

Vrednovanje poduzeća diskontiranjem novčanih tokova

Stojković, Denis

Undergraduate thesis / Završni rad

2020

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://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:211:890195>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-10**



Repository / Repozitorij:

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



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

Denis Stojković

**VREDNOVANJE PODUZEĆA
DISKONTIRANJEM NOVČANIH TOKOVA**

ZAVRŠNI RAD

Varaždin, 2020.

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

Ime i prezime: Denis Stojković

Matični broj: 42666/13-R

Studij: Primjena informacijske tehnologije u poslovanju

**VREDNOVANJE PODUZEĆA DISKONTIRANJEM NOVČANIH
TOKOVA**

ZAVRŠNI RAD

Mentor:

univ. spec. actuar. math. Dušan Mundar

Varaždin, rujan 2020.

Denis Stojković

Izjava o izvornosti

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

Autor potvrdio prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi

Sažetak

Predmet istraživanja ovog završnog rada je vrednovanje poduzeća diskontiranjem novčanih tokova. Poduzeće se može vrednovati kao zbroj njegovih imovinskih oblika ili kao vrijednost samog poduzeća, odnosno kao vrijednost mogućnosti poduzeća da kombinira raspoloživu imovinu radi ostvarivanja budućih profita. Pri tome je potrebno voditi računa o specifičnostima samog poduzeća, što utječe i na primjenu različitih metoda vrednovanja. Općenito se metode vrednovanja poduzeća mogu podijeliti na one koje u obzir uzimaju vrijednost drugih poduzeća i imovine te one koje ne uzimaju u obzir vrijednost drugih poduzeća. Vrednovanje poduzeća diskontiranjem novčanih tokova (engl. discounted cash flow method) ubraja se u skupinu metoda koje u obzir uzimaju vrijednost i imovinu drugih poduzeća. Kod modela procjene vrijednosti koji u obzir uzimaju vrijednost drugih poduzeća odnosno imovinu, procjena se obavlja na temelju javno dostupnih ili ranije napravljenih procjena vrijednosti drugih društava i imovine. Ova metoda je jedna od najčešće primjenjivanih metoda vrednovanja poduzeća, što aktualizira samu temu završnog rada i ističe potrebu detaljnijeg proučavanja ove metode. U radu se opisuju osnove metode vrednovanja poduzeća diskontiranjem novčanih tokova i provodi početni izračun vrednovanja poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. uvrštenog na redovito tržište Zagrebačke burze d.d. Iz provedene analize zaključujemo da vrijednost dionice Liburnia Riviera Hoteli d.d. je precijenjena što ćemo i dokazati u detaljnom prikazu analize ovog završnog rada.

Ključne riječi: vrednovanje poduzeća, diskontiranje, DCF metoda

SADRŽAJ

1. UVOD	1
2. POJAM I KLASIFIKACIJA METODA VREDNOVANJA PODUZEĆA	2
2.1. Pojmovno određenje vrednovanja poduzeća	2
2.2. Klasifikacija metoda vrednovanja poduzeća	7
2.2.1. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini (statičke metode)	8
2.2.2. Metode temeljene na profitnoj snazi poduzeća (dinamičke metode)	12
2.2.3. Kombinirane metode vrednovanja poduzeća	17
3. METODA DISKONTIRANJA NOVČANIH TOKOVA	18
3.1. Općenito o metodi diskontiranja novčanih tokova	18
3.2. Izračun slobodnih novčanih tokova	20
4. PRIMJENA METODE VREDNOVANJA PODUZEĆA LIBURNIA RIVIERA HOTELI D.D. DISKONTIRANJEM NOVČANIH TOKOVA	25
4.1. Povijesni razvoj poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.	25
4.2. Financijski pokazatelji poslovne uspješnosti poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.	26
4.3. Vrednovanje poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. diskontiranjem novčanih tokova	33
5. ZAKLJUČAK	50
POPIS TABLICA	57

1. Uvod

Predmet istraživanja, odnosno tema ovog završnog rada je vrednovanje poduzeća diskontiranjem novčanih tokova. Poduzeće se može vrednovati kao zbroj njegovih imovinskih oblika ili kao vrijednost samog poduzeća, odnosno kao vrijednost mogućnosti poduzeća da može kombinirati raspoloživu imovinu radi ostvarivanja budućeg profita. Pri tome je potrebno voditi računa o specifičnostima samog poduzeća, što utječe i na primjenu različitih metoda vrednovanja. Općenito se metode vrednovanja poduzeća mogu podijeliti na one koje u obzir uzimaju vrijednost drugih poduzeća i imovine, te na one koje ne uzimaju u obzir vrijednost drugih poduzeća. Vrednovanje poduzeća diskontiranjem novčanih tokova (engl. discounted cash flow method) ubraja se u skupinu metoda koje u obzir uzimaju vrijednost i imovinu drugih poduzeća. Kod ovakve procjene, procjena se obavlja na temelju javno dostupnih ili ranije napravljenih procjena vrijednosti drugih društava i imovine. Ova metoda je jedna od najčešće primjenjivanih metoda vrednovanja poduzeća, što aktualizira samu temu završnog rada i ističe potrebu detaljnijeg proučavanja. U radu se opisuju osnove metode vrednovanja poduzeća diskontiranjem novčanih tokova i provodi početni izračun vrednovanja poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. uvrštenog na redovito tržište Zagrebačke burze d.d.

