

Metode vrednovanja poduzeća

Grkavac, Anamarija

Undergraduate thesis / Završni rad

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Organization and Informatics / Sveučilište u Zagrebu, Fakultet organizacije i informatike**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:211:025059>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial 3.0 Unported / Imenovanje-Nekomercijalno 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-14**



Repository / Repozitorij:

[Faculty of Organization and Informatics - Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
VARAŽDIN**

Anamarija Grkavac

METODE VREDNOVANJA PODUZEĆA

ZAVRŠNI RAD

Varaždin, 2021.

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
V A R A Ž D I N

Anamarija Grkavac

Matični broj: 0016118255

Studij: *Ekonomika poduzetništva*

METODE VREDNOVANJA PODUZEĆA

ZAVRŠNI RAD

Mentor/Mentorica:

Izv. prof. dr. sc. Kovšca Vladimir

Varaždin, lipanj 2021.

Anamarija Grkavac

Izjava o izvornosti

Izjavljujem da je moj završni rad izvorni rezultat mojeg rada te da se u izradi istoga nisam koristila drugim izvorima osim onima koji su u njemu navedeni. Za izradu rada su korištene etički prikladne i prihvatljive metode i tehnike rada.

Autor/Autorica potvrdio/potvrdila prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi

Sažetak

Svako vrednovanje ili procjena poduzeća ima cilj da utvrdi i otkrije vrijednost poduzeća ili nekog dijela unutar poduzeća. Postoje razne metode koje se koriste da bi se odredila vrijednost poduzeća a sve te metode na kraju imaju isti cilj da utvrde najrealnije novčane vrijednosti poduzeća. Teorijski se rad temelji na općenitim pojmovima vezanim za vrednovanje poduzeća, te metodama koje su podijeljene na statističke i dinamičke, i opisu svake pojedine metode. U istraživačkom dijelom želi se konkretnim primjerom na odabranim poduzeću pokazati kako se koja metoda primjenjuje u vrednovanju poduzeća.

Ključne riječi: *vrednovanje, metode, vrijednost, statističke metode, dinamičke metode*

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Općenito o vrednovanju poduzeća	2
2.1. Važnost i svrha vrednovanja poduzeća	2
2.2. Načela vrednovanja poduzeća	3
2.3. Pristupi i metode vrednovanja poduzeća	5
3. Statističke metode vrednovanja poduzeća	7
3.1. Knjigovodstvena i ispravljena knjigovodstvena vrijednost.....	7
3.2. Zamjenska vrijednost poduzeća	9
3.3. Likvidacijska vrijednost poduzeća	10
4. Dinamičke metode vrednovanja poduzeća	12
4.1. Metoda diskontiranih novčanih tokova	12
4.2. Metoda diskontirane dividende	14
4.3. Metoda multiplikatora	15
4.3.1. Multiplikator P/E.....	16
4.3.2. Multiplikator P/B.....	17
4.3.3. Multiplikator V/P	17
4.3.4. Multiplikator $V/(II+A)$ i V/II	18
5. Primjena metoda vrednovanja na primjeru odabranog poduzeća.....	20
5.1. Podaci o odabranom poduzeću	20
5.2. Procjena poduzeća pomoću knjigovodstvene metode vrednovanja	21
5.3. Procjena poduzeća pomoću multiplikatora	23
5.3.1. P/E Multiplikator	23
5.3.2. P/B Multiplikator.....	25
5.3.3. P/S Multiplikator	26
5.3.4. Multiplikator V/EBIT.....	27
5.4. Dobiveni rezultati - rasprava	28
6. Zaključak	30
Popis literature.....	31
Popis slika	32
Popis tablica	33
Popis grafikona.....	34
Prilozi	35

1. Uvod

Vrednovanje poduzeća ima ključnu ulogu u trenutku kada se želi imati uvid u vrijednost samog poduzeća. Vrednovanje se također provodi u trenutku kada se poduzeće želi prodati ili povezati sa nekim drugim poduzećem. Vrednovanje poduzeća obavlja stručnjak zadužen za to i vrijednost poduzeća odnosno rezultat vrednovanja je mišljenje stručnjaka odnosno vještaka. Kako bi se provelo vrednovanje poduzeća, postoje razne metode vrednovanja. Svaki autor navodi svoje metode vrednovanja, a svaka metoda omjer je raznih stavki. Stavke koje se stavljaju u omjer najlakše je pronaći u financijskim izvještajima poduzeća, a najčešći su račun dobiti i gubitka te bilanca. Spomenuti izvještaji prikazuju stanje odnosno sliku i strukturu poduzeća na određeni dan.

Ovaj završni rad obuhvaća teorijski pregled metoda vrednovanja ali i istraživački dio koji je vezan uz analizu poduzeću temeljem odabranih metoda. U radu su teorijski prikazane dvije skupine metoda, statističke i dinamičke metode, dok su kod istraživanja u obzir uzete metode multiplikatora. Kako danas postoji široki spektar metoda, jasno je kako svaka metoda polazi od raznih pretpostavki procjene prema kojima se dalje mogu svrstati u razne kategorije. Isto tako važno je naglasiti kako se ponekad i najpreciznijim metodama i najboljim vještacima mogu pojaviti nesigurnosti u vrednovanju. Preporučuje se korištenjem raznih metoda i kombinacija, kako bi se na taj način prikazalo najrealnije stanje.

Završni rad "Metode vrednovanja poduzeća" strukturiran je u šest poglavlja. U prvom poglavlju je uvod u sam rad. U drugom poglavlju naglasak je na teorijski dio o vrednovanju poduzeća, točnije o važnostima, svrsi, pristupima i metodama vrednovanja. U trećem poglavlju rada objašnjene i navedene su statističke metode vrednovanja poduzeća. U statističke metode spadaju: knjigovodstvena i ispravljena knjigovodstvena metoda, zatim zamjenska i likvidacijska vrijednost poduzeća. Dalje, četvrtim poglavljem navedene su dinamičke metode vrednovanja poduzeća, točnije metoda diskontiranih novčanih tokova i metode multiplikatora. U petom poglavlju rada je istraživački dio u kojem je provedena analiza poduzeća pomoću određenih metoda vrednovanja. Za analizu odabrano je poduzeće Kraš d.d. U šestom poglavlju rada je zaključak te kritički osvrt cjelokupnog rada. Na samom kraju rada popis je literature, ilustracija te su navedeni prilozi.

2. Općenito o vrednovanju poduzeća

Vrednovanje ili procjena poduzeća je određivanje ukupne vrijednosti poduzeća, radi kupnje cijele tvrtke ili nekih njezinih dijelova. Procjena vrijednosti je posao koji obavljaju osposobljeni stručnjaci odnosno vještaci. Kod procjene vrijednosti poduzeća vještak ima zadatak dati naručitelju realno i objektivno mišljenje o vrijednosti poduzeća ili njegovog dijela na osnovi dokazanog znanja i uz poštivanje brojnih pravila i propisa. Vještacima je zadatak da daju objektivno ili realno mišljenje vrijednosti poduzeća, odnosno da sastave ekspertizu (izvještaj koji se sastavlja nakon što se stručno i savjesno obave preuzeti zadaci). Kvalitetna procjena poduzeća trebala bi biti obavljena na način da su uvažena sva temeljna pravila, propisi, načela i Međunarodni standardi procjene vrijednosti poduzeća. (Buble, Kulović, Kuzman, 2010, str. 270)

Vrijednost poduzeća jedan je temeljnih pojmova ekonomskog razmišljanja i rezultat razmjene dobara i usluga. Budući da veličina nije jasno definirana, njoj se može pristupiti subjektivno i objektivno. Objektivna vrijednost može se dobiti na temelju određenih podataka, dok je subjektivna vrijednost povezana s emocijama. (Orsag, 1997, str. 13) Veličina se odnosi na vrijednost poduzeća, odnosno na koristi od dobara i usluga za pojedinca. Cijenu poduzeća nije moguće objektivno odrediti jer se modelira između raznih mogućnosti, pa je iz tog razloga neophodno posjedovati raznoliko znanje kako poduzeće funkcionira kako bi se što kvalitetnije i objektivnije provela procjena vrijednosti poduzeća. (Buble, Kulović, Kuzman, 2010, str. 270) Vrijednost je koliko poduzeće vrijedi, dok je cijena iznos koji je kupac spreman ponuditi da kupi to vrednovano poduzeće. Prema tome cijena i vrijednost su povezani, te cijena uvelike ovisi o vrijednosti poduzeća.

2.1. Važnost i svrha vrednovanja poduzeća

Važnost vrednovanja poduzeća je kompletan uvod u stanje poduzeća. Vlasnici poduzeća žele znati vrijednost svoga poduzeća, iz razloga što se, osim prodaje ili kupnje, na taj način mogu donositi važne odluke koje se odnose na poslovanje. Procjenu poduzeća moguće je obavljati u bilo kojim organizacijama koje imaju potrebu za tim.

Autori Sprčić i Sulje (2012) u svojoj knjizi govore kako je važnost vrednovanja poduzeća svakako ta da vrednovanje pomaže boljem donošenju investicijskih ali i financijskih odluka pri vođenju poduzeća, te također pri odabiru investicija kod strukturiranju financijskog portfelja, te utvrđivanja kupoprodajne cijene u procesu preuzimanja društva.

