.d.
Dugoročne obveze	5,025	7,254	8,604	25,826	20,809	42.6%
<i>udio u pasivi</i>	<i>51.8%</i>	<i>47.7%</i>	<i>48.4%</i>	<i>32.1%</i>	<i>27.6%</i>	
Kratkoročne financijske obveze	673	1,980	1,434	1,003	1,852	28.8%
Operativne obveze	3,062	2,862	4,740	8,597	8,184	27.9%
Ostale kratkoročne obveze	82	32	18	225	157	17.7%
Kratkoročne obveze	3,817	4,874	6,191	9,826	10,192	27.8%
<i>udio u pasivi</i>	<i>39.3%</i>	<i>32.1%</i>	<i>34.9%</i>	<i>12.2%</i>	<i>13.5%</i>	
Odgodeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	-	187	105	597	263	n.d.
UKUPNO KAPITAL I OBVEZE	9,709	15,199	17,760	80,514	75,388	66.9%

Izvor: Izrada autora prema konsolidiranim financijskim izvještajima poduzeća The Garden Brewery d.d. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [2. svibnja 2021.].

4.1.2. Analiza makroekonomskog okružja Republike Hrvatske

The Garden Brewery većinu prihoda ostvaruje na hrvatskom tržištu. Gospodarski oporavak Hrvatske nakon financijske krize iz 2007./2008. započeo je tek 2015. godine te je od tada bio podržan rastom izvoza zbog integracije hrvatskih poduzeća u europske lance opskrbe, rekordnim turističkim sezonama i povećanom privatnom potrošnjom uzrokovanom rastom raspoloživog dohotka kao rezultat rasta plaća i smanjenja poreza. Hrvatski nominalni BDP se u 2020. smanjio

za 8,6% kao izravna posljedica pandemije koronavirusa (tablica 4)⁹³. Hrvatska vlada je u potpunosti zatvorila ekonomiju od 23. ožujka do 27. travnja, s maksimalnim brojem novooboljelih sredinom travnja od 1.258. Ljetni mjeseci i toplo vrijeme su otežali daljnje širenje zaraze, no jesen je donijela povećanje oboljelih te uvođenje novih epidemoloških mjera. Ove mjere, kao i mjere pomoći države ekonomiji, se nastavljaju i u 2021. godini.

Tablica 4: Projekcije glavnih ekonomskih pokazatelja za Republiku Hrvatsku, period 2021.-2025.

	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
Rast/pad realnog BDP-a (% godišnje)	2.9%	(8.8%)	4.0%	2.8%	2.9%	2.4%	2.5%
Potrošačke cijene (prosječno, %)	0.8%	0.2%	1.1%	1.5%	1.7%	2.0%	1.6%
Rast/pad nominalnog BDP-a (% godišnje)	3.7%	(8.6%)	5.1%	4.3%	4.6%	4.4%	4.1%
Saldo državnog proračuna (% BDP-a)	0.4%	(6.7%)	(6.8%)	(5.2%)	(4.4%)	(4.0%)	(3.8%)
Državni dug (% BDP-a)	73.2%	89.0%	90.7%	95.9%	93.8%	91.3%	89.0%
Kamatna stopa na kredite (prosječna, %)	2.7%	1.9%	2.1%	2.2%	2.7%	2.9%	3.0%
Kamatna stopa na depozite (prosječna, %)	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.7%	1.3%	1.7%
Stopa nezaposlenosti (%)	7.7%	9.2%	9.3%	8.1%	7.8%	7.6%	7.7%
Trošak rada po satu (HRK)	35.0	37.9	38.9	39.7	40.3	40.9	41.5
Rast/pad prosječne realne plaće (% godišnje)	2.7%	3.8%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%	1.6%
Rast/pad prosječne nominalne plaće (% godišnje)	3.5%	4.0%	2.5%	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%
Saldo tekućeg računa (% BDP-a)	2.7%	(1.0%)	(0.8%)	(0.6%)	0.2%	0.4%	0.9%
Izravna ulaganja (USD milijuni)	1,380	921	1,099	1,237	1,386	1,411	1,411
Ukupni vanjski dug (% BDP-a)	43.5%	46.4%	50.2%	52.8%	55.9%	58.4%	58.4%
EUR/HRK prosječni tečaj	7.4	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5

Izvor: The Economist Intelligence Unit (2020) *Country forecast: Croatia*. London: The Economist Group.

Najveća slabost hrvatske ekonomije je njezin veliki turistički sektor, koji čini oko 25% BDP-a, a sa sličnim postotkom sudjeluje i u ukupnoj zaposlenosti⁹⁴. Broj dolazaka turista je u 2020. pao za 64,2% s obzirom na 2019. Očekuje se da će potrošači i u dogledno vrijeme ostati oprezni oko odluke o putovanju zbog straha od zaraze i smanjenja raspoloživog dohotka. Ostale ranjivosti hrvatske ekonomije uključuju prezaduženi sektor brodogradnje i snažne trgovinske i turističke veze s Italijom, jednom od pandemijom najteže pogođenih europskih zemalja. Za 2021. se očekuje rast BDP-a od 4,0%, dok se za period 2022.-2025. očekuje prosječni rast od 2,7%⁹⁵.

Kao odgovor na pandemiju, Hrvatska narodna banka osigurala je dodatnu likvidnost ekonomiji, podržala državne vrijednosnice i privremeno ublažila regulatorno opterećenje, dok je Vlada s komercijalnim bankama dogovorila moratorij na obveze poduzetnika prema bankama. Hrvatska ekonomija je visoko euroizirana te je u lipnju 2020. ušla u europski tečajni mehanizam ERM II, u kojemu mora provesti barem dvije godine kako bi mogla uvesti euro kao valutu. Ovo razdoblje će

⁹³ The Economist Intelligence Unit (2020) *Country forecast: Croatia*. London: The Economist Group.

⁹⁴ Ibid.

⁹⁵ Ibid.

se vjerojatno produžiti zbog negativnog utjecaja pandemije na ekonomski rast te javni dug zbog čega Hrvatska neko vrijeme neće zadovoljavati kriterije iz Maastrichta.

Nakon tri godine malih proračunskih suficita, proračunski deficit u 2020. je iznosio 6,7% BDP-a, dok se za 2021. očekuje deficit u iznosu od 6,8% BDP-a. Razlog su već navedene mjere pomoći ekonomiji pogođenoj pandemijom, ali i potresi u Zagrebu i okolici koji su u 2020. uzrokovali značajne štete, a nastavljaju se i u 2021. Javni dug u 2019. je iznosio 72,8% BDP-a, dok se za 2020. očekuje iznos od 89,0% BDP-a. Nakon daljnjeg rasta u 2021. i 2022., očekuje se njegovo smanjenje tek od 2023. te povratak na 89,0% BDP-a krajem 2025⁹⁶.

4.1.3. Analiza industrije piva u Hrvatskoj

Hrvatsko tržište piva sastoji se od dva segmenta. Jedan segment je segment lager piva na kojem većinom dominiraju industrije piva s lokalnim i globalnim dosegom u vlasništvu svjetskih pivskih grupa, dok drugi segment čine male i srednje pivovare s brzo rastućim trendom zanatskog (*craft*) piva.

Povoljni faktori za razvoj pivske industrije u Hrvatskoj su dobro razvijena proizvodnja ječma i kukuruza te široka poljoprivredna baza koja omogućuje proizvodnju sve veće količine pivskog ječma. Životni standard u Hrvatskoj je dovoljno visok da omogući potrošnju na zabavu, a potrošnji pridonosi i veliki turistički sektor. Također, vrlo važna je razvijena kultura ispijanja piva u zemlji tijekom čitave godine, a pogotovo u toplijim mjesecima i prilikom kulturnih i sportskih događanja. Jedan od najvažnijih negativnih faktora za razvoj industrije je ovisnost o zakonskoj regulativi Europske unije. Ona preporukama, politikama i zakonima može negativno utjecati na dobit industrije i konkurenciju uvođenjem proizvodnih kvota, povećanjem poreznih stopa ili regulacijom cijena⁹⁷.