Završni rad je podijeljen u nekoliko međusobno povezanih tematskih jedinica.

U prvom poglavlju odnosno u uvodu istaknuta je tema završnog rada, ukazano je na njezinu aktualnost te je predstavljen sadržaj rada.

Drugo poglavlje daje uvid u metode vrednovanja poduzeća. Uz definiciju vrednovanja poduzeća, izvršena je i klasifikacija metoda vrednovanja poduzeća.

U trećem poglavlju opisuju se osnovne metode vrednovanja poduzeća diskontiranjem novčanih tokova.

Četvrto poglavlje daje početni izračun vrednovanja poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. uvrštenog na redovito tržište Zagrebačke burze d.d..

Na kraju rada je zaključak u kojem se iznose ključni zaključci dobiveni temeljem provedenog istraživanja.

2. Pojam i klasifikacija metoda vrednovanja poduzeća

Kako bi se dao što detaljniji prikaz metoda vrednovanja poduzeća, potrebno je prethodno ukazati na pojam vrednovanja poduzeća i ukazati na klasifikaciju metoda vrednovanja poduzeća, što je tema ovog poglavlja završnog rada.

2.1. Pojmovno određenje vrednovanja poduzeća

„Vrednovanje poduzeća definira se kao proces čija je svrha utvrditi vrijednost poduzeća. Postojanjem tržišta poduzeća postoji i potreba njihova vrednovanja i procjenjivanja vrijednosti. Poduzeće se, naime, kao i svaka druga imovina može kupiti i prodati na tržištu. Pri tome se koncept vrednovanja poduzeća može promatrati s različitih aspekata ovisno o svrsi vrednovanja.“ (Perić, 2005, str. 41)

Vrednovanje i procijenjena vrijednosti poduzeća mogu biti potpuno različiti u numeričkom i filozofskom smislu, perspektive bankara, prodavača i kupaca poduzeća, investitora, menadžmenta poduzeća, dioničara i dr.

"U kontekstu monetarne komponente vrednovanja poduzeće kao imovina nema nikakve vrijednosti, osim u slučaju kada postoji vjerojatnost da ono može svom vlasniku donositi zaradu. Zbog toga, teorija koja nastoji pojasniti vrijednosne interese u poslovanju u ovisnosti je o budućim koristima koje će vlasniku tih koristi pristići u budućnosti. S tog aspekta, vrednovanje poduzeća se može promatrati kao procjena budućih koristi koje poduzeće kao imovina može proizvesti svom vlasniku i potrebne stope povrata kojom se ta buduća korist diskontira na sadašnju vrijednost.“ (Brlečić Valčić , Crković-Stumpf, 2013, str. 379)

Poduzeće možemo promatrati kao predmet procjene vrijednosti poduzeća, te ga kao takvog smatrati sastavnicom cjeline učinaka (gospodarskih dobara, i materijalnih i nematerijalnih dobara) koji su podređeni ostvarenju određenog cilja, prvenstveno cilju postojanja poduzeća. Ono predstavlja ukupnu vrijednost skupa učinaka. Kod takve vrijednosti poduzeća izražena je nužnost potrebe opstanka poduzeća i budućnosti njegova poslovanja kroz očekivani razvoj poslovanja od dana procjene. Usko je povezana s teorijskim načelima vrednovanja, koja jedan predmet smatraju vrijednijim od drugog samo kada njegova korisnost za čovjeka raste. S tog aspekta promatrano, objektivna vrijednost kao stvarna, neovisna, interpretacijska vrijednost može se oblikovati na temelju

vrijednosti supstance ili na temelju reprodukcijske vrijednosti. Smatra se da se “radi o vrijednosti poduzeća na dugi rok kada prosječni poslovni troškovi postanu poslovno opravdani i određuju vrijednost učinka”. (Brlečić Valčić , Crković-Stumpf 2013, str. 379)

Poduzeće kroz svoje poslovanje donosi svojim vlasnicima vrijednost koristi u smislu ostvarivanja poslovnih rezultata. Na temelju te vrijednosti moguće je odrediti kvalitetu poslovanja. Stoga ona predstavlja uporabnu vrijednost. Koncept uporabne vrijednosti u literaturi se promatra na različite načine. Prema Međunarodnom računovodstvenom standardu 36 uporabna vrijednost je “sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova za koju se očekuje da će se ostvariti od imovine ili jedinice koja generira novac” (Odbor za međunarodne računovodstvene standarde 2019). U ovom kontekstu poduzeće se u cjelini promatra kao imovina.