U poslovanju je mnogo razloga zašto se procjenjuje ili vrednuje odabrano poduzeće. Najpoznatiji, i najčešće spominjan razlog je prodaja odnosno kupnja. Razlozi i svrhe za vrednovanje mogu se razvrstati na one koji ne ovise i one koji ovise o potrebama i volji poslovnog subjekta. U razloge koji ne ovise o potrebama i volji poslovnog subjekta ubrajaju se stručni poslovi koji su vezani uz iskaz imovinskog i financijskog stanja poduzeća, primjerice bilanca. Kod ovog razloga za ocjenjivanje poduzeća važno je da u pravilu ne dolazi do promjene vlasništva jer se radi o razlozima na osnovi zakonskih propisa. Sljedeće, razlozi koji ovise o potrebama i volji subjekta najčešće dovode do promjene vlasništva radi: kupnje ili prodaje poduzeća odnosno njegovog dijela, ulaska ili istupanja partnera iz poduzeća, otpremnina i poravnanja s vlasnicima kapitala. (Koletnik, 1991, str. 21)

Orsag navodi sljedeće razloge zbog kojih se vrednuje poduzeće (Orsag, 1997, str. 49):

- kupoprodaja poduzeća ili nekog njegovog dijela
- transformacija poduzeća
- kriza u poduzeću i rješavanje
- osiguranje imovine
- potrebe kredita
- sudski sporovi
- fiskalne potrebe i sl.

Vrednovanjem poduzeća može se otkriti kvaliteta poslovanja. Kako bi se vrednovanje provelo potrebna su razna načela i metode. Kod procjene poduzeća analitičari (procjenitelji) koriste razne metode i modele a svaki od njih povezan je sa vrstom djelatnosti poduzeća, organizacijskom strukturom, zakonskim okvirima, pravilnicima poduzeća i sl.

2.2. Načela vrednovanja poduzeća

Također, važno je istaknuti kako svaki procjenitelj kod vrednovanja poduzeća treba poštivati temeljna načela, i to: procjenjivanje poduzeća kao ekonomske cjeline te obvezna procjena budućnosti i uzastopnosti novčanih i poslovnih tokova. Načelo cjelovite vrijednosti govori da se poduzeće procjenjuje kao cjelina, a ne kao zbroj vrijednosti dijelova imovine i organizacijskih dijelova, jer je vrijednost cjeline veća od zbira vrijednosti dijelova. Zatim, načelo usmjerenosti u budućnosti zahtijeva da se poduzeće procjenjuje ne na osnovu postignutih nego na osnovu očekivanih rezultata. (Buble, Kulović, Kuzman, 2010, str. 270)

Autori Buble i sur. (2010) navode da se kriteriji za procjenu sastoje od:

- uvoda
- obuhvata
- definicije
- etike kompetentnosti
- objelodanjivanja ili objavljivanje
- izvještaja o vrijednosti.

Kod uvoda važno je spomenuti da procjenjivači moraju štiti i promovirati javni interes, ali isto tako trebaju imati pošten pristup, biti objektivni i imati jasne izvještaje kojima će se obuhvatiti sve važne stvari koje su važne za klijenta. Zatim, kod obuhvata, procjenjivanje koje mora biti obavljeno u skladu s Međunarodnim standardima procjenjivanja, obvezuje procjenitelja da slijedi Kodeks ponašanja. Kodeks ima pravno značenje u Zakonu, pa je njegova svrha zapravo dopuna pravilima, podzakonskih akata i propisa nacionalnih društava ili organizacija. Što se tiče etike kompetentnosti, svi vrednovatelji ili procjenjivači trebali bi se držati visokih standarda poštenja, povjerljivosti i profesionalnosti. Isto tako, procjenjivač se ne smije dovesti u sukob interesa i raditi istovremeno za dvije ili više strana bez određene propisane suglasnosti. Odjeljak kompetentnosti odnosi se na to da bi procjenitelji kako bi mogli izvršavati poslove u svezi s Standardima morali imati određeni stupanj znanja i iskustva, te bi trebali biti članovi nacionalne profesionalne organizacije procjenjivača. Nakon toga slijedi objelodanjivanje ili objavljivanje, a ono govori o tome da je bitno da procjenitelj izradi kvalitetan izvještaj o procjeni koji ima sve potrebne informacije i koje ne vode u pogrešnom smjeru, te objavljivati sve pretpostavke hipotetičke scenarije ili limitirajuće uvjete koji neposredno utječu na procjenjivanje i kada je moguće, prikazati njihov efekt na vrijednost. Zadnje je Izvještaj o vrijednosti – u ovom se odjeljku propisuje minimum sadržaja svakog izvještaja, a to su: identitet procjenjivača i datum izvješća, identitet klijenta, instrukcije, datum procjene vrijednosti, osnova procjenjivanja, datum i obuhvat pregleda, sve pretpostavke i ograničavajući uvjeti, obuhvat i stupanj posla korišten u izradi procjenjivanja, izvještaj o usklađenosti koji dokazuje da je vrednovanje izvršeno u skladu sa Standardima i profesionalna kvalifikacija i potpis procjenjivača. (Buble, Kulović, Kuzman, 2010, str. 291)

U nastavku su prikazani pristupi te najčešće korištene metode vrednovanja poduzeća.

2.3. Pristupi i metode vrednovanja poduzeća

Danas postoje mnoge metode i modeli ocjenjivanja odnosno vrednovanja poduzeća. Svaki autor sa svog stajališta određuje svoje metode, a sve to radi toga što se zahtjevi poduzeća mijenjaju stalno i tehnologija se pokreće pa se samim time i zahtjevi mijenjaju i idu naprijed.

Autori koji se bave istraživanjem metoda procjene poslovanja u zemljama koje imaju razvijeno tržište kapitala ističu metode koje se oslanjaju na vrijednosti s tržišta kapitala, tj. dinamične vrijednosti u odnosu na ostale tržišne i računovodstvene vrijednosti. Tako Palepu (2010) ističe sljedeće metode procjene vrijednosti (Aralica, 2005, str.1194):

- diskontirane dividende, gdje se vrijednost glavnice poduzeća izjednačuje sa
- sadašnjom vrijednošću budućih dividendi,
- diskontirane nestandardne zarade,
- procjene vrijednosti na osnovi multiplikatora,
- te metoda diskontiranih novčanih tokova.

Dalje, Bendeković (1991) ističe sljedeće metode (Aralica, 2005, str.119):

- knjigovodstvena metoda procjene vrijednosti poduzeća,
- tržišne metode procjene vrijednosti:
 - procjenu poduzeća na burzi,
 - procjenu vrijednosti poduzeća uz pomoć rentabilnosti sektora,
 - procjenu vrijednosti poduzeća po elementima njegove imovine i obveza.

Tichy (2002) metode procjene poduzeća dijeli na: metodu vrijednosti supstance, metoda vrijednosti prihoda, metoda srednje vrijednosti i metoda višeg prihoda. Metoda vrijednosti supstance nekog poduzeća je tekuća vrijednost vlastitog kapitala tj. tekuća vrijednost neto imovine (poduzeće kao gospodarska cjelina). Ova metoda procjene utvrđuje se iz pročišćene bilance, bez tihih rezervi. U prijašnjim literaturama može se pronaći podatak kako se pod supstancom podrazumijeva samo materijalna ekonomska dobra u poduzeću. Tichy (2002) se priklanja mišljenju kako je potrebno utvrditi i nematerijalne vrijednosti poduzeća te ih unatoč mogućim problemima materijalno konkretizirati u kupovnoj cijeni. Što se tiče metode vrijednosti prihoda, vrijednost prihoda s aspekta kako je vlasnik sagledava, je veličina od iznimne važnosti za vrijednost poduzeća. Prihod poduzeća je rezultat koji preostaje vlasniku nakon pokrivanja svih dobara i usluga uloženi u poduzeće. Metoda

vrijednosti prihoda je mjerodavna podloga kod procesa odlučivanja o cijeni za poduzeće. Procjena vrijednosti poduzeća nema za cilj izračunati buduće prihode, već predočiti poduzeće kao skup učinka i dokumentirati postojanje takve strukture učinka s kojom je moguće ostvariti prihode određenih očekivanih iznosa. Stoga, prihod kao takav nije predmet izračuna, već sredstva i pretpostavke ostvarenja tog prihoda te i sami uvjeti pod kojima je moguće ostvariti prihode. (Tichy, 2002, str.69)

Ako se poduzeće vrednuje kao skup imovinskih oblika govori se o pristupu vrednovanja temeljenom na imovini, odnosno tu su onda statičke metode ili procjene vrijednosti poduzeća pomoću dinamičkih metoda. Spomenute metode razrađene su u nastavku.

Prije razrada metoda važno je spomenuti kako u slučaju nedovoljne količine podataka ni najbolje odabrana metoda ne može rezultirati vjerodostojnom procjenom. Metode vrijednosti procjene mogu se smatrati kao smjernice za izračun vrijednosti ali nikako kao ono čija primjena vodi do vjerodostojnog rezultata. (Tichy, 2002, str 64). Također bez obzira koji model je odabran za vrednovanje poduzeća, sve je pod utjecajem specifičnosti poslovanja poduzeća, ali i specifičnostima tržišta.

3. Statističke metode vrednovanja poduzeća

Statističke metode su metode temeljene na imovini poduzeća. Iz tog razloga statističke metode proizlaze od postojeće situacije poduzeća kojeg se promatra, odnosno od njegovog financijskog stanja. Vrijednost koja se dobije kao rezultat statističke metode suma je svih vrijednosti pojedinačnih oblika. Metode koje su procijenjene na temelju imovine okrenute su sadašnjosti. (Perić, 2005, str. 25)

Statističke metode procjene su sljedeće (Perić, 2005, str. 85):

- knjigovodstvena vrijednost
- ispravljena knjigovodstvena vrijednost
- tržišna vrijednost
- vrijednost poduzeća prema poznatom prihodu istovrsnih poduzeća (poslova)
- zamjenska vrijednost
- likvidacijska vrijednost

U ovom radu u nastavku prikazane su knjigovodstvena, ispravljena knjigovodstvena, zamjenska i likvidacijska vrijednost poduzeća. Knjigovodstvena i likvidacijska vrijednost su glavne statističke metode.