Ukupna proizvodnja piva u Hrvatskoj u 2019. godini je iznosila 3.239 tisuće hektolitara, dok je ukupna potrošnja iznosila 5.585 tisuće hektolitara, što je činilo godišnju potrošnju od 88 litara po

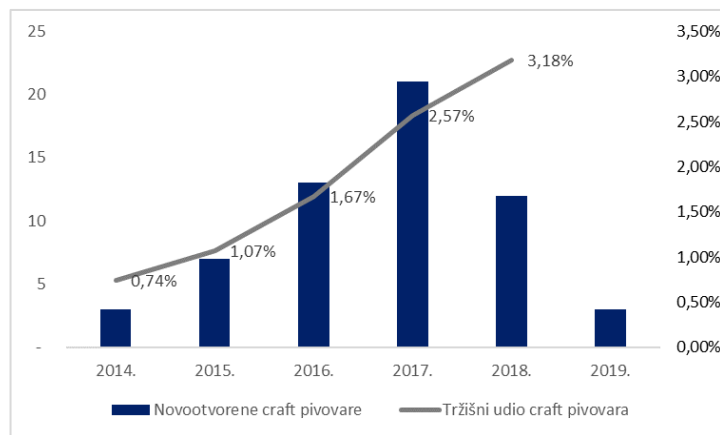
⁹⁶ Ibid.

⁹⁷ Prospekt uvrštenja redovnih dionica The Garden Brewery d.d. na Redovito tržište Zagrebačke burze d.d. [online]. Dostupno na: <https://thegarden.hr/investor-relations/prospectus/> [6. svibnja 2021.]

stanovniku⁹⁸. U istoj godini bilo je registrirano 92 pivovare te je pivska industrija izravno zapošljavala 1.600 ljudi. Najveće pivovare po prihodima su bile Zagrebačka pivovara (1.068 milijuna HRK prihoda), Heineken Hrvatska (673 milijuna HRK) i Carlsberg Croatia (336 milijuna HRK)⁹⁹.

Craft pivo u Hrvatskoj proizvode male nezavisne pivovare koje su po Zakonu o trošarinama definirane kao one s godišnjom proizvodnjom piva do 125.000 hektolitara, koje su neovisne o bilo kojoj drugoj pivovari te koje ne proizvode pivo prema licenci¹⁰⁰. Vrijednost *craft* segmenta se procjenjuje na oko 50 milijuna kuna u 2019. Segment kontinuirano raste u prosjeku između 0,5-1% godišnje te trenutno zauzima 3% ukupnog hrvatskog tržišta piva (grafikon 5)¹⁰¹. U 2019. na tržištu su postojale 72 *craft* pivovare, od kojih su neke od najvećih po proizvodnji piva bile Ličanka, Medvedgrad, Zmajska pivovara, Pivovara Daruvar, Bujska pivovara, Grif, Garden Brewery i ostale¹⁰².

Grafikon 5: Novootvorene craft pivovare u Hrvatskoj i njihov tržišni udio u ukupnoj industriji piva, razdoblje 2014.-2019.



Izvor: Prospekt uvrštenja redovnih dionica The Garden Brewery d.d. na Redovito tržište Zagrebačke burze d.d. [online]. Dostupno na: <https://thegarden.hr/investor-relations/prospectus/> [6. svibnja 2021.]

⁹⁸ The Brewers of Europe (2020) *Croatia: Key figures 2019* [online]. Dostupno na: <https://brewersofeurope.org/uploads/mycms-files/documents/publications/2020/country-profiles/Croatia.pdf> [21. ožujka 2021.].

⁹⁹ Fina RGFI javna objava [online]. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [21. ožujka 2021.].

¹⁰⁰ Narodne novine (2018) *Zakon o trošarinama* [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_11_106_2058.html [21. ožujka 2021.].

¹⁰¹ Prospekt uvrštenja redovnih dionica The Garden Brewery d.d. na Redovito tržište Zagrebačke burze d.d., op. cit.

¹⁰² ¹⁰² Fina RGFI javna objava [online]. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [21. ožujka 2021.].

4.2. Pregled potencijalnih kupaca i njihovih motiva za kupnju izabranog poduzeća

S obzirom da je u slučaju preuzimanja The Garden Brewery Grupe riječ o potencijalnoj/hipotetskoj transakciji, potrebno je istražiti tko su potencijalni kupci poduzeća. Ovo je ključan proces i prilikom stvarne prodajne transakcije poduzeća kada financijski savjetnici sastavljaju takozvanu dugu listu s popisom svih potencijalnih kupaca. Na dugoj listi se nalaze osnovne informacije o potencijalnom kupcu: ime poduzeća, država u kojoj je sjedište, opis poslovanja, iznos prihoda i zarade u zadnjoj godini, kontakti, motivi za kupnju poduzeća te popis nedavnih transakcija u kojim je poduzeće bilo uključeno. Vrlo je važno pažljivo izraditi dugu listu kako bi se uključili svi potencijalni kupci, što bi moglo predstavljati razliku između uspješno zaključene transakcije i neuspjeha u prodaji.

Prilikom izrade liste potencijalnih preuzimatelja Grupe, uzete su tri hrvatske pivovare s obzirom da posluju na istom tržištu te su pregledane transakcije spajanja i preuzimanja u pivskoj industriji na području istočne i jugoistočne Europe u razdoblju od početka 2015. do ožujka 2021. Pretpostavka je da će poduzeća koja su bila na kupovnoj strani transakcije biti ponovno zainteresirana za preuzimanja u regiji. Prilikom pretraživanja transakcija, pronađene su samo 3 transakcije kupnje *craft* pivovara u Europi i to ne u relevantnoj regiji, zbog čega se pretraga proširila na cijelu pivarsku industriju. Takvih transakcija u regiji u zadnjih šest godina je bilo 9¹⁰³, na temelju čega je na listu potencijalnih kupaca uz tri hrvatske pivovare dodano još šest stranih poduzeća, za ukupno osam strateških i jednog financijskog potencijalnog kupca (tablica 5).

¹⁰³ Izračun autora na temelju podataka iz baze Mergermarket [online]. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/homepage> [21. ožujka 2021.].

Tablica 5: Popis potencijalnih preuzimatelja poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe)

Potencijalni kupac	Država	Opis poslovanja	Prihodi 2019. (mEUR)	EBITDA 2019. (mEUR)	Motivi za kupnju	Transakcije u ulozi kupca
Heineken N.V. (ENXTAM:HEIA)	Nizozemska	Heineken N.V. proizvodi i prodaje pivo pod brendovima Heineken, Amstel, Desperados, Sol, Tiger i ostalo. Posluje na području Europe, Amerika, Afrike i Azije-pacifika.	23.969,0	5.230,0	Diversifikacija proizvodnog asortimana, dodatno jačanje tržišne pozicije u regiji kroz nove kanale distribucije	2015 - Pivovarna Lasko, d. d. (poduzeće iz Slovenije koje proizvodi i prodaje pivo)
Bingo export-import Tuzla d.o.o.	BiH	Bingo je najveći trgovački lanac u Bosni i Hercegovini s 215 prodavaonica. Uz prodaju, Bingo grupa proizvodi deterdžente, proizvode za kućanstvo grickalice, tekstil, pivo i ostalo.	565,6	-	Diversifikacija proizvodnog asortimana, širenje na hrvatsko tržište	2018 - Pivara Tuzla d.d. (proizvođač piva iz Bosne i Hercegovine)
Grupa Zywiec S.A. (WSE:ZWC)	Poljska	Grupa Zywiec je poljsko poduzeće koje proizvodi i prodaje pivo pod brendovima Zywiec, Heineken, Namyslow, Warska i Tatra.	551,9	109,6	Diversifikacija proizvodnog asortimana, širenje poslovanja na hrvatsko tržište	2019 - Browar Namyslow Sp. z o.o. (proizvođač piva iz Poljske)
Pivovary Staropramen s. r. o.	Češka	Pivovary Staropramen proizvodi, prodaje i izvozi pivo pod brendovima Staropramen, Branik, Ostravarm Stella Artois, Carling i ostalo. Posluje na području Češke i internacionalno.	169,0	-	Diversifikacija proizvodnog asortimana, dodatno jačanje tržišne pozicije u regiji kroz nove kanale distribucije	2019 - Pardubický Pivovar A.S. (češko poduzeće koje proizvodi i prodaje pivo)
Zagrebačka pivovara d.o.o.	Hrvatska	Zagrebačka pivovara je najveći proizvođač piva u Hrvatskoj i član Molson Coorsa, jedne od najvećih pivarskih grupacija na svijetu. Proizvodi i prodaje pivo pod brendom Ožujsko, Tomislav, Beck's, Corona, Hoegaarden, Lowenbrau i ostalo.	144,2	44,0	Diversifikacija proizvodnog asortimana piva, zauzimanje pozicije na brzorastućem tržištu <i>craft</i> pive	2018 - Vukovarsko pivo, brend Vukovarska pivovara
Prvo hrvatsko pivo 1664 d.o.o.	Hrvatska	Pod nazivom Prvo hrvatsko pivo 1664 posluje Osječka pivovara, koja se bavi proizvodnjom i prodajom piva. Godine 1664. proizvela je prvo hrvatsko pivo, Osječko.	11,6	1,1	Diversifikacija proizvodnog asortimana piva, zauzimanje pozicije na brzorastućem tržištu <i>craft</i> piva	-
Istarska pivovara d.o.o.	Hrvatska	Istarska pivovara je vodeći proizvođač piva u zapadnom dijelu Hrvatske. Brendovi piva koje proizvodi i prodaje uključuju Istarsko, Favorit i Istarsko Premium s tartufima i muškatom.	4,9	1,0	Diversifikacija proizvodnog asortimana piva, zauzimanje pozicije na brzorastućem tržištu <i>craft</i> piva, širenje poslovanja na zagrebačkom tržištu	-
J&T Private Equity Group	Češka	J&T Private Equity Group je fond privatnog kapitala iz Češke.	-	-	Kupnja stabilnog i rastućeg poduzeća s niskom razinom duga kako bi se poduzeće u razdoblju 3-10 godina prodalo za veću cijenu	2015 - Pivovary Lobkowicz Group, a.s. (češki proizvođač piva)
CAPITAL PROJECTS JSC.	Bugarska	Poduzeće u vlasništvu bugarskog privatnog investitora koji je 2015. kupio Nišku pivaru.	-	-	Diversifikacija proizvodnog asortimana, širenje na hrvatsko tržište	2015 - Niška pivara (proizvođač piva iz Srbije)