„Utvrđivanje uporabne vrijednosti prema MRS 36 trebalo bi se odraziti na

- procjenu budućih novčanih tokova koji se očekuju od neprekinute upotrebe imovine,
- očekivanja mogućih odstupanja u iznosima ili vremenu nastanka budućih novčanih tokova,
- vremensku vrijednost novca,
- cijenu rizika koje nosi imovina,
- ostale čimbenike, kao što su primjerice nelikvidnost koja može utjecati na određivanje očekivanih budućih novčanih tokova koje stvara neprekinuta upotreba imovine. (Odbor za međunarodne računovodstvene standarde 2019)

Zaključci o koristima koje poduzeće donosi svojim vlasnicima kroz poslovanje donose se na temelju promatranja novčanih tokova te ostalih rezultata poslovanja kroz određeno razdoblje i kroz projekcije budućih poslovnih rezultata. Na osnovi toga može se odrediti kvaliteta poslovanja poduzeća. U skladu s konceptom going-concern, poduzeće s boljim poslovnim rezultatom imati će veću uporabnu vrijednost.

Utvrđivanje uporabne vrijednosti kao cjeline moguće je i kroz utvrđivanje supstance poduzeća, što podrazumijeva utvrđivanje reprodukcijske vrijednosti poduzeća. Ovaj postupak koristi se kako bi se utvrdila sposobnost poduzeća za ostvarivanje pozitivnih poslovnih rezultata. „Supstancom se ostvaruje poslovni cilj poduzeća koji proizlazi iz poslovne aktivnosti i prodaje poslovnih učinaka.” (Brlečić Valčić, Crković-Stumpf, 2013, str. 382) Reprodukcijska sposobnost poduzeća definira se kao sposobnost

poslovnog subjekta da stalno održava tok poslovanja na određenoj razini, taj tok poslovanja se vidi kroz:

- sposobnost jednostavne reprodukcije, odnosno sposobnost održavanja poslovanja na istoj razini, tako da svaki sljedeći ciklus reprodukcije uključuje iste količine potrebnih elemenata poslovanja,
- sposobnost sužene reprodukcije, tj. obnavljanje poslovanja iz prethodnog ciklusa na smanjenoj razini ili
- sposobnost proširene reprodukcije kada se obujam poslovanja u odnosu prema prethodnom ciklusu povećava iz dva moguća razloga: povećanog stupnja korištenja kapaciteta ili proširenih odnosno usklađenijih kapaciteta, ostvarenih dodatnim investiranjem.

Osim navedenih koncepcija određivanja uporabne vrijednosti poduzeća kao cjeline primjenjuje se i koncepcija prema kojoj se „određivanje uporabne vrijednosti promatra kroz utvrđivanje dodane ekonomske vrijednosti (engl. *Economic Value Added*, skr. *EVA*). To je koncept prema kojem je moguće fokusiranje na aktivnosti u svakodnevnom poslovanju poduzeća, a koje vode ka oblikovanju vrijednosti poduzeća. Taj se koncept temelji na pretpostavci da dodana vrijednost nastaje jedino kada poduzeće zarađuje svoj trošak uloženog kapitala.“ (Brlčić Valčić, Crković-Stumpf, 2013, str. 383) „Dodatna ekonomska vrijednost kao mjerilo financijske uspješnosti temeljena je stvaranju vrijednosti. U fokusu koncepta dodane ekonomske vrijednosti je kategorija neto preostalog dobitka, kao razlika između ostvarene neto dobiti i tržišne cijene vlastitog kapitala, potrebno za ostvarivanje neto dobiti. Ta razlika je, u biti, preostala dobit koja nastaje kada se od dobiti odbiju troškovi kapitala korišteni pri njegovom stvaranju.“ (Pucarić, 2012, str. 28)