3.1. Knjigovodstvena i ispravljena knjigovodstvena vrijednost

Metoda knjigovodstvene vrijednosti prikladna je za početak vrednovanja poduzeća, odnosno početnu orijentaciju kod postupka vrednovanja ili procjene. Premda je ova metoda podloga za moguće daljnje korekcije vrijednosti imovine i koristan indikator svega što poduzeće posjeduje, ona ne održava samu vrijednost ili cijenu poduzeća. Nedostatak knjigovodstvene vrijednosti imovine je što je bilanca iskazana na temelju povijesnih vrijednosti, onih koje su se dogodilo u prošlosti, koje zapravo mogu odstupati od stvarnih, sadašnjih odnosno tržišnih vrijednosti. (Kolačević, Hreljac, 2012, str. 234)

Temelj knjigovodstvene vrijednosti poduzeća je bilanca. Svrha knjigovodstvene vrijednosti poduzeća je da prikaže vrijednost po elementima imovine i obveza, što bi značilo da je predmet analize poduzeće. Spomenuta metoda pomoću sadašnjih podataka određuje cijenu poduzeća.

Formula za izračun knjigovodstvene vrijednosti glasi (Aralica, 2005, str. 1196):

$$V_k = I_k + O_k \quad (1)$$

pri čemu je:

V_k = knjigovodstvena vrijednost predmeta analize;

I_k = knjigovodstvena vrijednost imovine u bilanci stanja poduzeća;

O_k = knjigovodstvena vrijednost obveza u bilanci stanja poduzeća.

Prikazom formule vidljivo je kako se čista imovina poduzeća dobiva tako da se oduzmu knjigovodstveno procijenjena vrijednost imovine i knjigovodstveno procijenjene obveze. Knjigovodstvena vrijednost imovine procjenjuje se po principu troškova njihova stjecanja, dok se knjigovodstvena vrijednost obveza određuje nominalnom vrijednosti ostatka duga i računovodstvenim tretmanom diskonta i premije na dug. Ono što je još važno spomenuti je kako je metoda knjigovodstvene vrijednosti imovine najmanje precizna metoda kod određivanja vrijednosti poduzeća.

Dalje, ispravljena knjigovodstvena vrijednost služi kako bi ispravila knjigovodstvenu vrijednost. To znači da aktiva i pasiva ponekad ne daju stvarnu vrijednost poduzeća pa ih je iz tog razloga potrebno prilagoditi onoj vrijednosti koja bi bila najbliža stvarnoj. (Kolačević, Hreljac, 2012, str. 235) Razlika koja se javlja između knjigovodstvene i ispravljene knjigovodstvene vrijednosti proizlazi iz nevidljivih rezervi i u skrivenim gubitcima. (Murčić, 2019, str. 5)

Zato je potrebno ispraviti samo pozicije koje sadrže nevidljive rezerve i skrivene gubitke. Formula za utvrđivanje ispravljene knjigovodstvene vrijednosti je (Bendeković, Lasić, 1991, str.21):

$$\textit{Ispravljena vrijednost} = \textit{tržišna vrijednost imovine} - \textit{obveze} \quad (2)$$

Ono što je kod procjene poduzeća procijenjeno jesu zemljišta i građevinski objekti, pa procjenitelj kod toga mora biti pažljiv i mora obratiti pozornost tome. Nematerijalna imovina i oprema puno puta su precijenjeni. Pasivu, je za razliku od aktive puno lakše procijeniti, jer su obveze one koje su precizno definirane. Isto tako, kada se procjenjuje aktiva i pasiva, zasebno, zbroj aktive i zbroj pasive mora biti jednak. (Murčić, 2019, str. 5)

Stavke koje nisu u bilanci i mogu smanjiti vrijednost poduzeća su sudski sporovi u tijeku, obaveze za stipendije, menadžment postignuća, obaveze za rente radnicima ozlijeđenim na poslu i slično. (Vidučić, Pepur, Šimić Šarić, 2015, str. 128)

Stavke koje mogu povećati vrijednost poduzeća (Murčić, 2019, str.5):

- vrijedna tehničko tehnološka rješenja
- nezaštićeni patenti
- menadžment poduzeća
- goodwill
- nove investicije
- očekivane investicije u infrastrukturu
- zaključeni kupoprodajni ugovori.

3.2. Zamjenska vrijednost poduzeća

Zamjenska metoda vrednovanja, kao što joj i sam naziv govori, predstavlja iznos koji je potreban kako bi se postojeća imovina zamijenila istom ili sličnom imovinom. Zamjenska vrijednost predstavlja „jedan od nekoliko pokazatelja koji se koriste u prosuđivanju vrijednosti poduzeća koja nastavljaju s poslovanjem“. Definiranje zamjenske vrijednosti poduzeća zasnovano je na inženjerskim procjenama, pri čemu je moguć problem taj što je vrlo teško rekonstruirati postojeća postrojenja ili prema istim konstrukcijskim rješenjima iz razloga što najveći dio fizičke imovine podliježe tehnološkom zastarijevanju. (Kolačević, Hreljac, 2012, str. 236)

Kako bi se utvrdila zamjenska vrijednost poduzeća koristi se sljedeća formula Aralica, 2005, str. 1199):

$$V_z = I_z - O_t \quad (3)$$

Pri čemu je:

V_z = zamjenska vrijednost predmeta analize;

I_z = zamjenska vrijednost imovine u bilanci stanja poduzeća;

O_t = tržišna vrijednost obveza u bilanci stanja poduzeća.

Zamjenskom vrijednosti poduzeća postiže se najviša procjena vrijednosti. Kod procjene zamjenskih vrijednosti važno je napomenuti da ona polazi od sljedećih pretpostavki (Aralica, 2005, str. 1198):

- ako se poduzeće želi prodati, to treba učiniti u normalnom roku pa iz tog razloga za procjenu troška ima vremena;
- kod vrednovanja imovine i obveza poduzeće u obzir se uzimaju tržišne cijene;
- tržišne cijene su one cijene koje vrijede u vrijeme procjenjivanja vrijednosti poduzeća;
- u vrijednost poduzeća neizravno se uključuje samo nova imovina, što znači da se u obzir ne uzima neotpisana, već samo nabavna vrijednost osnovnih sredstava.

3.3. Likvidacijska vrijednost poduzeća

Likvidacijska vrijednost poduzeća označava vrijednost poduzeća u trenutku likvidacije, odnosno minimalnu vrijednost imovine koju je moguće ostvariti njezinom prisilnom prodajom. Osim toga, ona predstavlja minimalnu cijenu ispod koje se pregovori o vrijednosti imovine ne mogu voditi. Koncept ove vrijednosti poduzeća utvrđuje likvidacijsku masu iz koje se namiruju svi troškovi tražbine prema imovini. Likvidacijska vrijednost sastoji se od bruto i neto likvidacijske vrijednosti poduzeća. Bruto likvidacijska vrijednost jednaka je likvidacijskog vrijednosti imovine poduzeća umanjena za troškove likvidacije što predstavlja okvir za namirenje obveza poduzeća prema vjerovnicima, te isplate vlasnicima preostale vrijednosti koja predstavlja neto likvidacijsku vrijednost poduzeća. (Kolačević, Hreljac, 2012, str. 236)

Drugim riječima, likvidacijska vrijednost je svojevrsna prinudna prodajna vrijednost umanjena za obveze kod kojih u obzir treba uzeti i same troškove likvidacije koji, u slučaju dugog trajanja postupka mogu biti vrlo ozbiljni (npr. troškovi suda, stečajnog upravitelja, oglasa prodaje i sl.). Ova metoda uspoređuje se s metodom neto knjigovodstvene vrijednosti uz razliku da je objektivno polazno stanje bitno nepovoljnije (tendira prema zatvaranju), naročito iz razloga jer, je u pravilu (Perić, 2005, str. 104):

- postupak likvidacije brz,
- oprema i druga imovina je zastarjela,
- malo je zainteresiranih kupaca,
- na tržištu se nudi slična imovina,
- i potencijalni kupci znaju o čemu je riječ (likvidacija).

Aralica (2005) navodi sljedeću formulu za izračun likvidacijske vrijednosti poduzeća:

$$V_1 = I_1 + O_t \quad (4)$$

pri čemu je:

V_1 = likvidacijska vrijednost predmeta analize;

I_1 = likvidacijska vrijednost imovine u bilanci stanja poduzeća;

O_t = tržišna vrijednost obveza u bilanci stanja poduzeća.

Cilj likvidacijske vrijednosti poduzeća je utvrditi likvidacijsku vrijednost poduzeća kojom se koristi u slučaju kada se predmet analize mora u vrlo kratkom roku prodati. Predmet likvidacijske metode, je isto kao i kod knjigovodstvene, a to je poduzeće i primjenjuju se tržišne cijene. Rezultat je sadašnja procijenjena vrijednosti. Likvidacijsku metodu moguće je primijeniti u ograničene svrhe, jer su njezine vrijednosti zbog bankrota ili određenog pritiska vjerovnika niže od onih tržišnih. (Aralica, 2005, str. 1193)

4. Dinamičke metode vrednovanja poduzeća

U okviru dinamičkih metoda nalaze se ostvarene zarade i novčani tokovi, te mogućnost ostvarivanja zarada i budućih čistih novčanih tokova. Dinamičke metode odgovaraju na pitanje što poduzeće ima u vlasništvu, i koji je profit poduzeća. Polazna osnovica i kod ovih metoda je računovodstveni segment poduzeća. Nedostatak ovih metoda je subjektivnost procjenitelja. Polazna je osnovica za vrednovanje zarada poduzeća račun dobiti i gubitka. (Crnko, 2010). Kod dinamičke metode vrednovanja poduzeća važno je spomenuti kako poduzeća procjenu vrše na temelju budućih prihoda, i samim time uvažavajući rizik takve zarade.