Izvor: Izrada autora na temelju podataka iz online baze Mergermarket. Dostupno na:

<https://www.mergermarket.com/homepage> [21. ožujka 2021.].

4.3. Procjena vrijednosti izabranog poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova

U nastavku je izrađena procjena vrijednosti poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) kako bi se odredila fer cijena koja bi se trebala platiti u transakciji preuzimanja tog poduzeća. Procjena je odrađena metodom diskontiranih novčanih tokova, multiplikatora usporedivih poduzeća i multiplikatora usporedivih transakcija.

Prvi korak prilikom procjene vrijednosti modelom diskontiranih novčanih tokova je projekcija prihoda. Projekcije prihoda za The Garden Brewery Grupu su rađene za pet godina u budućnost te na temelju podjele na tri glavna izvora prihoda – prihod od prodaje vlastitog piva, prihod od maloprodaje hrane i pića u sklopu poduzeća Yellow Submarine te prihodi od usluga pruženih u okviru festivala.

S obzirom na povijesne stope rasta pojedinih segmenata u razdoblju 2016.-2020., za segmente prodaje vlastitog piva i maloprodaje hrane i pića se pretpostavilo da će u prvoj godini projekcije rasti stopom od 20%, nakon čega će se stopa rasta smanjiti na 15% te do kraja razdoblja projekcije će iznositi 10% godišnje. Rast prodaje od prodaje vlastitog piva se temelji na pretpostavci o organskom rastu kako se broj distributera „The Garden Brewery“ brenda i svijest potrošača o njemu povećava, dok se rast prihoda od hrane temelji na pretpostavci o otvaranju novih lokacija Yellow Submarine restorana u istim gradovima i širenjem u nove gradove. Stopa rasta postepeno pada kroz razdoblje projekcije kako se tržište zasićuje proizvodima Grupe te dolazi do povećanja konkurenata u proizvodnji *craft* piva i restorana brze hrane. Za prihode od pruženih usluga u sklopu festivala se pretpostavilo da će se djelomično oporaviti u 2021. kako se epidemiološka situacija u Hrvatskoj popravlja te će iznositi 15.000 tis. HRK u ostalim godinama projekcije, koliko su prosječno iznosili u razdoblju prije pandemije koronavirusa. Za ostale poslovne prihode se izračunalo koliki udio čine u prihodima od prodaje te su se radile pretpostavke za taj udio u budućnosti. U razdoblju 2021.-2025. poslovni prihodi rastu s 78.256 tis. HRK na 123.514 tis. HRK, što predstavlja PGR od 12,1% (tablica 6).

Prilikom projekcije poslovnih rashoda korištena je metoda postotka od prihoda od prodaje. Izračunati su udjeli materijalnih troškova, troškova osoblja i ostalih rashoda iz poslovanja u prihodima od prodaje te je izračunat medijan povijesnih udjela u razdoblju 2016.-2020. Za te udjele u razdoblju projekcije se pretpostavilo da će biti jednaki izračunatom povijesnom medijanu. Ovdje i u ostatku procjene vrijednosti korišten je medijan umjesto obične aritmetičke sredine s obzirom na svojstvo medijana da na njegovu vrijednost manje utječu ekstremne vrijednosti te se tako smanjuje iskrivljenost povijesnih podataka od jednokratnih pojava u poslovanju (rezultat procjene bi bio drugačiji da se koristila obična aritmetička sredina). S obzirom da je projekcija prihoda od prodaje već izrađena, množenjem prihoda s medijanom udjela dobiven je apsolutni iznos pojedinačnih troškova u godinama projekcije. Projekcija amortizacije je izrađena na

drugačiji način, na temelju tablica neto knjigovodstvene vrijednosti materijalne i nematerijalne imovine iz bilježaka financijskih izvještaja. Iz njih je izračunata stopa amortizacije kao udio amortizacije u tekućoj godini u nabavnoj vrijednosti imovine s početka godine te je za navedenu stopu u razdoblju projekcije pretpostavljeno da će biti jednaka povijesnom medijanu (posebno za nematerijalnu, materijalnu i imovinu s pravom korištenja). Ukupni poslovni rashodi u razdoblju 2021.-2025. rastu s 66.868 tis. HRK na 108.078 tis. HRK, što predstavlja PGR od 12,8%. EBIT u tom razdoblju raste s 11.388 tis. HRK na 15.436 tis. HRK, dok EBIT marža pada s 14,6% na 12,5% najvećim djelom zbog povećanja troškova amortizacije uslijed većih kapitalnih ulaganja.

Projekcije financijskih prihoda i rashoda su rađene na temelju prosječne stope prinosa i kamate na financijsku imovinu, odnosno na financijske obveze poduzeća. Za financijsku imovinu je pretpostavljeno da se neće mijenjati u razdoblju projekcije tako da će financijski prihodi svake godine biti jednaki (ovo je neznatčan iznos za rezultat Grupe pa detaljne projekcije nisu potrebne). Za dugoročne financijske obveze je pretpostavljeno da Grupa neće uzimati nove kredite u razdoblju projekcije te da će postojeće otplatiti do 2025., zbog čega su financijski rashodi u 2025. jednaki nula. Ovdje je pretpostavka da će Grupa ostvarivati dovoljan novčani tok iz poslovanja da otplati glavnice i ostvari planirana kapitalna ulaganja bez potrebe za podizanjem novog duga. Za efektivnu poreznu stopu koju će Grupa plaćati u budućnosti je pretpostavljeno da će biti jednaka trenutnoj stopi poreza na dobit u Hrvatskoj od 18% za sve godine projekcije. Neto dobit u razdoblju 2021.-2025. raste s 8.926 tis. HRK na 12.732 tis. HRK (tablica 6).

Tablica 6: Projekcija konsolidiranog računa dobiti i gubitka poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.

u tis. HRK	2021. P	2022. P	2023. P	2024. P	2025. P	PGR
Prihod od prodaje	77.461	95.769	103.772	112.576	122.259	12,1%
Prihod od prodaje vlastitog piva	16.636	19.131	21.044	23.148	25.463	11,2%
Prihod od maloprodaje hrane i pića - Submarine	49.688	57.141	62.855	69.141	76.055	11,2%
Prihodi od usluga pruženih u okviru festivala	7.500	15.000	15.000	15.000	15.000	18,9%
Prihodi od ostalih usluga	3.638	4.498	4.873	5.287	5.742	12,1%
Ostali prihodi	795	983	1.065	1.155	1.255	12,1%
Ukupno prihodi	78.256	96.752	104.837	113.731	123.514	12,1%
Materijalni troškovi	(50.350)	(62.250)	(67.452)	(73.174)	(79.469)	(12,1%)
Troškovi osoblja	(7.102)	(8.780)	(9.514)	(10.321)	(11.209)	(12,1%)
Amortizacija	(5.504)	(6.766)	(8.133)	(9.616)	(11.226)	(19,5%)
Ostali rashodi iz poslovanja	(3.912)	(4.837)	(5.241)	(5.686)	(6.175)	(12,1%)
Poslovni rashodi	(66.868)	(82.633)	(90.339)	(98.796)	(108.078)	(12,8%)
EBITDA	16.893	20.885	22.630	24.550	26.662	12,1%
<i>EBITDA marža</i>	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	21,6%	
EBIT	11.388	14.119	14.498	14.935	15.436	7,9%
<i>EBIT marža</i>	14,6%	14,6%	13,8%	13,1%	12,5%	
Financijski prihodi	90	90	90	90	90	-
Financijski rashodi	(593)	(445)	(296)	(148)	-	n.d.
Neto financijski rezultat	(502)	(354)	(206)	(58)	90	n.d.
Ukupni prihodi	78.346	96.843	104.928	113.821	123.604	12,1%
Ukupni rashodi	(67.461)	(83.077)	(90.636)	(98.944)	(108.078)	(12,5%)
Dobit prije poreza	10.886	13.765	14.292	14.877	15.527	9,3%
Porez na dobit	(1.959)	(2.478)	(2.573)	(2.678)	(2.795)	(9,3%)
Dobit tekuće godine	8.926	11.287	11.719	12.199	12.732	9,3%
<i>profita marža</i>	11,4%	11,7%	11,2%	10,7%	10,3%	

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Izvor: Izrada autora.