Određivanje vrijednosti poduzeća kao cjeline može se promatrati i kroz fer tržišnu vrijednosti. Kada se, primjerice, promatra poduzeće kao cjelina s aspekta kupoprodaje, te da se ono, kao i svaka druga roba, može na tržištu kupiti i prodati, tada se njegova vrijednost definira “kao cijena koja bi se mogla ostvariti njegovom prodajom u uobičajenoj transakciji između neutralnih sudionika na tržištu na dan mjerenja vrijednosti po tekućim tržišnim vrijednostima.” (Brlčić Valčić, Crković-Stumpf, 2013, str. 383) MSFI 13 navodi da je fer vrijednost mjera vrijednosti temelj na tržištu, te da je cilj mjerenja fer vrijednosti procijeniti cijenu po kojoj tržišni sudionici na datum mjerenja prodaju imovinu odnosno prenose obveze u urednoj transakciji pod postojećim uvjetima (tj. izlaznu cijenu na datum

mjerenja gledano iz perspektive tržišnog sudionika koji drži imovinu i ima obvezu). Fer vrijednost se, dakle, fokusira na imovinu i obveze. MRS 13 nadalje definira fer vrijednost kao „cijenu koja bi se mogla ostvariti prodajom neke stavke imovine ili biti plaćena za prijenos neke obveze u redovnoj transakciji između tržišnih sudionika na datum mjerenja.” (Odbor za međunarodne računovodstvene standarde 2019) Iz definicije fer vrijednosti može se uočiti i kategorija uporabne vrijednosti. Pri utvrđivanju fer tržišne vrijednosti poduzeća kao cjeline nastaju određeni problemi. On se očituje u činjenici da ne postoji definirano tržište za poduzeća, kao što je to slučaj za tržišta roba i usluga. „Svaka kupoprodaja poduzeća je specifična, pa nije u potpunosti moguće uspoređivati je s nekim drugim slučajem. Problem se javlja i zbog toga što je struktura vrijednosti poduzeća kod kupoprodaje često subjektivna predodžba interesnih ugovornih stranaka. Zbog navedenih razloga standardi koji su razvijeni u svrhu procjene vrijednosti poduzeća, samu procjenu definiraju kao postupak određivanja objektivne vrijednosti, odnosno vrijednosti koja pripada samom poduzeću neovisno o danim tržišnim uvjetima kao i posebnim okolnostima i uvjetima ponuđača i kupca.“ (Brlečić Valčić , Crković-Stumpf, 2013, str. 384) Takva procjena ne bi smjela biti pod utjecajem subjektivnih predodžbi ponuđača i kupaca te njihovih interesa, a upravo oni određuju vrijednost poduzeća. Navedeno ukazuje na komponente vrijednosti koje su sadržane u kategoriji fer tržišne vrijednosti poduzeća kao cjeline: fer tržišnu vrijednost, dodanu vrijednost, kupovnu premiju i procijenjenu vrijednost, a mogu se definirati kao:

- uporabna vrijednost, odnosno vrijednost procijenjena imovinskim ili prihodovnim pristupom procjeni,
- akvizicijska vrijednost, odnosno uporabna vrijednost uvećana za kupoprodajnu premiju i vrijednost uvećana za sinergijske učinke, odnosno očekivanu dodanu vrijednost koja će nastati prilikom spajanja poduzeća.

Raspon vrijednosti između uporabne i fer tržišne vrijednosti zasigurno će sadržavati komponente subjektivnih očekivanja kupca.

„Promatrano s aspekta metoda vrednovanja poduzeća, vrednovanje poduzeća možemo gledati kao posebnu vrstu mjerenja veličine i kvalitete onog poslovnog subjekta koji je postao predmetom trgovanja ili drugih vlasničkih promjena. Već iz navedene definicije može se razabrati da postoje različite metode za vrednovanje poduzeća primjenjive u skladu s preferencijama samog poduzeća. Korištenje metoda vrednovanja poduzeća mora se temeljiti na određenim ključnim komponentama vrijednosti. Stoga se u

procjeni poduzeća koristi više metoda vrednovanja.“ (Brlčić Valčić, Crković-Stumpf, 2013, str. 385)

„Metode vrednovanja poduzeća potrebno uskladiti s temeljnim konceptima vrijednosti koji su primjereni pobudama i razlozima zbog kojih se sama procjena obavlja. Stoga se u postupcima vrednovanja poduzeća polazi od osnovnih koncepata vrijednosti: ekonomskih, tržišnih, likvidacijskih i knjigovodstvenih.“ (Orsag 1997, str. 67)

- **Ekonomska vrijednost.** Ekonomska vrijednost promatra poduzeće kao slučaj s pretpostavljenim kontinuiranim i vremenski neograničenim poslovanjem. U skladu s tim, vrijednost poduzeća određuje vrijednost njegovih budućih novčanih tokova. Zbog toga je ovaj koncept vrijednosti bitan kada se nastoji steći odnosno aktivirati poduzeće koje normalno posluje tako da mu nije upitan kontinuitet poslovanja. U slučaju kada se radi o javnome dioničkome društvu čije su dionice aktivne na tržištu, a poduzeće je ciljano za akviziciju, vrednovanje se može obavljati i temeljem neograničenog ostvarivanja novčanih tokova poduzeća karakterističnog za going-concern izvedenicu koncepta ekonomske vrijednosti. Ovaj će se koncept primjenjivati i u slučaju vrednovanja poduzeća koje namjerava izaći u javnost. Koncept ekonomske vrijednosti primjenjiv je i za procjenu pojedinačnih imovinskih oblika koje posjeduje poduzeće.