Dinamičke metode obrađene u radu su:

- procjena vrijednosti metodom multiplikatora;
- procjena vrijednosti temeljena na diskontiranom novčanom toku;
- procjena metodom diskontirane dividende.

4.1. Metoda diskontiranih novčanih tokova

Metoda diskontiranog novčanog toka ili poznata kao DCF (engl. discounted cash flow) model je u kojem je vrijednost poduzeća strukturirana kao funkcija sadašnje vrijednosti novčanog toka koje poduzeće može generirati u budućnosti osiguranicima poduzeća. DCF metoda temelji se na pro forma prognozi očekivanih budućih novčanih tokova poduzeća. Ova metoda prikladna je za procjenu strateškog, kontrolnog paketa dionica u poduzeću koje je stabilno i koje planira poslovati i u budućnosti. Svrha DCF metode leži u vjerovanju da profitabilna imovina vrijedi onoliko koliko vrijede njezini budućni novčani tokovi. (Sprčić, Sulje, 2012, str.105) Pri procjeni vrijednosti poduzeća budućni slobodni novčani tokovi svode se na sadašnju vrijednost tehnikom diskontiranja, ali se pritom uvažava vremenska preferencija novca, odnosno novčanih primitaka i izdataka.

Glavne prednosti DCF metode odnosno metode diskontiranih novčanih tokova su te da ima mogućnosti kvalitetne razrade novčanih tokova poduzeća te njegovih dijelova. U mogućnosti je da uvažava dugoročne potencijale poslovanja i temelji se na *going-concern* koncepciji (pretpostavka o neograničenom poslovanju poduzeća). S druge strane, DCF je teško primijeniti kada su novčani tokovi negativni, te parametri korišteni u modelu uvelike su subjektivne prirode. Prije svega to do izražaja dolazi pri procjeni diskontne stope (troška

kapitala) i stope rasta, koje se primjenjuju na novčane tokove te u konačnici u izračun rezidualne (terminalne) vrijednosti. (Profitiraj.hr, bez.dat.)

Osnovni koraci kod procjene vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova su sljedeći (Sprčić, Sulje, 2012, str.106):

1. Utvrditi najprikladniji model slobodnog novčanog toka kod korištenja u analizi
2. Razviti pro forma financijske izvještaje, na kojima će se temeljiti analiza
3. Izračunati slobodne novčane tokove pomoću definirane pro forme financijskih izvještaja
4. Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po primjerenj diskontnoj stopi (najčešće se koristi prosječni ponderirani trošak kapitala), ali ako se procjenjuje meta preuzimanja, moguće je da će se morati trošak kapitala prilagoditi za eventualne promjene u riziku
5. Odrediti rezidualnu vrijednost R_v (eng. terminal value) i diskontirati je na sadašnju vrijednost - pri čemu se rezidualna vrijednost može odrediti upotrebom modela konstantnog rasta, kod kojeg se pretpostavlja da će poduzeće rasti unedogled ili upotrebom multiplikatora za kojeg se vjeruje da će se po njemu trgovati dionicama procjenjivanog poduzeća na kraju prvog promatranog razdoblja u modelu.
6. Zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove za prvo razdoblje razvoja i diskontiranu rezidualnu vrijednost da bi se utvrdila vrijednost procjenjivanog poduzeća.

Također, postoje tri osnovna koraka postupka određivanja vrijednosti pomoću DCF metode.

1. korak je izrada razvojnog plana budućeg poslovanja te financijskih prognoza iz kojih se izvode slobodni novčani tokovi. Kod prvog koraka razvija se prognoza vrijednosti za veći broj godina, te se nakon toga izračunava rezidualna vrijednost poduzeća. (Sprčić, Sulje, 2012)

Prognozu je potrebno napraviti za minimalno 3-5 godina, kako bi period bio dovoljno dug za donošenje zaključka o stabilnosti poslovanja. Vrijednost poduzeća radi se na temelju analize okruženja i analize poslovanja.

2. korak je izračunavanje ukupnog troška kapitala poduzeća. S obzirom da se vrijednost nekog poduzeća izračunava na temelju novčanih tokova koje će to poduzeće

generirati u nekom periodu u budućnosti, u izračun je potrebno uključiti vremensku vrijednost novca. (Sprčić, Sulje, 2012)

Formula za izračunavanje troška kapitala je:

$$k_A = \frac{G}{G+D} * r_G + \frac{D}{G+D} * r_B * (1 - t) \quad (5)$$

gdje je:

k_A = ponderirani prosječni trošak kapitala;

G = tržišna vrijednost obične glavnice poduzeća;

D = tržišna vrijednost duga poduzeća;

r_G = trošak obične glavnice;

r_B = trošak duga prije poreza;

t = stopa poreza na dobit.

Nakon obavljenog drugog koraka slijedi treći. **3. korak** je određivanje očekivanih slobodnih novčanih tokova. Slobodni novčani tok definiran je kao neto dobit iz redovnog poslovanja uvećana za amortizaciju te umanjena za vrijednost neto investicija pri čemu neto investicije predstavljaju promjenu u uloženom kapitalu. (Sprčić, Sulje, 2012)

Nakon procijene slobodnog novčanog toka poduzeća za buduće razdoblje i svih čimbenika okruženja koji utječu na poslovanje, da se pretpostavi da će poduzeće poslovati i u budućnosti te ostvarivati stope rasta po konstantnoj stopi ulažući isti omjer operativnih novčanih tokova.

4.2. Metoda diskontirane dividende

Metoda diskontirane dividende ili skraćeno DDM temelji se na teoriji da je vrijednost neke dionice jednaka diskontiranoj sumi budućih isplaćenih dividendi. Ova metoda predstavlja maksimalnu korist koju poduzeće ima za dioničare. Spomenuta metoda koristi se kada poduzeće isplaćuje cjelokupan profit u vidu dividendi, tj. kada ono nema zadržani profit koji bi moglo reinvestirati. (Vidučić, Pepur, Šimić, 2015, str. 137) U pretpostavki da vlasnike dionica poduzeća očekuje jednak iznos dividende, vrijednost poduzeća može se izračunati prema sljedećoj formuli:

$$P_0 = \frac{D}{k_s} \quad (6)$$

gdje je:

P_0 = sadašnja vrijednost dioničke glavnice;
D = iznos dividende po dionici;
 k_s = zahtijevana stopa povrata na uloženi kapital;
 $D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D_t$

U slučaju da dividende nisu uvijek jednake postoji model konstantnog rasta dividendi poznatiji pod imenom Gordonov model. Model se primjenjuje za vrednovanje dionica poduzeća koja redovito isplaćuju dividende i čije dividende rastu prema godišnjoj stopi rasta. Formula za izračun glasi (Vidučić, Pepur, Šimić, 2015, str. 137):

$$P_0 = \frac{D_0 (1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g} \quad (7)$$

gdje je:

P_0 = sadašnja vrijednost dioničke glavnice;
 D_0 = dividenda na kraju prethodne godine;
 D_1 = dividenda koja se očekuje za jedno razdoblje unaprijed;
 k_s = zahtijevana stopa povrata na glavicu;
 g = stopa rasta dividendi u budućnosti.

Naveden model prikladan je za procjenu troška glavnice poduzeća koja su već dosegla razdoblje stabilnog rasta, te onih poduzeća koja redovito isplaćuju dividende.

4.3. Metoda multiplikatora

Damodaran (2001) navodi kako financijski analitičari najčešće u praksi koriste metode multiplikatora ili relativno vrednovanje. Kod metode multiplikatora vrijednost poduzeća (ili imovine) je izvedena iz vrijednosti usporedivih poduzeća (imovine), na osnovi korištenja zajedničkih varijabli poput zarada, novčanih tokova, knjigovodstvene vrijednost, prodaje i sl. Ova metoda koristi različite sektorske prosjeke tržišnih multiplikatora, uz pretpostavku da su ostala poduzeća u sektoru usporediva, te da su tržišne cijene tih poduzeća u prosjeku pravedne.

Cilj procjene vrijednosti poduzeća metodom multiplikatora je utvrditi vrijednost tvrtke koje imaju sličnu imovinu na tržištu. U suštini, multiplikatori predstavljaju omjer cijene dionice (tržišne ili transakcijske) i određene kategorije po dionici (poput neto dobiti ili knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice). (Sprčić, Sulje, 2012, str.155)

Najčešće korišteni multiplikatori koji će se teorijski obraditi u nastavku su:

- multiplikator P/E
- multiplikator P/B
- multiplikator V/P
- multiplikator $V/(II+A)$ i V/II .

4.3.1. Multiplikator P/E

Multiplikator P/E stavlja u odnos cijenu i dobit poduzeća. On predstavlja omjer kapitalizacije i neto dobiti, odnosno pokazuje koliko su ulagači spremni platiti za jednu novčanu jedinicu dobiti poduzeća. Formula za izračun je sljedeća (Sprčić i Sulje, 2012, 159):

$$P/E = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto dobit}} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Neto dobit po dionici}} \quad (8)$$

Tržišna kapitalizacija dobije se kao umnožak cijene dionice (tržišna cijena po kojoj se dionica prodaje) i broja izdanih dionica. Multiplikator P/E lagan je za izračun ukoliko poduzeće ima javno istaknute cijene dionica. Kod ovog multiplikatora autori Sprčić i Sulje (2012) navode neke prednosti i nedostatke. Prednosti su:

- spomenuti multiplikator poznat je među sudionicima na tržištu,
- empirijska istraživanja dokazuju da su razlike u multiplikatorima među usporedivim poduzećima vezane uz dugoročne prosječne prinose na dionice,
- dobit po dionici je osnovna odrednica vrijednosti investicije.