Nematerijalna imovina Grupe se većinom odnosi na *goodwill* koji se ne amortizira zbog čega je pretpostavljeno da se nematerijalna imovina neće mijenjati u godinama projekcije. Kao i projekcija amortizacije, projekcija imovine s pravom korištenja i materijalne imovine (nekretnine, postrojenja i oprema) se izradila na temelju tablica neto vrijednosti imovine iz bilježaka, gdje su vidljive nabavke nove imovine, odnosno kapitalna ulaganja koja utječu na slobodni novčani tok poduzeću. Za nabavke materijalne imovine se pretpostavilo da će u budućnosti biti jednake medijanu njihovih povijesnih udjela u prihodima od prodaje u razdoblju 2016.-2020. (tablica 7), dok se za imovinu s pravom korištenja pretpostavilo da neće biti novih nabavki (Grupa neće ulaziti u nove ugovore o operativnom najmu) te se ova imovina smanjuje amortizacijom. Dugotrajna imovina u razdoblju 2021.-2025. raste sa 63.026 tis. HRK na 74.384 tis. HRK, odnosno PGR iznosi 4,2%.

Tablica 7: Projekcija kapitalnih ulaganja i izračun neto knjigovodstvene vrijednosti materijalne imovine poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.

u tis. HRK	2020.	2021. P	2022. P	2023. P	2024. P	2025. P
Bruto knjigovodstvena vrijednost na početku godine	12.396	15.179	23.577	33.961	45.213	57.419
Kapitalna ulaganja	9.111	8.399	10.384	11.252	12.206	13.256
udio u prihodima od prodaje	16,0%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Ostale promjene	(6.329)	-	-	-	-	-
Bruto knjigovodstvena vrijednost na kraju godine	15.179	23.577	33.961	45.213	57.419	70.675
Akumulirana amortizacija na početku godine	(2.939)	(4.523)	(7.387)	(11.513)	(17.006)	(23.982)
Trošak amortizacije za razdoblje	(1.658)	(2.864)	(4.126)	(5.493)	(6.976)	(8.586)
Ostale promjene	75	-	-	-	-	-
Akumulirana amortizacije krajem godine	(4.523)	(7.387)	(11.513)	(17.006)	(23.982)	(32.568)
Neto knjigovodstvena vrijednost krajem godine	10.656	16.190	22.448	28.207	33.437	38.107
Stopa amortizacije	(13,4%)	(12,1%)	(12,1%)	(12,1%)	(12,1%)	(12,1%)

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Izvor: Izrada autora.

Projekcija zaliha te potraživanja od kupaca i ostalih potraživanja je napravljena na temelju izračuna koeficijenta obrtaja i dana vezivanja, odnosno izračunati su povijesni pokazatelji dani zaliha i dani naplate potraživanja od kupaca u razdoblju 2016.-2020. Množenjem njihovih povijesnih medijana s odgovarajućim projiciranim stavkama (materijalni troškovi za zalihe, odnosno prihodi od prodaje za potraživanja) dobivene su apsolutne projekcije zaliha i potraživanja od kupaca. Operativne kratkoročne obveze su prognozirane na isti način kao i zalihe i potraživanja od kupaca, izračunom dana plaćanja predujmova, dana plaćanja dobavljača, dana plaćanja zaposlenika i ostalih. Oduzimanjem operativnih kratkoročnih obveza od operativne kratkoročne imovine izračunat je operativni radni kapital čije promjene iz godine u godinu utječu na slobodni novčani tok poduzeća (tablica 8). Projekcija novca i novčanih ekvivalenata je dobivena povezivanjem sva tri financijska izvještaja, pri čemu je novac na kraju razdoblja iz izvještaja o novčanom toku povezan na bilancu te prilikom modeliranja služi za dovođenje aktive i pasive u ravnotežu. Ukupna imovina Grupe u razdoblju 2021.-2025. raste s 20.043 tis. HRK na 45.899 tis. HRK, što predstavlja PGR od 9,7%.

Tablica 8: Izračun operativnog radnog kapitala poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.

u tis. HRK	2020.	2021. P	2022. P	2023. P	2024. P	2025. P
Zalihe	2.826	3.769	4.660	5.049	5.477	5.949
Potraživanja od kupaca i ostala potraživanja	6.055	8.840	10.929	11.842	12.847	13.952
Kratkotrajna operativna imovina	8.881	12.608	15.589	16.891	18.324	19.900
Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim in	-	-	-	-	-	-
Obveze za predujmove	2.313	2.443	3.020	3.273	3.551	3.856
Obveze prema dobavljačima	4.533	6.231	7.704	8.347	9.055	9.834
Obveze prema zaposlenicima	854	400	494	535	581	631
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	484	619	765	829	900	977
Ostale kratkoročne obveze	157	78	97	105	114	124
Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdol	263	359	444	481	522	567
Kratkoročne operativne obveze	8.604	10.130	12.525	13.571	14.722	15.989
Operativni radni kapital	277	2.478	3.064	3.320	3.602	3.911
Promjene u operativnom radnom kapitalu	2.550	2.201	586	256	282	310

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Izvor: Izrada autora.

Kapital i rezerve se značajno povećavaju u razdoblju projekcije jer je pretpostavljeno da Grupa neće isplaćivati dividende u sljedećih pet godina kako bi mogla financirati kapitalna ulaganja i otplaćivati dug bez dodatnog zaduživanja, zbog čega zadržana dobit značajno raste. Ukupan kapital i rezerve rastu s 54.424 tis. HRK na 102.362 tis. HRK u 2025. Grupa kroz godine projekcije otplaćuje glavnica dugoročnog financijskog duga dok ga u potpunosti ne otplati u 2025., dok je kratkoročan financijski dug kroz sve godine projekcije zadržan na istoj razini s obzirom da nije značajan (tablica 9).

Tablica 9: Projekcija konsolidirane bilance poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.

u tis. HRK	2021. P	2022. P	2023. P	2024. P	2025. P	PGR
Nematerijalna imovina	30.330	30.330	30.330	30.330	30.330	-
Imovina s pravom korištenja	13.712	11.073	8.433	5.793	3.153	(30,8%)
Nekretnine, postrojenja i oprema	16.190	22.448	28.207	33.437	38.107	23,9%
Financijska imovina	2.794	2.794	2.794	2.794	2.794	-
Dugotrajna imovina	63.026	66.644	69.763	72.354	74.384	4,2%
<i>udio u aktivi</i>	<i>75,9%</i>	<i>72,0%</i>	<i>68,9%</i>	<i>65,5%</i>	<i>61,8%</i>	
Zalihe	3.769	4.660	5.049	5.477	5.949	12,1%
Potraživanja od kupaca i ostala potraživanja	8.840	10.929	11.842	12.847	13.952	12,1%
Financijska imovina	50	50	50	50	50	-
Novac i novčani ekvivalenti	7.384	10.322	14.521	19.702	25.948	36,9%
Kratkotrajna imovina	20.043	25.961	31.462	38.076	45.899	23,0%
<i>udio u aktivi</i>	<i>24,1%</i>	<i>28,0%</i>	<i>31,1%</i>	<i>34,5%</i>	<i>38,2%</i>	
UKUPNA IMOVINA	83.070	92.606	101.226	110.430	120.283	9,7%
Temeljni kapital	40.404	40.404	40.404	40.404	40.404	-
Zadržana dobit	2.101	11.027	22.315	34.034	46.233	116,6%
Dobit tekuće godine	8.926	11.287	11.719	12.199	12.732	9,3%
Nekontrolirajući interes	2.994	2.994	2.994	2.994	2.994	-
Kapital i rezerve	54.424	65.712	77.431	89.630	102.362	17,1%
<i>udio u pasivi</i>	<i>65,5%</i>	<i>71,0%</i>	<i>76,5%</i>	<i>81,2%</i>	<i>85,1%</i>	
Dugoročne financijske obveze	16.583	12.438	8.292	4.146	-	n.d.
Odgodena porezna obveza	80	80	80	80	80	-
Dugoročne obveze	16.663	12.517	8.371	4.226	80	(73,7%)
<i>udio u pasivi</i>	<i>20,1%</i>	<i>13,5%</i>	<i>8,3%</i>	<i>3,8%</i>	<i>0,1%</i>	
Kratkoročne financijske obveze	1.852	1.852	1.852	1.852	1.852	-
Operativne obveze	9.771	12.080	13.090	14.200	15.422	12,1%
Ostale kratkoročne obveze	157	157	157	157	157	-
Kratkoročne obveze	11.623	13.932	14.942	16.052	17.274	10,4%
<i>udio u pasivi</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,4%</i>	
Odgodeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	359	444	481	522	567	12,1%
UKUPNO KAPITAL I OBVEZE	83.070	92.606	101.226	110.430	120.283	9,7%

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Izvor: Izrada autora.