- **Tržišna vrijednost.** Koncept koji je potrebno uvažavati u slučaju kada se obavlja procjena javnih dioničkih poduzeća čije dionice imaju aktivno organizirano tržište s dnevnim kotacijama realiziranih cijena. „Tržišne cijene dionica donja su granica mogućnosti stjecanja takvog poduzeća na tržištu korporacijske kontrole. Koncept tržišne vrijednosti primjenjuje se i na procjenu imovine poduzeća. To je sasvim logična primjena za vrednovanje financijskih imovinskih oblika, ali je primjenjiv i za procjenu drugih imovinskih oblika koji imaju aktivna tržišta, kao što su procjenjivanje nekretnina poduzeća rezidencijalnog karaktera u slučaju postojanja aktivnog i transparentnog tržišta nekretnina. Općenito gledajući, koncept tržišne vrijednosti trebalo bi postaviti u prvi plan pri vrednovanju imovine poduzeća.“ (Orsag 1997, str. 67)

- **Likvidacijska vrijednost.** Koncept koji se primjenjuje pri procjeni vrijednosti poduzeća koje se nalazi u dubokoj krizi. Primjenjuje se pri preuzimanju poduzeća u krizi, pri ocjeni oportuniteti sanacije poduzeća, u raznim postupcima restrukturiranja poduzeća i sl.

- **Knjigovodstvena vrijednost.** Osnovna dokumentacijska odnosno osnova procjene vrijednosti poduzeća.

U uvjetima kada imovinu poduzeća nije moguće procjenjivati na temelju tržišne vrijednosti može se koristiti i koncept reprodukcijske vrijednosti fiksne imovine kao svojevrsne varijante koncepta knjigovodstvene vrijednosti. Pri tome se koristi računovodstveni algoritam da bi se stimulirala vrijednost fiksne imovine koja bi odgovarala trenutku kada se ona procjenjuje.

2.2. Klasifikacija metoda vrednovanja poduzeća

U literaturi nema jedinstveno zastupljene klasifikacije metoda procjene vrijednosti poduzeća. „U Europi je do 1970-ih godina vrijedilo pravilo za utvrđivanje vrijednosti poduzeća koje je 1930-ih godina postavio njemački ekonomist Schmalenbach. (objektivna se vrijednost poduzeća nalazi između vrijednosti čiste supstancije i prihoda koji se može očekivati, odnosno vrijednost poduzeća je aritmetička sredina tih dviju veličina.“ (Perić, 2005, str. 75) U definiciji je povezana vrijednost poduzeća s očekivanjima u budućnosti. Sedamdesetih i osamdesetih godina 20. stoljeća kod teorije i prakse procjenjivanja vrijednosti poduzeća uvedeno je utvrđivanje vrijednosti budućih prinosa, odnosno prihoda poduzeća. No, prednost je i dalje davana metodama koje su za određivanje vrijednosti poduzeća koristile vrednovanje imovine i obveza.

„Kod tradicionalnih metoda vrednovanja poduzeća polazi se od tvrdnje o postojanju objektivne vrijednosti poduzeća, dok se suvremene metode u određivanju vrijednosti poduzeća temelje na prihvaćanju subjektivnosti. Na početku 21. stoljeća koristi se veliki broj metoda vrednovanja poduzeća. Polazište svake metode je drugačije, a temelji se na nekom čimbeniku koji je bitan za procjenu poduzeća.“ (Kolačević, Hreljac, 2009, str. 11) No, sve metode pri utvrđivanju vrijednosti poduzeća koriste dvije moguće osnove: vrijednost imovine koju posjeduje poduzeće i vrijednost njegove profitne snage, koja dovode do klasifikacije metoda u dvije temeljne skupine. U skladu s tim oblikovane su i dvije skupine metoda: metode koje se temelje na vrijednosti imovine kojom raspolaže poduzeće i metode koje se temelje na vrijednosti profitne snage poduzeća kao cjeline. „Metode koje u svom fokusu imaju skup imovinskih oblika nazivaju se statičkim metodama, a metode koje se fokusiraju na očekivani, budući rezultat poduzeća, odnosno na budućem novčanom toku nazivaju dinamičnim metodama. Navedenim skupinama metoda može se pridodati treća, u kojoj su metode procjene kombinacija dva moguća pogleda na vrijednost poduzeća. Ovaj skup metoda naziva se kombiniranim metodama.“ (Kolačević, Hreljac, 2009, str. 15)

2.2.1. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini (statičke metode)

„Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini (statičke metode) procjenjuju poduzeće kao skup imovinskih oblika koje ono posjeduje. Statičke metode polaze, dakle, od postojeće situacije poduzeća, odnosno njegove financijske pozicije te ne uvažavaju potencijal stvaranja novih proizvoda i buduće zarade.“ (Vidučić, Pepur, Šimić Šarić, 2015, str. 127) „Sama vrijednost poduzeća koja će rezultirati njihovom primjenom opredijeljena je sumom vrijednosti svih tih pojedinačnih imovinskih oblika. Metode procjene temeljene na imovini prvenstveno su okrenute sadašnjosti. Stoga one nastoje knjigovodstveno iskazanu vrijednost imovinskih oblika u bilanci, primarno orijentiranu prošlosti, prilagoditi sadašnjosti.“ (Perić, 2005, str. 75) Tu je moguće primijeniti više koncepata vrijednosti za vrednovanje pojedinačnih imovinskih oblika kao što su tržišna i likvidacijska te reprodukcijaska vrijednost, ali je za pojedine imovinske oblike moguća i primjena ekonomske vrijednosti

„Metode procjene vrijednosti poduzeća temeljene na imovini:

- knjigovodstvena vrijednost poduzeća,
- tržišna vrijednost poduzeća,
- vrijednost poduzeća prema rentabilnosti grane,
- vrijednost poduzeća prema poznatom prihodu istovrsnih poduzeća (poslova),
- likvidacijska vrijednost poduzeća,
- zamjenska (reprodukcijaska) vrijednost.“ (Perić, 2005, str. 85)

Knjigovodstvena vrijednost poduzeća. „Polazna osnovica procjenjivanja vrijednosti imovine su svakako informacije računovodstva poduzeća koje kontinuirano utemeljuje vrijednost imovine koju poduzeće posjeduje kao što je vrijednost njegovih obveza i vrijednost njegove vlasničke glavnice u svojim godišnjim i drugim periodičnim financijskim izvještajima, prvenstveno u bilanci. Zbog toga je bilanca poduzeća početna podloga za procjenu vrijednosti njegovih imovinskih oblika.

Metoda knjigovodstvene vrijednosti je primjerena za početak vrednovanja poduzeća, odnosno za početnu orijentaciju u postupku procjenjivanja. U pravilu nije upotrebljiva za poduzeća koja kotiraju na tržištu kapitala. Osnovni nedostatak ove metode

što se temelji na povijesnim podacima iz knjigovodstva i kao takva ne uzima u obzir kritički pristup sadašnjem i budućem poslovanju. Osim toga, moguće je da poduzeće u bilanci skriva i određene gubitke, pa je potrebno prilagoditi vrijednosti iskazane u bilanci trenutku kada se obavlja procjena. Tu se prvenstveno misli na tretman nedodirljive imovine te aktivni saldo vremenskih razgraničenja, dakle, višak unaprijed plaćenih troškova spram troškova koji su unaprijed obračunati, odnosno unaprijed ukalkulirani.“ (Perić, 2005, str. 85-110) Uz to se javljaju i problemi određivanja tzv. bruto i neto vrijednosti poduzeća, problemi tretmana imovine nepotrebne za poslovanje kao i problemi razotkrivanja drugih skrivenih dobitaka i gubitaka u prezentiranoj bilanci poduzeća.

Tržišna vrijednost poduzeća je „jednaka cijeni po kojoj se poduzeće može prodati na tržištu pod normalnim okolnostima.“ (Perić, 2005, str. 91) Tržišna vrijednost imovine je, u biti ona vrijednost ostvarena u trenutku kupoprodaje (Hrvatska revizorska komora, 2019). Pretpostavka je kod pronalaženja tržišne vrijednosti imovine da se ona kontinuirano koristiti u poslovanju poduzeća.

„Tržišna vrijednost imovine procjenjuje uz sljedeće pretpostavke:

- poduzeće se prodaje bez prijekne potrebe i u nominalnim rokovima,
- za vrednovanje imovine i obveza poduzeća koriste se tržišne cijene,
- tržišne su cijene one koje vrijede u vremenu procjenjivanja vrijednosti poduzeća,
- implicitno se u vrijednost poduzeća uključuje samo neotpisana vrijednost osnovnih sredstava, jer tržišne cijene vode računa o funkcionalnoj sposobnosti i zastarjelosti tih sredstava.“ (Bejaković, 1991, str.12)

Problem procjene naglašeniji je kod tzv. fiksne imovine nego kod tekuće imovine. Naime, kako se procjena utemeljuje na novcu koji će se realizirati od utrška takve imovine, lakše je utvrditi tekuću vrijednost onih imovinskih oblika koji se brzo pretvaraju u novac nego onih imovinskih oblika koji su vremenski znatno udaljeniji od novca, jer su i računovodstveno upotrijebljene cijene takve imovine znatno bliže njihovim tekućim tržišnim cijenama. Vrlo često će kod nekih oblika tekuće imovine knjigovodstvene cijene odgovarati tekućim tržišnim cijenama u tolikoj mjeri da prilagodbe neće biti nužne.