Prednosti koje navodi Orsag (2002) su:

- multiplikator P/E dobar je pokazatelj uspješnosti poslovanja
- jednostavno i brzo se može doći do rezultata.

Nedostaci koje spominju autori su:

- ovaj multiplikator nije za izračun vrijednosti poduzeća koja ostvaruju gubitak
- ovisno o ciklusu u kojem se poduzeće nalazi moguće su velike oscilacije u multiplikatoru
- razni računovodstveni standardi u poduzećima mogu iskriviti sliku o objavljenj dobiti.

4.3.2. Multiplikator P/B

Multiplikator P/B stavlja u odnos tržišnu kapitalizaciju, ili cijenu dionice i knjigovodstvenu vrijednost obične glavnice poduzeća. Knjigovodstvena vrijednost glavnice po dionici može se izračunati tako da se od ukupne imovine oduzmu ukupne obveze, te se ta dobivena vrijednost onda podijeli s brojem izdanih dionica. Izračun je lagan kao i kod prethodnog multiplikatora a formula za izračun je sljedeća:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Knjigovodstvena vrijed.ob.glavnice}} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Knjigovodstvena vrijed.ob.glavnice}} \quad (9)$$

Sprčić i Sulje (2012) navodi prednosti i nedostatke ove metode. Istaknute prednosti su sljedeće:

- P/B multiplikator moguće je koristiti i kad poduzeće posluje s gubitkom jer je knjigovodstvena vrijednost obične glavnice većinom pozitivna,
- multiplikator se može koristiti u trenutku kada je dobit poduzeća vrlo visoka, niska ili volativna,
- P/B multiplikator može upotrijebiti i pri procijeni vrijednosti poduzeća koje prestaje poslovati.

Kao nedostaci navode se (Sprčić i Sulje, 2012, 160):

- spomenuti multiplikator ne održava vrijednost nematerijalne imovine (ljudski resursi), analitičare može dovesti do pogrešnih zaključaka ako se uspoređuju poduzeća s velikim razlikama u veličini imovine,
- inflacija i tehnološki napredak mogu dovesti do razlika između knjigovodstvene i tržišne vrijednosti, pa samim time knjigovodstvena vrijednost neće održavati pravu vrijednost kapitala dioničara i time otežati usporedbu.

4.3.3. Multiplikator V/P

Multiplikator V/P služi kako bi prikazao odnos vrijednosti poduzeća i prihoda od prodaje. Također osim spomenutog omjera za izračun multiplikatora moguće je u omjer staviti ukupnu vrijednost poduzeća po dionici i prihoda po dionici.

Spomenuto je prikazano formulom u nastavku:

$$V/P = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{Prihod od prodaje}} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća po dionici}}{\text{Prihod od prodaje po dionici}} \quad (10)$$

Istaknute prednosti multiplikatora V/P su:

- može se koristiti kada je poduzeće nestabilno, odnosno kod poduzeća koja imaju financijske probleme
- prihod od prodaje uvijek je pozitivan
- prihodima od prodaje nemoguće je manipulirati
- V/P multiplikator može se koristiti i kod tek osnovanih poduzeća jer kod njih ne postoje povijesni poslovni rezultati.

Za razliku od prednosti, postoje i nedostaci, a oni su sljedeći (Sprčić i Sulje, 2012, 165):

- ubrzan rast prihoda nije nužno prihvaćen visokim rastom dobiti poduzeća;
- V/P multiplikator zanemaruje razlike u troškovnoj strukturi,
- iako je teško manipulirati prihodima, ponekad se događa manipulacija istima.

4.3.4. Multiplikator V/(II+A) i V/II

Multiplikatori V/(II+A) i V/II stavljaju u odnos vrijednost poduzeća i dobit prije kamata, poreza i amortizacije odnosno EBITDA, ili dobit prije kamata i poreza odnosno EBIT. Formule za izračun prikazane su u nastavku:

$$V/(II + A) = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća po dionici}}{\text{EBITDA po dionici}} \quad (11)$$

$$V/II = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća po dionici}}{\text{EBIT po dionici}} \quad (12)$$

Razni autori navode sljedeće prednosti ovih multiplikatora:

- EBIT je dobra mjera za poduzeća koja imaju visoku amortizaciju;
- EBITDA za razliku od EBIT-a nije ugrožena amortizacijom;
- korisni su kada se uspoređuju poduzeća s raznim financijskim polugama.

Nedostaci su:

- EBIT je ugrožena amortizacijom;
- a EBITDA u nekim slučajevima zanemaruje utjecaj raznih politika priznavanja prihoda.

Sada kada su prikazani određeni multiplikatori, važno je spomenuti neke prednosti multiplikatora u odnosu na metodu diskontiranih novčanih tokova. Autor Damodaran (2001) navodi sljedeće:

- Metoda multiplikatora manje je vremenski zahtjevna metoda, potrebno je manje resursa, manje informacija, pa se onda analitičari koji imaju kratke rokove, malo vremena i malo informacija radije odlučuju za ovu metodu,
- Metoda multiplikatora je jednostavnija pa je samim time i dobivene rezultate ovom metodom lakše prodati investitorima,
- Metoda multiplikatora poštuje tržišne trendove, pa će samim time na tržištu gdje cijene dionica rastu procjena biti veća nego kod metode diskontiranog novčanog toka,
- Te se kod procjene rezultata ove metode lakše prezentiraju rezultati cijene jer lista ove metode ne sadrži dugu listu pretpostavki kao što je to kod metode diskontiranih novčanih tokova.

5. Primjena metoda vrednovanja na primjeru odabranog poduzeća

U ovom dijelu rada prikazati će se procjena poduzeća Kraš d.d. na temelju dostupnih financijskih izvještaja sa službenih stranica i stranica Fine. Metode koje su odabrane za procjenu poduzeća jesu: knjigovodstvena metoda, te odabrane metode multiplikatora.

Prije procjene poduzeća važno je navesti neke osnovne podatke o odabranom poduzeću.

5.1. Podaci o odabranom poduzeću

Svoju povijest poduzeće započinje u Zagrebu 1911. godine na temeljima tvornice Union koja je proizvodila čokoladu, a danas predstavlja tržišnog lidera svoje industrije. Od samog početka pa sve do danas Kraš d.d. vrlo uspješno razvija svoju tradiciju proizvodnje slatkih proizvoda, i to u sve tri grupe – kakao proizvoda, keksa i vafla te bombonskih proizvoda. (www.kras.hr)



Slika 1: Logo poduzeća Kraš d.d. (Izvor: www.kraš.hr)

Kraš d.d. posjeduje vrlo bogati proizvodni asortiman poput poznate čokolade „Dorina“ i čokoladice „Životinjsko carstvo“, a tu je i „Bajadera“, „Domaćica“ i drugo. Predsjednik Uprave Kraša je Slavko Ledić, dok su članovi: Davor Bošnjaković i Damir Bulić. Na dan 31. prosinca 2020. godine Kraš broji 1.467 svojih zaposlenika. (www.kras.hr) Poduzeće Kraš d.d. vodeće je konditorsko poduzeće u Hrvatskoj i svoju poziciju na tržištu temelji na napornom radu, usmjereno na proizvodnju kvalitetnih proizvoda i razvoju novih projekata i uspješno se prilagođava zahtjevima tržišta. Kraš d.d. osnivač je i član 5 ovisnih društava, od

koji se njih četvero nalazi u inozemstvu, a jedno u Republici Hrvatskoj. (www.kras.hr) U nastavku si prikazani ključni pokazatelji poslovanja Kraša.

Tablica 1: Ključni financijski pokazatelji poduzeća Kraš d.d.

	2017.	2018.	2019.
Ukupni prihodi od prodaje	852.685.724	847.703.733	876.720.737
Ukupni poslovni prihodi	861.289.104	586.801.941	885.542.358
EBITDA	74.301.231	84.981.447	69.499.218
EBIT	39.486.510	51.395.904	9.185.889
Neto dobit	22.682.947	40.239.286	7.532.059
Ukupna imovina	1.049.633.763	1.071.357.380	1.018.858.078

Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice Fine

U strukturi prihoda preko 99,00% ukupnih prihoda poduzeća čine poslovni prihodi. Vidljivo je kako su ukupni prihodi poduzeća najveći 2019. godine i iznos 885,5 milijuna kuna, isto kao i prihodi od prodaje sa 876 milijuna kuna. Ukupna imovina poduzeća najveća je 2018. godine, veća je za 2% u odnosu na 2017. i za 5% u odnosu na 2019. Uvidom u rezultate poduzeća vidljivo je kako je poduzeće Kraš u svim promatranim godinama uspješno i likvidno sa pozitivnim rezultatima.

Ako se usporede EBITDA i EBIT u promatranim godinama, vidljivo je kako je EBITDA u 2018. godini porasla za 7,43% u odnosu na godinu ranije, dok je 2019.godine pala za 22,3% u odnosu na 2018. godinu. EBIT je također najveću vrijednost imala 2018. godine, i iznosila je 7% više od 2017. godine i čak 59% više od godine kasnije. Dobar rezultat u 2018. godini poduzeću Kraš d.d. donijelo je smanjenje rashoda.

U nastavku su prikazane procjene poduzeća pomoću raznih metoda.

5.2. Procjena poduzeća pomoću knjigovodstvene metode vrednovanja

U ovom dijelu napravljena je procjena poduzeća pomoću knjigovodstvene metode. Spomenutu metodu moguće je primijeniti na podatke iz imovine poduzeća. Knjigovodstvena vrijednost izračunata je na način da se od ukupne aktive oduzmu ukupne obveze poduzeća.