Nakon izrade projekcije financijskih izvještaja za sljedećih pet godina, izračunat je slobodni novčani tok poduzeća za to razdoblje. EBIT je pomnožen s (1-porezna stopa) kako bi se izračunao NOPAT na koji je dodana amortizacija, promjene u radnom kapitalu te kapitalna ulaganja koji su izračunati prilikom projekcije stavki RDG-a i bilance. Slobodni novčani tok poduzeća u razdoblju 2021.-2025. raste s 4.399 tis. HRK na 10.318 tis. HRK.

Tablica 10: Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupi) za razdoblje 2021.-2025.

u tis. HRK	2020.	2021. P	2022. P	2023. P	2024. P	2025. P
EBIT	2.690	11.388	14.119	14.498	14.935	15.436
Porezna stopa	11,6%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
EBIT*(1-t)	2.378	9.338	11.578	11.888	12.247	12.658
Amortizacija	5.141	5.504	6.766	8.133	9.616	11.226
Promjene operativnog radnog kapitala	(2.550)	(2.201)	(586)	(256)	(282)	(310)
Kapitalna ulaganja	(9.111)	(8.399)	(10.384)	(11.252)	(12.206)	(13.256)
Slobodni novčani tok poduzeća	(4.142)	4.243	7.374	8.513	9.374	10.318

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Izvor: Izrada autora.

Nakon izračuna slobodnih novčanih tokova poduzeća potrebno je izračunati diskontnu stopu, odnosno trošak kapitala poduzeća. Prilikom izračuna troška glavnice korišten je model procjene kapitalne imovine. Za bezrizičnu stopu je uzet prinos na hrvatske desetogodišnje državne obveznice u listopadu 2020. od kojeg je oduzet desetogodišnji CDS (*credit default spread*) za Hrvatsku na 31.12.2020. (datum procjene) kako bi se izračunao pravi bezrizični prinos¹⁰⁴. Izračunata je fundamentalna beta pri čemu su za betu bez utjecaja financijske poluge te odnos duga i glavnice uzeti prosjeci industrije alkoholnih pića u Europi¹⁰⁵. Uz premiju rizika na vlasnička ulaganja, dodana je i premija rizika za ulaganje u mala poduzeća koja se smatraju rizičnijima u iznosu od 3,75% te premija rizika države u iznosu 1,28% koja se odnosi na desetogodišnji CDS za Hrvatsku na datum procjene¹⁰⁶. Tako izračunat trošak glavnice iznosi 9,1%. Grupa nema obveznice kojima se javno trguje pa nije moguće odrediti njihov prinos do dospijea kako bi se izračunao trošak duga. Zato je za trošak duga uzet ponderirani prosjek efektivnih kamatnih stopa koje su kreditne institucije naplaćivale pravnim osobama u Hrvatskoj u prosincu 2020. na kredite u kunama te do 7,5 milijuna HRK s obzirom da je Grupa manje poduzeće koje bi se vjerojatno zaduživalo u kunama¹⁰⁷. Uz pretpostavljenu efektivnu poreznu stopu od 18%, koliko iznosi trenutna stopa poreza na dobit u Hrvatskoj, trošak duga nakon poreza iznosi 2,6%. Za udio glavnice

¹⁰⁴ Hrvatska narodna banka [online]. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/dug-opce-drzave> [3. svibnja 2021.]

¹⁰⁵ Damodaran Online [online]. Dostupno na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [3. svibnja 2021.]

¹⁰⁶ Capital IQ baza podataka [online]. Dostupno na: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/> [3. svibnja 2021.]

¹⁰⁷ Hrvatska narodna banka [online]. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope> [3. svibnja 2021.]

i duga u ukupnom kapitalu su uzeti prosječni udjeli u industriji alkoholnih pića u Europi kao pretpostavljena ciljana kapitalna struktura Grupe¹⁰⁸. Izračunom ponderiranog prosjeka troška glavnice i troška duga izračunat je trošak kapitala Grupe u iznosu 7,0% (tablica 11).

Tablica 11: Izračun troška kapitala poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) na datum 31.12.2020.

Bezrizična stopa	-0,38%
Fundamentalna beta	0,63
Beta bez utjecaja financijske poluge	0,45
D/G na 31.12.2020.	47,56%
Porezna stopa	18%
Premija rizika na vlasnička ulaganja	7,14%
Premija rizika za veličinu poduzeća	3,75%
Premija rizika države	1,28%
Trošak glavnice	9,1%
Trošak duga prije poreza	3,13%
Trošak duga nakon poreza	2,57%
Udio glavnice u kapitalu	67,77%
Udio duga u kapitalu	32,23%
Trošak kapitala	7,0%

Izvor: Izrada autora.

Diskontiranjem prognoziranih novčanih tokova za razdoblje 2021.-2025. troškom kapitala izračunata je sadašnja vrijednost novčanih tokova u razdoblju supernormalnog rasta. Terminalna vrijednost je izračunata na temelju pretpostavljene stope rasta novčanih tokova u beskonačnost (terminalna stopa rasta) u iznosu od 2%, za koju se pretpostavlja da je dugoročna potencijalna stopa rasta hrvatske ekonomije. Diskontiranjem terminalne vrijednosti na sadašnjost i zbrajanjem sa sadašnjom vrijednosti razdoblja supernormalnog rasta dobivena je vrijednost poduzeća (VP) u iznosu od 138.125 tis. HRK. Od te vrijednosti je oduzet financijski dug Grupe na datum procjene koji predstavlja kratkoročne i dugoročne obveze prema financijskim institucijama te je dodan iznos novca i novčanih ekvivalenata. Izračunata je preliminarna vrijednost glavnice poduzeća u iznosu od 121.869 tis. HRK koju je potrebno umanjiti za diskont za utrživost koji predstavlja umanjene vrijednosti poduzeća jer se njegovim dionicama trguje na nelikvidnom tržištu. Nelikvidnost smanjuje vrijednost za vlasnike jer ne mogu prodati svoje udjele kada im je potrebno u razumnom vremenu i zato što su mehanizmi efikasnog tržišta poremećeni te cijena na tržištu može biti niža

¹⁰⁸ Damodaran Online, op. cit.

nego je stvarna vrijednost te imovine zbog čega vlasnici ostvaruju gubitke prilikom prodaje udjela. Primijenjen je diskont u iznosu 10,9% na temelju istraživanja o razlici u cijeni između dionica koje su prodane privatnom investitoru (nasuprot prodaji dionica javnom ponudom) i dionica kojima se aktivno trguje na burzi¹⁰⁹. Diskont je primijenjen na preliminarnu vrijednost glavnice poduzeća te je izračunata konačna vrijednost glavnice poduzeća u iznosu 108.585 tis. HRK.

Tablica 12: Izračun vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) na datum 31.12.2020.

u tis. HRK	
Sadašnja vrijednost razdoblja supernormalnog rasta	31.841
Terminalna vrijednost	149.228
Sadašnja vrijednost terminalne vrijednosti	106.284
Vrijednost poduzeća (VP)	138.125
(-) finansijski dug	(22.581)
(+) novac i novčani ekvivalenti	6.325
Preliminarna vrijednost glavnice poduzeća	121.869
(-) Diskont za manjak utrživosti	(13.284)
Vrijednost glavnice poduzeća	108.585
Broj dionica	80.807
Vrijednost glavnice po dionici	1.508

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Izvor: Izrada autora.