„**Vrijednost poduzeća prema rentabilnosti grane.** Kao orijentir u procjeni vrijednosti poduzeća može se koristiti prosječna rentabilnost grane kojoj poduzeće pripada. Bit je u tome što potencijalni ulagači profit poduzeća vrednuju isto kao i prosječan profit poduzeća

u određenom sektoru odnosno grani. Pri tome se polazi od pretpostavke da će imovina poduzeća rasti po prosječnoj stopi rasta u cijelom sektoru.“ (Myftary, 2000, str. 21)

Kod toga vrijedi sljedeći razmjer:

$$C_p : Z_p = C_m : Z_m \quad (1)$$

gdje je:

C_p – cijena dionice poduzeća

Z_p – zarada (neto-dobit) po dionici poduzeća

C_m – prosječna cijena dionice u grani

Z_m – prosječna zarada (neto-dobit) po dionici u grani.

Navedeni razmjer ukazuje da je cijena dionice (C_p):

$$C_p = \left(\frac{C_m}{Z_m} \right) Z_p. \quad (2)$$

Iz navedene jednadžbe vidljivo je da je cijena dionice poduzeća (C_p) jednaka umnošku prosječnog omjera cijene dionice i zarade po dionici u grani (C_m/Z_m) za zaradom po dionici poduzeća. Ova metoda je jednostavna i ne izaziva velike troškove procjene. No, nedostatak ove metode je što se prosjek grane u pogledu cijena, zarada i dividendi dionica može značajno razlikovati u odnosu na stanje u poduzeću. Zbog toga je uputno umjesto prosjeka grane koristiti podatke skupine poduzeća koja su slična poduzeću čija se vrijednost procjenjuje.

„Vrijednost poduzeća prema poznatom prinosu istovrsnosti poduzeća (poslova) je popularna metoda kod ulagača, odnosno kupaca drugih poduzeća u svojoj užoj djelatnosti o kojoj, u biti, imaju operativno znanje o poslu i poslovanju. Pri tome se podrazumijeva da kupac zna kakav prihod može očekivati. Metoda je vrlo jednostavna te obuhvaća procjenu imovine u odnosu na uobičajeni (poznati) zahtijevani prinos na imovinu, a potom se kanalizira prihod uz pomoć stope prinosa koja se od takvog ulaganja zahtijeva i uobičajena je kod sličnih poduzeća odnosno poslova.“ (Perić, 2005, str. 102) Metoda je karakteristična za poduzeća sa sličnim operacijama na različitim lokacijama, primjerice, benzinske stanice. U smislu pokazatelja procjena se temelji na stopi prinosa na uloženi kapital, primjerice pokazateljima ROI (engl. Return of Investment – povrat na ulaganje) i ROE (engl. Return of Equity – povrat na glavnici). Vrijednost imovine tijekom pregovora o kupoprodaji, u pravilu doseže vrijednost odnosno cijenu, koja omogućuje kupcu ostvarenje uobičajenog prinosa u grani, npr. ROI ili ROE.

„Likvidacijska vrijednost poduzeća polazi od pretpostavke da će poduzeće prestati s radom kada se nad poduzećem pokrene likvidacija, odnosno stečaj. Likvidacijska vrijednost imovine poduzeća, dakle, pretpostavlja njegovu prisilnu likvidaciju prodajom cjelokupne njegove imovine. Kod ove metode se procjenjuje neto utrživa vrijednost imovine koja se može realizirati u novcu njezinom prisilnom prodajom, umanjena za eventualne troškove demontaže i druge zavisne troškove likvidacije imovine, kao i za troškove likvidacije samog poduzeća kao legalnog entiteta koje posjeduje tu imovinu. Riječ je, dakle, o svojevrsnoj prinudnoj prodajnoj vrijednosti umanjenoj za obveze kod kojih na umu treba imati i same troškove likvidacije koji, u slučaju dugog trajanja postupka mogu biti vrlo ozbiljni (npr. troškovi suda, stečajnog upravitelja, oglasa prodaje...). Ova metoda može se usporediti s metodom neto knjigovodstvene vrijednosti uz razliku da je objektivno polazno stanje bitno nepovoljnije (tendira prema zatvaranju), naročito iz razloga jer, u pravilu:

- postupak likvidacije mora biti brz,
- oprema i druga imovina je zastarjela,
- ima malo zainteresiranih kupaca,
- na tržištu se nudi slična imovina,
- potencijalni kupci znaju o čemu je riječ (likvidacija).“ (Perić, 2005, str. 104)

Likvidacijska vrijednost poduzeća predstavlja njenu minimalnu vrijednost koja se može ostvariti njenom prodajom, po pravilu, u uvjetima prisilne prodaje. Stoga ona predstavlja i minimalnu cijenu ispod koje se pregovori oko utemeljenja cijene poduzeća ne mogu voditi.