Tablica u nastavku prikazuje izračun knjigovodstvene vrijednosti poduzeća Kraš d.d. za razdoblje 2017.-2019. godine.

Tablica 2: Izračun knjigovodstvene vrijednosti poduzeća Kraš d.d.

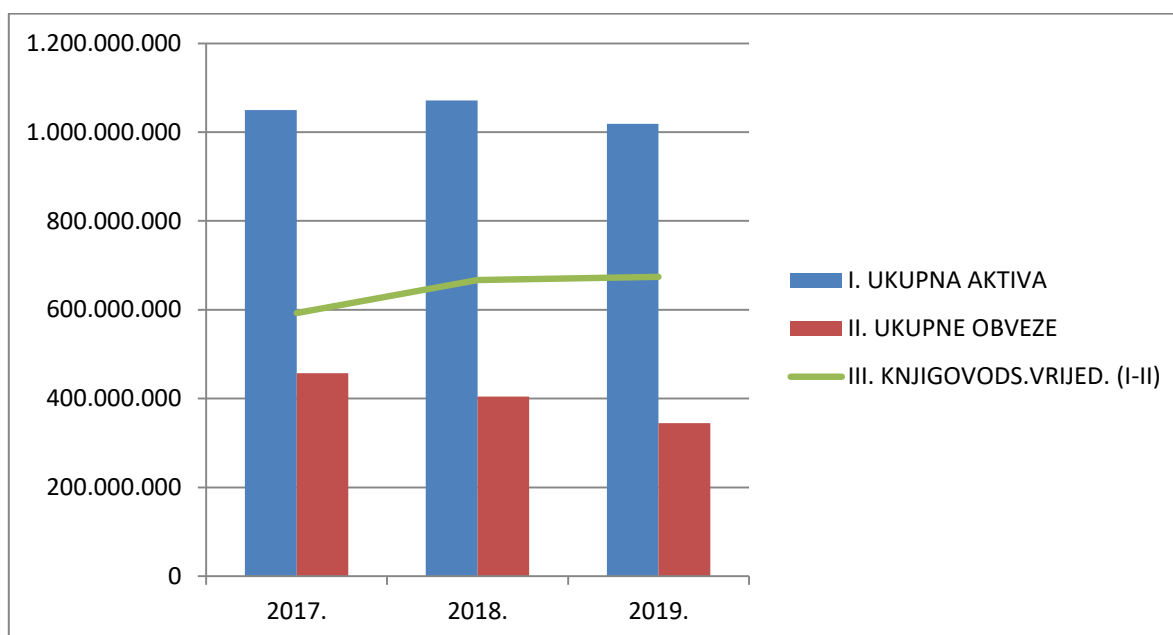
	2017.	2018.	2019.
Dugotrajna imovina	552.121.420	514.960.004	514.932.786
Kratkotrajna imovina	497.512.343	556.397.380	503.952.292
I. UKUPNA AKTIVA	1.049.633.763	1.071.357.380	1.018.858.078
Dugoročne obveze	135.563.881	77.505.155	138.089.490
Kratkoročne obveze	321.572.833	326.631.817	206.675.818
II. UKUPNE OBVEZE	457.136.714	404.136.972	344.765.308
III. KNJIGOVODS.VRIJED. (I-II)	592.497.049	667.220.408	674.092.770

Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice Fine

Iz priloženog vidljivo je kako je knjigovodstvena vrijednost poduzeća od promatranih godina najmanja u 2017. godini i iznosi 59 milijuna kuna. Vrijednosti rastu iz godine u godinu.

Za jasniji prikaz i uvid u kretanje knjigovodstvene vrijednosti poduzeća napravljen je grafikon.

Grafikon 1: Kretanje knjigovodstvene vrijednosti poduzeća



Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice Fine

Izračunata i dobivena vrijednost iz tablice i grafikona predstavlja knjigovodstvenu vrijednost poduzeća, a ukoliko se želi izračunati knjigovodstvenu vrijednost pojedine dionice potrebno je dobivenu vrijednost podijeliti sa brojem izdanih dionica. Knjigovodstvena vrijednost dionice izračunata je u nastavku.

Za daljnje analize uzeta je 2018. godina, godina kada je poduzeće Kraš d.d. imalo najbolju dobit. Prema podacima sa Zagrebačke burze na dan 31.12.2018. godine Kraš d.d. ima izdanih 1.498.621 redovnih dionica na ime (oznake KRAS), koje su u vlasništvu 4.476 dioničara te u trezoru Kraš d.d. Zagreb. U nastavku je izračun knjigovodstvene vrijednosti dionice za 2018. godinu.

$$\text{Knjigovodstvena vrijednost dionice} = \frac{667.220.408}{1.498.621} = 445,22 \text{ kn (13)}$$

Nakon procjene poduzeća knjigovodstvenom metodom vrednovanja, prikazana je procjena pomoću multiplikatora.

5.3. Procjena poduzeća pomoću multiplikatora

U ovom dijelu rada napravljena je analiza poduzeća Kraš d.d. pomoću multiplikatora P/E, P/B i P/S. Metode multiplikatora spadaju u dinamičke metode i procjenu vrše temeljem budućih prihoda poduzeća. Cilj spomenute metode je da se utvrdi vrijednost odabranog poduzeća na temelju slične imovine na tržištu (na temelju imovine Podravke, Koestlina, Zvečeva, Francka).

5.3.1. P/E Multiplikator

P/E predstavlja omjer tržišne cijene dionice i dobiti po dionici. Za ovaj pokazatelj zna se da je neto dobit poduzeća Kraš d.d. za 2018. godinu iznosila 40,24 milijuna kuna, dok je prosječni broj dionica 1.373.621. Pomoću spomenutih podataka dobilo se rješenje za neto dobit po dionici odnosno EPS.

$$EPS = \frac{\text{Neto dobit} - \text{dividende na dionice}}{\text{Broj izdanih dionica}} = \frac{40.239.286}{1.373.621} = 29,29 \text{ kn (14)}$$

Tijekom godine tržišna cijena po dionici kretala se u rasponu od najniže 350,00 kuna do najviše 476,00 kuna, s godišnjim prosjekom od 416,86 kuna. Kada se dobio rezultat od 29,29 kn dobiti po dionici, taj rezultat stavlja se kao nazivnik u sljedeću formulu.

$$P/E = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Neto dobit po dionici}} = \frac{416,86}{29,29} = 14,23 \text{ kn} \quad (15)$$

ili

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto dobit}} = \frac{572.607.650,06}{40.239.286} = 14,23 \text{ kn} \quad (16)$$

Iz rezultata je jasno kako je za jednu novčanu jedinicu dobiti Kraša, tržište spremno platiti 14,23 novčanih jedinica. Ako se rezultat od 14,23 usporedi sa prosjekom P/E multiplikatora koji iznosi 15,22 (tablica 3) jasno je kako je to za 0,99 novčanih jedinica manje od prosjeka.

Tablica 3: Izračun prosjeka P/E multiplikatora

	Koestlin	Podravka	Franck	Zvečevo
Cijena dionice	520	510	500	34,5
Neto dobit - dividende na dionice	2.768.000	113.400.000	54.725.000	72.253.316
Broj dionica	130.276	6.964.479	427.170	382.370
EPS	21,25	16,28	128,11	188,96
P/E	24,47	31,33	3,9	1,2
PROSJEK = 15,22				

Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice Fine

Dalje, vrijednost poduzeća izračunata je u nastavku.

$$V_E = \frac{P}{E_{\text{usporedive tvrtke}}} \times \text{neto dobitak}_{\text{vrednovane tvrtke}} = 15,22 \times 40.239.286 = 612.441.932,92 \quad (17)$$

Procijenjena vrijednost poduzeća putem multiplikatora P/E je 612.441.932,92 kn, dok je procijenjena vrijednost dionice (612.441.932,92 / 1.373.621) = 445,86 kn.

5.3.2. P/B Multiplikator

Cijena dionice poduzeća Kraš d.d. za 2018 godinu kao što je spomenuto je 416,86 kn, dok je knjigovodstvena vrijednost dionice 445,22 kn. Spomenute vrijednosti uvrštene su u formulu za izračun P/B multiplikatora.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Knjigovodst.vrijedn.dionice}} = \frac{416,86}{445,22} = 0,94 \quad (18)$$

Rezultat izračuna je 0,94. Ako se rezultat P/B multiplikatora dobije da je manji od jedan, za investitora to može značiti da poduzeće ostvaruje jako male povrate na svoju imovinu ili da tržište ocjenjuje knjigovodstvenu vrijednost poduzeća kao precijenjenu. Prosjek P/B multiplikatora na tržištu iznosi 0,91 (vidljivo tablicom 4).

Tablica 4: Izračun prosjeka P/B multiplikatora

	Koestlin	Podravka	Franck	Zvečevo
Cijena dionice	520	510	500	35
Knjigovodstvena vrijednost dionice	1.069	314	846	78
P/B	0,486435921	1,624203822	0,591016548	0,446770488
PROSJEK = 0,91				

Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice Fine

Kada su dostupne sve potrebne vrijednosti, kreće se na izračunavanje vrijednosti poduzeća.

$$V_E = \frac{P}{B_{\text{usporedive tvrtke}}} \times \text{knjigovodstvena vrijednost dioničke glavnice}_{\text{vrednovane tvrtke}} = 0,91 \times 667.220.408 = 607.170.571,28 \quad (19)$$

Procijenjena vrijednost poduzeća putem multiplikatora P/B je 607.170.571,28 kn, dok je procijenjena vrijednost dionice (607.170.571,28 / 1.373.621) jednaka 442,02 kn.