Procijenjena vrijednost glavnice poduzeća predstavlja fer vrijednost poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) na 31.12.2020. te cijenu koju bi preuzimatelj trebao platiti u slučaju kupnje cijelog poduzeća. Dionicom Grupe se ne trguje aktivno na burzi zbog čega je procijenjenu fer vrijednost nemoguće usporediti s tržišnom vrijednosti i donijeti zaključak o tržišnoj precijenjenosti ili podcijenjenosti. Jasno je da je u uvjetima nelikvidnog i nerazvijenog tržišta kao što je hrvatsko procjena vrijednosti jedini način utvrđivanja fer vrijednosti poduzeća u transakciji spajanja i preuzimanja s obzirom na potencijalno iskrivljenu tržišnu cijenu ili u ovom slučaju s obzirom da se dionicom poduzeća uopće javno ne trguje. Provedena je i analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti glavnice Grupe na promjene u trošku kapitala i terminalnoj stopi rasta, koji su smanjivani, odnosno povećavani za 0,25%. Prilikom analize osjetljivosti procijenjena vrijednost glavnice se kreće u rasponu od 89.067 tis. HRK za najveći trošak kapitala i najmanju stopu rasta do 139.967 tis. HRK za najmanji trošak kapitala i najveću stopu rasta (tablica 13). Zbog već

¹⁰⁹ Stout Risius Ross (2020) *Companion Guide, 2020 Edition* [online]. Dostupno na: https://www.bvresources.com/docs/default-source/free-downloads/restricted-stock-study-stout-companion-guide.pdf?sfvrsn=b0ebc8b2_4 [3. svibnja 2020.]

spomenutih nedostataka modela diskontiranih novčanih tokova, analiza osjetljivosti povećava vjerojatnost da se fer vrijednost poduzeća stvarno i nalazi negdje u tom rasponu.

Tablica 13: Analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) na promjene troška kapitala i terminalne stope rasta

	u tis. HRK	Terminalna stopa rasta				
		1,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%
Trošak kapitala	6,5%	113.889	119.379	125.479	132.297	139.967
	6,8%	106.742	111.605	116.981	122.954	129.629
	7,0%	100.280	104.610	108.585	114.636	120.484
	7,3%	94.414	98.285	102.524	107.187	112.342
	7,5%	89.067	92.542	96.332	100.484	105.050

Izvor: Izrada autora.

4.4. Procjena vrijednosti izabranog poduzeća multiplikatorima usporedivih poduzeća i usporedivih transakcija

Kako bi se dodatno potvrdila realnost procjene vrijednosti modelom diskontiranih novčanih tokova, izrađena je i procjena vrijednosti glavnice Grupe metodama multiplikatora usporedivih poduzeća i usporedivih transakcija. Obje metode su napravljene na temelju multiplikatora VP/P i VP/EBITDA. Razlog za korištenje ova dva multiplikatora je cilj ove procjene vrijednosti, a to je određivanje fer vrijednosti koju bi trebalo platiti u transakciji preuzimanja Grupe. Vrijednost poduzeća (VP) u ova dva multiplikatora je vrijednost kontrolirajućeg interesa u poduzeću jer podrazumijeva mogućnost upravljanja poslovnim politikama poduzeća i odlukama o isplati dobiti. S druge strane, multiplikator P/E se često koristi za procjenu nekontrolirajućeg interesa u poduzeću, odnosno interesa manjinskog dioničara koji nema značajnu moć u postavljanju politike poduzeća¹¹⁰.

Za izračun vrijednosti metodom usporedivih poduzeća pronađeno je 11 poduzeća u Europi čija je djelatnost proizvodnja piva te kojima se javno trguje na burzi. Dodatni kriterij prilikom pretrage je bio da su na datum 31.12.2020. bili raspoloživi podaci o multiplikatorima VP/P ili VP/EBITDA po kojima su se ta poduzeća trgovala na burzi. Medijan VP/P multiplikatora je iznosio 2,0 dok je

¹¹⁰ Pinto, J. E. et al. (2015) op. cit., str. 368.

multiplikatora VP/EBITDA iznosio 12,6¹¹¹. Medijan je korišten umjesto obične aritmetičke sredine kako bi se smanjio utjecaj ekstremnih vrijednosti na korišteni multiplikator i tako isključio utjecaj trenutnih netipičnih poslovnih događaja koji mogu utjecati na pojedinačne multiplikatore izabranih poduzeća. Množenjem medijana multiplikatora s poslovnim prihodima Grupe za 2020., odnosno s EBITDA, dobivena je procjena vrijednosti poduzeća (VP) u iznosu od 120.021 tis. HRK, odnosno 98.662 tis. HRK. Od tih iznosa je oduzet iznos financijskog duga i dodan iznos novca i novčanih ekvivalenata na datum procjene kako bi se izračunala preliminarna vrijednost glavnice poduzeća. Na nju je primijenjen diskont za manjak utrživosti od 10,9% kao i kod procjene metodom diskontiranih novčanih tokova te je dodana kontrolna premija kako bi se u obzir uzelo da se multiplikatori koji se koriste odnose na udjele u poduzeću, a ne na cijelo poduzeće. Prosječna kontrolna premija za 2020. je iznosila 30,0% te predstavlja prosječnu razliku u cijeni po dionici plaćenju u transakciji spajanja i preuzimanja i tržišnoj cijeni po dionici, a primjenjuje se na preliminarnu vrijednost glavnice poduzeća¹¹². Konačna procjena vrijednosti metodom usporedivih poduzeća iznosi 123.583 tis. HRK za VP/P multiplikator i 98.145 tis. HRK za VP/EBITDA multiplikator (tablica 14).

Tablica 14: Procjena vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) metodom multiplikatora usporedivih poduzeća na datum 31.12.2020.

Procjena VP/P multiplikatorom		Procjena VP/EBITDA multiplikatorom	
u tis. HRK		u tis. HRK	
Medijan VP/P multiplikatora usporedivih poduzeća	2,0	Medijan VP/EBITDA multiplikatora usporedivih poduzeća	12,6
Poslovni prihodi Grupe u 2020.	59.712	EBITDA Grupe u 2020.	7.830
Vrijednost poduzeća (VP)	120.021	Vrijednost poduzeća (VP)	98.662
(-) financijski dug	(22.581)	(-) financijski dug	(22.581)
(+) novac i novčani ekvivalenti	6.325	(+) novac i novčani ekvivalenti	6.325
Preliminarna vrijednost glavnice poduzeća	103.764	Preliminarna vrijednost glavnice poduzeća	82.405
(-) diskont za manjak utrživosti	(11.310)	(-) diskont za manjak utrživosti	(8.982)
(+) kontrolna premija	31.129	(+) kontrolna premija	24.722
Vrijednost glavnice poduzeća	123.583	Vrijednost glavnice poduzeća	98.145

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Izvor: Izrada autora prema podacima iz Capital IQ baze podataka. Dostupno na:

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/> [3. svibnja 2021.]

¹¹¹ Izračun autora prema podacima iz Capital IQ baze podataka [online]. Dostupno na: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/> [3. svibnja 2021.]

¹¹² Mergerstat (2020) *BVR Control Premium Study* [online]. Dostupno na: <https://www.bvresources.com/products/factset-mergerstat> [3. svibnja 2021.]

Kod procjene vrijednosti glavnice metodom multiplikatora usporedivih transakcija, pronađeno je 9 transakcija od 2015. godine u industriji proizvodnje piva u Europi gdje su podaci o ostvarenim VP/P ili VP/EBITDA multiplikatorima raspoloživi. Medijan VP/P multiplikatora je iznosio 2,0, a VP/EBITDA multiplikatora 11,7¹¹³. Postupak izračuna vrijednosti glavnice poduzeća je isti kao i kod metode usporedivih poduzeća, uz razliku da se kontrolna premija ne mora primjenjivati s obzirom da se korišteni multiplikatori odnose na multiplikatore plaćene za preuzimanje cijelog poduzeća, a ne samo na njegove dionice. Konačna vrijednost glavnice poduzeća u slučaju VP/P multiplikatora iznosi 94.050 tis. HRK, a u slučaju VP/EBITDA multiplikatora 67.074 tis. HRK (tablica 15).

Tablica 15: Procjena vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) metodom multiplikatora usporedivih transakcija na datum 31.12.2020.

Procjena VP/P multiplikatorom		Procjena VP/EBITDA multiplikatorom	
u tis. HRK		u tis. HRK	
Medijan VP/P multiplikatora usporedivih transakcija	2,0	Medijan VP/EBITDA multiplikatora usporedivih transakcija	11,7
Poslovni prihodi Grupe u 2020.	59.712	EBITDA Grupe u 2020.	7.830
Vrijednost poduzeća (VP)	121.812	Vrijednost poduzeća (VP)	91.537
(-) finansijski dug	(22.581)	(-) finansijski dug	(22.581)
(+) novac i novčani ekvivalenti	6.325	(+) novac i novčani ekvivalenti	6.325
Preliminarna vrijednost glavnice poduzeća	105.556	Preliminarna vrijednost glavnice poduzeća	75.280
(-) diskont za manjak utrživosti	(11.506)	(-) diskont za manjak utrživosti	(8.206)
Vrijednost glavnice poduzeća	94.050	Vrijednost glavnice poduzeća	67.074

Izvor: Izrada autora prema podacima iz Capital IQ baze podataka. Dostupno na:

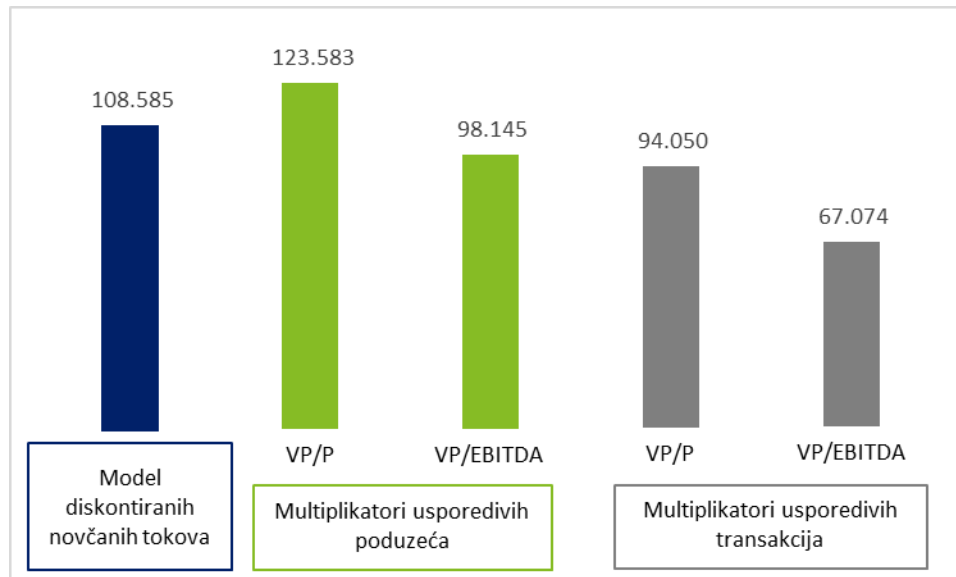
<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/> [3. svibnja 2021.]

Napomena: prikazani zbrojevi u tablicama se mogu razlikovati od zbroja pojedinačnih stavki zbog zaokruživanja.

Nakon što je izrađena i tržišna procjena vrijednosti, njeni rezultati se mogu usporediti s rezultatom dobivenim modelom diskontiranih novčanih tokova (grafikon 6). Vrijednost glavnice izračunata tržišnim metodama je u rasponu od 67.074 tis. HRK do 123.583 tis. HRK, s medijalnom vrijednosti od 98.145 tis. HRK.

¹¹³ Izračun autora prema podacima iz Capital IQ baze podataka [online]. Dostupno na: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/> [3. svibnja 2021.]

Grafikon 6: Usporedba procijenjenih vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) s obzirom na korištenu metodu procjene, u tis. HRK



Izvor: Izrada autora.

Uspoređujući medijan tržišnih metoda s rezultatom modela diskontiranih novčanih tokova u iznosu od 108.585 tis. HRK, može se zaključiti da je ovaj rezultat u skladu s uvjetima na tržištu te da je procjena vrijednosti realna. Dodatno, raspon vrijednosti dobiven analizom osjetljivosti u rasponu od 89.067 tis. HRK do 139.967 tis. HRK je također potvrđen rasponom dobivenim tržišnim metodama te predstavlja maksimalni iznos koji bi preuzimatelj trebao platiti za The Garden Brewery Grupu, odnosno minimalni iznos koji bi vlasnici Grupe htjeli prihvatiti. Ovaj zaključak naravno ovisi o ispunjenju pretpostavki korištenih prilikom procjene te o očekivanjima uključenih strana, a konačna vrijednost transakcije i o pregovaračkom umijeću financijskih savjetnika s obje strane.

5. ZAKLJUČAK

Spajanja i preuzimanja su značajan čimbenik ekonomskog rasta. Ona omogućuju prikupljanje financiranja i prijenos tehnologije i znanja između poduzeća, tako potičući njihov rast i razvoj. Bez razvijenog tržišta spajanja i preuzimanja, preuzimateljima su ograničene mogućnosti za efikasnu alokaciju novčanih sredstava koja im omogućuje odgovarajući povrat. S druge strane, osnivači poduzeća ne bi imali način za lagani izlazak iz poduzeća i ostvarenje zarade za trud koji su uložili u pokretanje i vođenje poslovanja, što bi utjecalo na gušenje poduzetničke inicijative za ulazak u rizik, a samim time i na smanjenje ekonomskog rasta. No, spajanja i preuzimanja su kompleksni procesi koji često znaju završiti i neuspjehom, kada prethodno postavljeni ciljevi nisu ispunjeni. Zato je u ove procese potrebno uključiti financijske savjetnike koji će svojim znanjem i iskustvom pomoći u uspješnom zaključenju transakcije, uz zadovoljavanje interesa svih strana. U Hrvatskoj je svijest i znanje domaćih aktera o procesima spajanja i preuzimanja još uvijek nedovoljno i površno te bez institucionalne potpore države, što onemogućuje korištenje svih prednosti spajanja i preuzimanja za pokretanje ekonomskog rasta i poboljšanje konkurentnosti ekonomije.

S obzirom da je hrvatsko tržište kapitala nerazvijeno i nelikvidno, tržišna vrijednost poduzeća nije dobar pokazatelj stvarne vrijednosti poduzeća u svrhu transakcija spajanja i preuzimanja. U takvim uvjetima potrebno se osloniti na metode procjene fer vrijednosti poduzeća što je prikazano na primjeru procjene vrijednosti poduzeća The Garden Brewery d.d. Prilikom procjene korištene su metode diskontiranih novčanih tokova te multiplikatora usporedivih poduzeća i transakcija. Procijenjena fer vrijednost prvom metodom iznosi 108.585 tis. HRK, dok je prosjek tržišnih metoda 98.145 tis. HRK, čime je pokazano da je i u uvjetima nelikvidnog tržišta moguće dobiti fundamentalnu procjenu vrijednosti u skladu s tržišnim metodama. Uz to su identificirani i potencijalni preuzimatelji Grupe što uključuje i domaće i inozemne ulagače. Kako će se atraktivnost Hrvatske kao investicijske destinacije povećavati i u budućnosti, važno je da domaći akteri poznaju najbolje prakse, ali i ograničenja metoda procjene vrijednosti poduzeća koje se koriste.

LITERATURA

1. Alpeza, M., Grubišić, N. i Mikrut, M. (2015) *Business transfer barometar Hrvatska*. Zagreb, CEPOR.
2. Andrade, G., Mitchell, M. i Stafford, E. (2001) *New Evidence and Perspectives on Mergers*. Journal of Economic Perspectives, 15 (2).
3. Black, E. L. (1998) *Which is more relevant: Earnings or cash flow? A life cycle examination*. Fayetteville: University of Arkansas.
4. Brouthers, K. D., Hastenburg, P. i Ven, J. (1998) *If most mergers fail why are they so popular?* Long Range Planning 31 (3).
5. Capital IQ baza podataka [online]. Dostupno na: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/> [3. svibnja 2021.]
6. CFA Institute (2020a) *Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods, Level I*. Charlottesville: CFA Institute.
7. CFA Institute (2020b) *Equity, Level II*. Charlottesville: CFA Institute.
8. Damodaran Online [online]. Dostupno na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [3. svibnja 2021.].
9. Damodaran, A. (2010) *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses. Second Edition*. New Jersey: Pearson Education, Inc.
10. Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed.* New Jersey: John Wiley & Sons.
11. Damodaran, A. (2014) *Applied Corporate Finance. Fourth Edition*. New Jersey: John Wiley & Sons.
12. Damodaran, A. (2020) *Acquisition valuation* [online]. New York: NYU Stern University. Dostupno na: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/AcqValn.pdf> [28. ožujka 2021.]
13. Deloitte (2014) *Sell-side strategies for private companies* [online]. Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/mergers-acquisitions/ca-en-sellside-strategies-pov-for-web.pdf> [28. ožujka 2021].
14. Demirakos, E. G., Strong, N. C. i Walker, M. (2004) *What Valuation Models Do Analysts Use?*. Accounting Horizons, 18 (4).