5.3.3. P/S Multiplikator

Multiplikator P/S u omjer stavlja prihode od prodaje po dionici i broj dionica poduzeća. Prihodi od prodaje po dionici izračunavaju se na sljedeći način:

$$SPS = \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Broj dionica}} = \frac{847.703.733}{1.373.621} = 617,13 \quad (20)$$

Prihodi od prodaje za 2018. godinu iznose 847.703.733 kn i taj iznos podijeljen je sa brojem dionica čime se dolazi do rezultata koliko iznosi prihod po dionici. Dobiveni iznos se u sljedećoj formuli stavlja u nazivnik.

$$\frac{P}{S} = \frac{416,86}{617,13} = 0,68 \quad (21)$$

Dobivena vrijednost jednaka je 0,68. U slučaju da je vrijednost P/S multiplikatora manja od 1 pokazuje mogući potencijal rasta poduzeća u budućnosti.

Za konačan izračun vrijednosti poduzeća potrebno je odrediti prosječnu vrijednost P/S multiplikatora kod sličnog zanimanja.

Tablica 5: Izračun prosjeka P/S multiplikatora

	Koestlin	Podravka	Franck	Zvečevo
Cijena dionice	520	510	500	34,5
Prihodi od prodaje	163.845.000	1.937.102.000	705.316.000	72.601.419
Broj dionica	130.276	6.964.479	427.170	382.370
SPS	1.257.68	278,14	1651,14	189,81
P/S	0,42	1,83	0,3	0,18
PROSJEK = 0,70				

Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice Fine

Prosjek P/B multiplikatora na tržištu iznosi 0,70 čime se dolazi do sljedećeg izračuna:

$$V_E = 0,70 * 847.703.733 = 593.392.613,10 \text{ kn} \quad (22)$$

Procijenjena vrijednost poduzeća putem multiplikatora P/S je 593.392.613,10 kn, dok je procijenjena vrijednost dionice (593.392.613,10 / 1.373.621) jednaka 431,99 kn.

5.3.4. Multiplikator V/EBIT

Najprije se izračunava se prosjek pozicija EBITA za odabrana poduzeća. Izračun je prikazan u nastavku.

Tablica 6: Izračun prosjeka multiplikatora V/EBIT

	Koestlin	Podravka	Franck	Zvečevo
Tržišna kapit.	67.743.520	3.551.884.290	213.585.000	13.191.765
EBIT	3.538.000	111.000.000	39.004.000	34.919.000
V/EBIT	19,14	31,99	5,47	0,38
PROSJEK = 14,25				

Izvor: izrada autora prema podacima sa stranice Fine

EBIT za poduzeće Kraš d.d. iznosi: 51.395.904,00 kn. Izračunati podaci ubacuju se u formulu, a formula za izračun je sljedeća:

$$V_F = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{EBIT}_{\text{usporedive tvrtke}}} \times \text{EBIT}_{\text{vrednovane tvrtke}} \quad (23)$$

$$V_F = 14,25 \times 51.395.904,00 = 732.391.632 \quad (24)$$

$$732.391.632 / 1.373.621 = 533,18 \text{ kn}$$

Procijenjena vrijednost poduzeća putem multiplikatora V/EBIT je 732.391.632 kn, dok je procijenjena vrijednost dionice jednaka 533,18 kn.

Nakon što su dobivene vrijednosti odabranim multiplikatorima slijedi rasprava i interpretacija rezultata.

5.4. Dobiveni rezultati - rasprava

Primjenom raznih metoda vrednovanja poduzeća došlo se do slijedećih procjena vrijednosti:

- primjenom knjigovodstvene metode vrijednost je procijenjena na iznos od 667.220.408 kn u 2018. godini, a procijenjena vrijednost dionice iznosi 445,22 kn
- primjenom P/E multiplikatora procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 612.441.932,92 kn, a procijenjena vrijednost dionice iznosi 445,86 kn
- primjenom P/B multiplikatora procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 607.170.571,28 kn, a procijenjena vrijednost dionice iznosi 442,02 kn
- primjenom P/S multiplikatora procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 593.392.613,10 kn, dok je procijenjena vrijednost dionice jednaka 431,99 kn
- primjenom V/EBIT multiplikatora procijenjena vrijednost poduzeća iznosi 732.391.632 kn, dok je procijenjena vrijednost dionice jednaka 533,18 kn.

Tablica 7: Zaključni rezultati

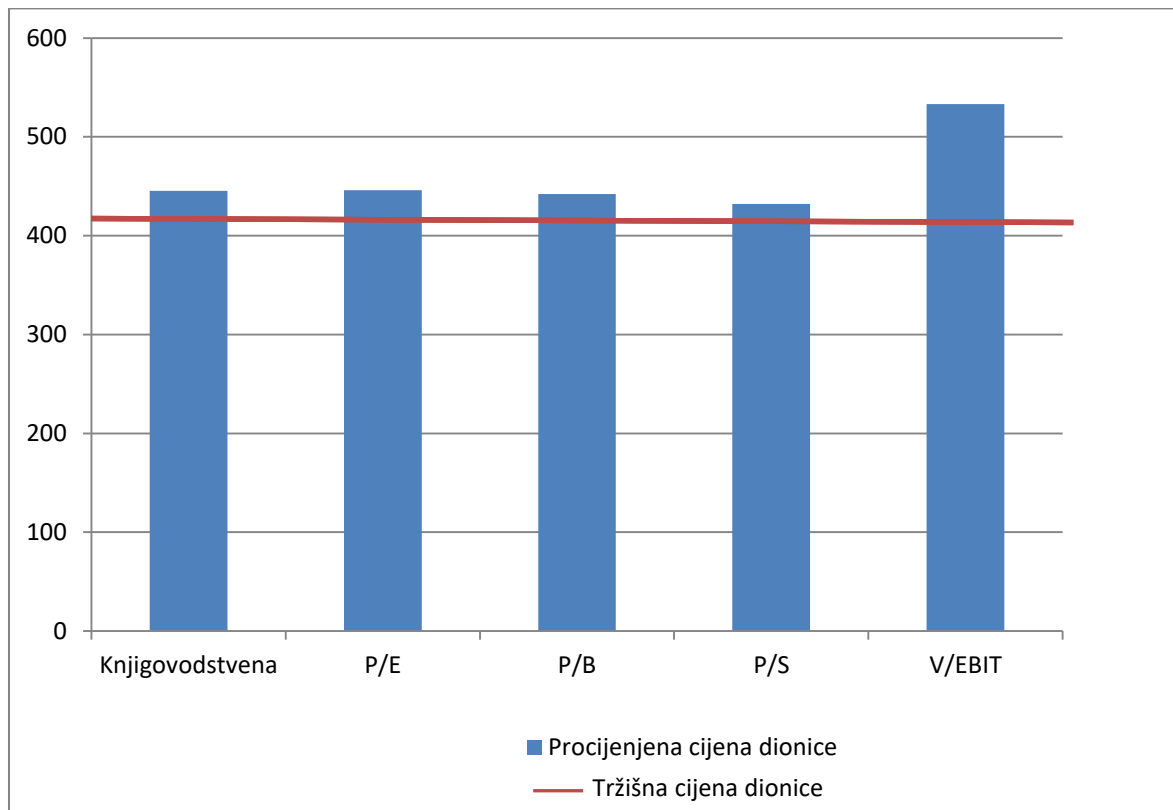
Metode	Procijenjena vrijednost poduzeća	Procijenjena cijena dionice	Odstupanje od tržišne cijene (416,86 kn)
Knjigovodstvena	667.220.408,00	445,22	6,80%
P/E	612.441.932,92	445,86	6,96%
P/B	607.170.571,28	442,02	6,04%
P/S	593.392.613,10	431,99	3,63%
V/EBIT	732.391.632,00	533,18	27,90%

Izvor: izrada autora na temelju dobivenih rezultata

Već je na prvu vidljivo kako multiplikator P/S ima procijenjenu cijenu dionice najbližu tržišnoj cijeni, odnosno spomenuti multiplikator dao je vrijednost koja najmanje odstupa od tržišne cijene. Najmanje odstupanje iznosi 3,63% od tržišne cijene, dok je najveće ono 27,90% izračunato pomoću multiplikatora V/EBIT.

U nastavku je grafikonom prikazana usporedba vrijednosti poduzeća pomoću navedenih metoda.

Grafikon 2: Usporedba vrijednosti dionice



Izvor: izrada autora na temelju dobivenih rezultata

Na temelju grafikona jasno je vidljivo da je tržišnoj cijeni dionice najbliži rezultat procjene pomoću P/S multiplikatora. Kao što je već rečeno multiplikator P/S se izračunava tako da se u omjer stavljaju prihodi od prodaje po dionici i broj dionica poduzeća. Rezultat ovog multiplikatora pokazuje na potencijal rasta poduzeća u budućnosti. Znano je kako je poduzeće Kraš d.d. vrlo uspješno poduzeće, sa sigurnim poslovanjem te je svakako rezultat da poduzeće očekuje rast istinit. Ako se pogleda konditorska industrija u Hrvatskoj i tu veliku riječ vodi Kraš, jer upravo spomenuto poduzeće ima vrlo visok udio u prihodima konditorske industrije, što ga čini među najuspješnijim poduzećima u toj djelatnosti na teritoriju Republike Hrvatske.