15. DePamphilis, D. (2010) *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*. Fifth Edition. Oxford: Elsevier Inc.
16. Feix, T. (2020) *End-to-End M&A Process Design*. Wiesbaden: Springer Gabler.
17. Filipović, I. (2009) *Revizija*. Zagreb, Sinergija.
18. Fina RGFI javna objava [online]. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [28. ožujka 2021].
19. Gaughan, P. A. (2005) *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It*. New York: Hoboken, John Wiley & Sons Incorporated.
20. Gaughan, P. A. (2013) *Maximizing Corporate Value through Mergers and Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons.
21. Gleich, R. (2017) *Value in due diligence: contemporary strategies for merger and acquisition success*. London: Gower Publishing Limited.
22. Grant, R. M. (2016) *Contemporary Strategy Analysis*. 9th ed. New Jersey: John Wiley & Sons.
23. Henry, E. et al. (2019a) *Understanding Income Statements*. U: CFA Program Curriculum, Financial Reporting and Analysis. Charlottesville: CFA Institute, str. 72-126.
24. Henry, E. et al. (2019b) *Understanding Balance Sheets*. U: CFA Program Curriculum, Financial Reporting and Analysis. Charlottesville: CFA Institute, str. 127-181.
25. Henry, E. et al. (2019c) *Understanding Cash Flow Statements*. U: CFA Program Curriculum, Financial Reporting and Analysis. Charlottesville: CFA Institute, str. 183-234.
26. Howson, P. (2003) *Due diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. London: Gower Publishing Limited.
27. Hrvatska narodna banka, prinosi na hrvatske državne obvenice [online]. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/dug-opce-drzave> [3. svibnja 2021.].
28. Hrvatska narodna banka, kamate na kredite poduzećima [online]. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope> [3. svibnja 2021.].
29. Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2015) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 6th ed. New Jersey: McKinsey & Company.
30. Konsolidirani financijski izvještaji The Garden Brewery Grupe. Dostupno na: <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/prijava.do> [2. svibnja 2021.].

31. Lazibat, T., Baković, T., Lulić, L. (2006) *Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi*. Ekonomski pregled, 57 (1-2).
32. Liaw, T. K. (2012) *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview. Third edition*. New Jersey: John Wiley & Sons.
33. Mellen, C. M. i Evans, F. C. (2010) *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies. Second edition*. New Jersey: John Wiley & Sons.
34. Mergermarket (2021) *Global & Regional M&A Report 2020* [online]. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/info/2020-global-ma-report-financial-league-tables> [28. ožujka 2021].
35. Mergermarket online baza podataka [online]. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/homepage?> [5. svibnja 2021].
36. Mergerstat (2020) *BVR Control Premium Study* [online]. Dostupno na: <https://www.bvresources.com/products/factset-mergerstat> [3. svibnja 2021.]
37. Miloš Sprčić, D. (2013) *Upravljanje rizicima*. Zagreb: Sinergija.
38. Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
39. Narodne novine (2018) *Zakon o trošarinama* [online]. Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2018_11_106_2058.html [28. ožujka 2021].
40. Novak, B. (2000) *Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava*. Ekonomski vjesnik, 1 i 2 (13).
41. Orešković Sulje, O. (2010) *Procjena vrijednosti poduzeća u realnom sektoru metodom diskontiranih novčanih tokova i metodom multiplikatora*. Specijalistički poslijediplomski rad. Zagreb: Ekonomski fakultet.
42. Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis, HUFA.
43. Orsag, S. i Gulin, D. (1996) *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.
44. Palepu, K. G., Healy, P. M. i Peek, E. (2013) *Business Analysis and Valuation. Third Edition*. Hampshire: Cengage Learning EMEA.
45. Pinto, J. E. et al. (2015) *Equity asset valuation. Third edition*. New Jersey: John Wiley & Sons.
46. Pratt, S. P., Reilly, R. F. i Schweih, R. P. (2007) *Valuing a Business, 5th Edition: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. New York: McGraw-Hill.

47. Prospekt uvrštenja redovnih dionica The Garden Brewery d.d. na Redovito tržište Zagrebačke burze d.d.[online]. Dostupno na: <https://thegarden.hr/investor-relations/prospectus/> [6. svibnja 2021.].
48. Reilly, F. K. i Brown, K. C. (2012) *Analysis of Investments & Management of Portfolios*. 10th ed. London: South-Western, Cengage Learning.
49. Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2013) *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisition. Second edition*. New Jersey: John Wiley & Sons.
50. Rupčić, N. (2003) *Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu*. Ekonomska istraživanja, 16 (2).
51. Sirower, M. L. (1997) *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free Press.
52. SKDD [online]. Dostupno na: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1:5167940281779> [6. svibnja 2021.].
53. Stout Risius Ross (2020) *Companion Guide, 2020 Edition* [online]. Dostupno na: https://www.bvresources.com/docs/default-source/free-downloads/restricted-stock-stout-companion-guide.pdf?sfvrsn=b0ebc8b2_4 [3. svibnja 2020.].
54. The Brewers of Europe (2020) *Croatia: Key figures 2019* [online]. Dostupno na: <https://brewersofeurope.org/uploads/mycms-files/documents/publications/2020/country-profiles/Croatia.pdf> [28. ožujka 2021.].
55. The Economist Intelligence Unit (2020) *Country forecast: Croatia*. London: The Economist Group.
56. Zagrebačka burza [online]. Dostupno na: https://zse.hr/hr/indeks/365?isin=HRZB00ICBEX6&tab=stock_info [28. ožujka 2021.].

POPIS SLIKA

Slika 1: Ilustracija preuzimanja poduzeća	4
Slika 2: Ilustracija spajanja poduzeća	5
Slika 3: Tijek procesa prodaje poduzeća i usluge koje pruža financijski savjetnik	11
Slika 4: Organigram The Garden Brewery Grupe	37

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1: Broj sklopljenih transakcija spajanja i preuzimanja u Hrvatskoj u razdoblju 2015.-2020.....	9
Grafikon 2: Kretanje dioničkog indeksa CROBEX u periodu od početka 2010. do kraja 2020. .	16
Grafikon 3: Vlasništvo poduzeća The Garden Brewery d.d., svibanj 2021.	38
Grafikon 4: Struktura prihoda od prodaje po poduzećima unutar The Garden Brewery Grupe u 2020.....	40
Grafikon 5: Novootvorene craft pivovare u Hrvatskoj i njihov tržišni udio u ukupnoj industriji piva, razdoblje 2014.-2019.	46
Grafikon 6: Usporedba procijenjenih vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) s obzirom na korištenu metodu procjene, u tis. HRK	61

POPIS TABLICA

Tablica 1: Sklopljene transakcije spajanja i preuzimanja u 2020. godini po angažiranom prodajnom savjetniku.....	14
Tablica 2: Konsolidirani račun dobiti i gubitka poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2016.-2020, u tis. HRK.....	41
Tablica 3: Konsolidirana bilanca poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2016.-2020., u tis. HRK	43
Tablica 4: Projekcije glavnih ekonomskih pokazatelja za Republiku Hrvatsku, period 2021.-2025.....	44
Tablica 5: Popis potencijalnih preuzimatelja poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe)	48
Tablica 6: Projekcija konsolidiranog računa dobiti i gubitka poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.....	51
Tablica 7: Projekcija kapitalnih ulaganja i izračun neto knjigovodstvene vrijednosti materijalne imovine poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.....	52
Tablica 8: Izračun operativnog radnog kapitala poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.	53
Tablica 9: Projekcija konsolidirane bilance poduzeća The Garden Brewery d.d. za razdoblje 2021.-2025.	54
Tablica 10: Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupi) za razdoblje 2021.-2025.	55
Tablica 11: Izračun troška kapitala poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) na datum 31.12.2020.....	56
Tablica 12: Izračun vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) na datum 31.12.2020.....	57
Tablica 13: Analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) na promjene troška kapitala i terminalne stope rasta	58
Tablica 14: Procjena vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) metodom multiplikatora usporedivih poduzeća na datum 31.12.2020.	59
Tablica 15: Procjena vrijednosti glavnice poduzeća The Garden Brewery d.d. (Grupe) metodom multiplikatora usporedivih transakcija na datum 31.12.2020.....	60

ŽIVOTOPIS

Dominik Vugić Sakal je rođen 14.10.1997. godine u Zagrebu. Školovanje je započeo 2004. godine u Osnovnoj školi Ivana Mažuranića u Zagrebu, a 2012. godine je upisao III. gimnaziju u Zagrebu. Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij Poslovne ekonomije na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu je upisao 2016. godine. Trenutno je zaposlen kao student u Odjelu financijskog savjetovanja u Deloitteu gdje radi na projektima spajanja i preuzimanja te procjene vrijednosti poduzeća. Aktivno se služi engleskim jezikom.