6. Zaključak

Provedbom istraživanja teorijskog dijela jasno je kako postoje razne metode kojima je moguće procijeniti vrijednost poduzeća. Svaka metoda zahtijeva određene radnje te tokove odnosno postupke izračunavanja. Knjigovodstvena i ispravljena knjigovodstvena metoda, kao prve spomenute metode temelje se na povijesnim podacima i imovini te one mogu predstavljaju temelj za daljnji izračun. Osim spomenute dvije, u statističke metode spadaju i zamjenska i likvidacijska metoda. Zamjenska metoda predstavlja iznos koji bi mogao zamijeniti postojeću imovinu sa istom ili sličnom imovinom, dok likvidacijska vrijednost označava vrijednost poduzeća u trenu likvidacije. Metoda diskontiranih novčanih tokova kao prva metoda dinamičkih metoda zahtjevna je metoda i iziskuje puno više vremena i radnji da bi se poduzeće procijenilo. Jednostavnija metoda od spomenute svakako je metoda multiplikatora koja također spada u dinamičke metode procjene.

Sljedeće, praktičnim djelom rada prikazana je vrijednost poduzeća Kraš d.d. pomoću knjigovodstvene metode, te multiplikatora: P/E, P/B, P/S te V/EBIT. Kako se u praktičnom dijelu najviše pažnja odnosila na metodu multiplikatora, važno je reći kako je spomenuta metoda jednostavnija od ostalih i podatke za izračunavanje ovih metoda moguće je pronaći u izvještajima poduzeća. Usprkos tome što je metoda multiplikatora vrlo popularna metoda, ima neke nedostatke, i to: kratkoročna proznoga vrijednosti, te je potrebno biti oprezan kod odabira usporedivih poduzeća. Što se tiče multiplikatora, P/S multiplikator dao je rezultat od 431,99 kn po dionici, što je najbliže tržišnoj vrijednosti (odstupanje od 3,63%) koja je iznosila 416,86 kn u promatranoj godini. Najlošiji rezultat dao je V/EBIT multiplikator sa 27,90% odstupanja. Što se tiče ostalih multiplikatora, sa procjenom su bili vrlo blizu onoj baznoj vrijednosti, odnosno vrijednosti dionice na trenutnom tržištu.

Osim što je važno kod procjene, osim pogledati kombinaciju metoda, potrebno je sagledati i sliku ukupnog poduzeća i njezinog cjelokupnog okruženja, a ne samo financijske izvještaje. Kod procjene poduzeća taj posao daje se iskusnim analitičarima, koji imaju sva potrebna znanja i vještine i objektivni su prema donošenju odluka. Isto tako, analitičar odlučuje sam koje metode će koristiti i koja metoda je najprimjerenija za odabrano poduzeće. Samo kada se uklope sve spomenute sastavnice dolazi se do točne i precizne procjene.

Popis literature

1. Miloš Sprčić D, Orešković Šulje O, (2012) Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi, Zagreb: Ekonomski fakultet
2. Orsag, S, (1997) Vrednovanje poduzeća, Zagreb: Infoinvest
3. Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010): Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća, Kemigrafika d.o.o., Sarajevo
4. Koletnik, F. (1991): Koliko vrijedi poduzeće, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb
5. Profitiraj.hr, dostupno na: www.profitiraj.hr
6. Kolačević, S., Hreljac B., (2012) Vrednovanje poduzeća, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb
7. Tichy E.G. (2002) Procjena vrijednosti poduzeća, Faber & Zgombić Plus Ltd., Zagreb
8. Aralica, Z. (2005). "Povezanost vrijednosti kapitala i odabranih pokazatelja u proizvodnim poduzećima", UDK 330.142.21:338.45, JEL Classification G10, G32, Izvorni znanstveni rad, Elektronički izvor: <https://hrcak.srce.hr/10429>, Pristup: 20.06.2021.
9. Kraš, dostupno na: www.kraš.hr
10. Fina.hr, dostupno na: <https://www.fina.hr/>
11. Bendeković, J., Lasić, V. (1991): Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća, Ekonomski institut, Zagreb
12. Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb
13. Crnko, P. (2009): Procjena vrijednosti poduzeća V.O.O. D.O.O, Istraživački rad, Financijski klub, Zagreb
14. Murtić, M. (2019): Utjecaj različitih metoda procjene na rezultat vrednovanja poduzeća, University "VITEZ" Travnik, BiH
15. Perić, J. (2005): Osnove vrednovanja poduzeća, Fintrade & tours, Rijeka

Popis slika

Slika 1: Logo poduzeća Kraš d.d. (Izvor: www.kraš.hr) 20

Popis tablica

Tablica 1: Ključni financijski pokazatelji poduzeća Kraš d.d.....	21
Tablica 2: Izračun knjigovodstvene vrijednosti poduzeća Kraš d.d.....	22
Tablica 3: Izračun prosjeka P/E multiplikatora.....	24
Tablica 4: Izračun prosjeka P/B multiplikatora.....	25
Tablica 5: Izračun prosjeka P/S multiplikatora.....	26
Tablica 6: Izračun prosjeka multiplikatora V/EBIT.....	27
Tablica 7: Zaključni rezultati.....	28

Popis grafikona

Grafikon 1: Kretanje knjigovodstvene vrijednosti poduzeća	22
Grafikon 2: Usporedba vrijednosti dionice	29

Prilozi

Prilog 1 : Račun dobiti i gubitka poduzeća Kraš d.d.

RAČUN DOBITI I GUBITKA	2017.	2018.	2019.
I. POSLOVNI PRIHODI	861.289.104	856.801.941	885.542.358
1. Prihodi od prodaje	852.685.724	847.703.733	876.720.737
2. Ostali poslovni prihodi	8.603.380	9.098.208	8.821.621
II. POSLOVNI RASHODI	821.802.594	805.406.037	876.356.469
1. Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda	-4.259.365	6.705.760	-1.037.169
2. Materijalni troškovi	554.338.214	521.409.685	559.993.878
3. Troškovi usluga			
3. Troškovi osoblja	199.270.616	210.200.936	218.027.471
4. Amortizacija	34.814.721	32.633.140	30.208.122
5. Ostali troškovi	28.543.742	31.630.129	36.636.840
6. Vrijednosno usklađivanje		952.404	30.105.207
7. Rezerviranja	0	0	7.967
8. Ostali poslovni rashodi	9.094.666	1.873.983	2.414.153
III. FINANCIJSKI PRIHODI	5.331.884	6.567.723	5.185.904
Prihodi od ulaganja u udjele		1.110.341	2.138.121
Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi	4.772.280	5.373.642	2.956.653
Ostali financijski prihodi	559.604	83.740	91.130
IV. FINANCIJSKI RASHODI	15.059.535	7.759.431	4.327.119
1. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi	15.050.500	7.745.706	3.655.595
Ostali financijski rashodi	9.035	13.725	671.524
IX. UKUPNI PRIHODI	866.620.988	863.369.664	890.728.262
X. UKUPNI RASHODI	836.862.129	813.165.468	880.683.588
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	29.758.859	50.204.196	10.044.674
XII. POREZ NA DOBIT	7.075.912	9.964.910	2.512.615
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	22.682.947	40.239.286	7.532.059

Prilog 2 : Bilanca poduzeća Kraš d.d.

AKTIVA	2017.	2018.	2019.
A.DUGOTRAJNA IMOVINA	552.121.420	514.960.004	514.932.786
Nematerijalna imovina	1.004.450	1.190.374	7.622.612
Materijalna imovina	364.402.747	344.248.191	377.359.329
Dugotrajna financijska imovina	185.199.026	167.968.390	128.504.765
Odgođena porezna imovina	1515197	1.553.049	1.446.080
B. KRATKOTRAJNA IMOVINA	496.327.806	555.460.407	503.512.458
Zalihe	90.073.337	93.674.998	115.153.910
Potraživanja	312.045.000	303.791.980	301.237.812
Kratkotrajna financijska imovina	20.694.193	59.071.777	16.534.791
Novac u banci i blagajni	73.515.276	98.921.652	70.585.945
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja	1.184.537	936.969	412.834
UKUPNO AKTIVA	1.049.633.763	1.071.357.380	1.018.858.078

PASIVA	2017.	2018.	2019.
A. KAPITAL I REZERVE	585.154.094	660.619.818	667.701.053
I. Temeljni (upisani) kapital	549.448.400	599.448.400	599.448.400
II. Kapitalne rezerve	-15.041.057	-15.509.912	-16.381.635
III. Zakonske rezerve	27.472.420	27.472.420	29.484.384
IV. Revalorizacijske rezerve	744.897	1.198.180	14.358.405
V. Zadržana dobit ili preneseni gubitak	-1.593.725	7.771.444	33.259.440
VI. Dobit ili gubitak poslovne godine	24.123.159	40.239.286	7.532.059
VII. Manjinski interes	0	0	0
REZERVIRANJA	7.342.955	6.600.590	6.391.717
DUGOROČNE OBVEZE	135.563.881	77.505.155	138.089.490
Obveze prema bankama	132.676.219	76.219.823	134.229.053
Obveze za predujmove	379.819	247.708	115.597
Ostale dugoročne obveze	1.105.120	891.658	684.119
Odgođena porezna obveza	1.402.723	145.966	3.060.721
D. KRATKOROČNE OBVEZE	321.572.833	326.631.817	206.675.818
Obveze prema povezanim poduzetnicima	20.254.409	23.272.904	16.722.754
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	185.409.399	183.367.438	89.778.934
Obveze za predujmove	26.468	220.235	303.296
Obveze za zajmove, depozite i sl.	1.467.500	1.482.422	1.534.988
Obveze prema dobavljačima	81.734.818	87.172.605	75.695.468
Obveze prema zaposlenicima	8.220.548	8.740.244	9.145.402
Obveze za poreze, doprinose i sl. davanja	12.090.357	12.345.304	6.376.733
Obveze s osnove udjela u rezultatu	530.097	597.742	789.986
Ostale kratkoročne obveze	6.854.582	7.401.957	4.396.403
Odgođeno plaćanje troškova i prihodi budućeg razdoblja	4.984.655	2.030.966	1.931.854
UKUPNO PASIVA	1.049.633.763	1.071.357.380	1.018.858.078