Koncept likvidacijske vrijednosti može se koristiti i kao koncept vrednovanja imovine nepotrebne za poslovanje jer se takva imovina neće koristiti u budućem poslovanju pa nema neku vrijednost kontinuirane upotrebe. Pri tome je potrebno imati na umu da su uvjeti prisilne likvidacije takve imovine znatno blaži nego u uvjetima likvidacije poduzeća u bankrotu.

Zamjenska (reprodukcijaska) vrijednost Ova metoda se može primjenjivati u sljedećim slučajevima:

- „kad poduzeća koja se šire i procjenjuju (važe) da li preuzeti (acquisition) neko postojeće poduzeće koje postoji na tržištu ili izgraditi novi primjereni kapacitet

- proizvodnje roba ili usluga,
- u slučaju kada dioničari (vlasnici općenito) procjenjuju da li se isplati prodati (ili likvidirati) svoje poduzeće ili neki njegov dio (kapacitet) i sagraditi novi,
 - kada poduzeće posjeduje izuzetno vrijednu imovinu koju dioničari (vlasnici) žele realizirati. U ovom slučaju često je riječ o nematerijalnoj imovini (patent, inovacija, položaj na tržištu, prava na nekom tržištu, netržište i dr.) koju se želi prodati u trenutku najveće vrijednosti i osnovali novo, praktično istovjetno poduzeće.“ (Perić, 2005, str. 107)

„Za utvrđivanje zamjenske vrijednosti koristi se sljedeća relacija:

$$V_z = Z - O \quad (3)$$

gdje je:

V_z = zamjenska vrijednost poduzeća

Z = zamjenska vrijednost sredstava (imovine) poduzeća

O = tržišna vrijednost obveza (duga) poduzeća“ ((Bendeković, Lasić, 1991, str. 26)

„Zamjenska vrijednost poduzeća jednaka je trošku nabave cjelokupne imovine umanjene za obveze poduzeća. Isto se može definirati na način da je riječ o iznosu koji pokazuje kolika je cijena (trošak) da se konkretno postojeće poduzeće “duplira” po važećim tržišnim cijenama.“ (Perić, 2005, str. 109) Nedostatak ove metode je što je pri utvrđivanju zamjenske vrijednosti veoma teško izvršiti rekonstrukciju postojeće imovine s obzirom da ona podliježe zastarijevanju. Kod procjene vrijednosti zamjenske vrijednosti imovine može poslužiti investicijski program koji sadrži informacije o procjeni zamjenskog postrojenja ili opreme. No, podaci iz investicijskog programa su najčešće povijesni, te ne moraju biti usklađeni sa stanjem imovine koja se procjenjuje.

2.2.2. Metode temeljene na profitnoj snazi poduzeća (dinamičke metode)

„Za razliku od metoda vrednovanja poduzeća temeljenih na vrijednosti njegove imovine koje daju odgovor na pitanje što poduzeće posjeduje, metode vrednovanja poduzeća koje se temelje na procjeni vrijednosti njegove profitne snage odgovaraju na

pitanje što poduzeće zarađuje.“ (Perić, 2005, str. 110) Pri tome nije moguće vrednovanje zarada, ako se ne uvažavaju rizici koji prate njihovo ostvarenje. Stoga su metode koje se temelje na profitnoj snazi poduzeća u korelaciji s dinamičkim vrednovanjem poduzeća. U fokusu razmatranja ovih metoda su ostvarene zarade i novčani tokovi kao i mogućnosti ostvarenja budućih zarada i budućih novčanih tokova.

„Snaga ovih metoda proizlazi iz koncepta ekonomske vrijednosti i uvažavanja međuovisnosti rizika i profitabilnosti. Nedostatak tih metoda je u problematičnosti procjena koje su inkorporirane u suštinu svih metoda temeljenih na profitnoj snazi poduzeća.“ (Orsag, 1997, str. 105).

Polazna osnovica za vrednovanje zarada poduzeća i kod ovih metoda je računovodstveni segment poduzeća. Međutim, za razliku od metoda koje se temelje na vrednovanju imovine, a koje upotrebljavaju bilancu, ove metode prvenstveno koriste račun dobiti i gubitka poduzeća. Kao i svaki drugi financijski izvještaj i račun dobiti i gubitka može skrivati određene pozitivne i negativne poslovne efekte. Zbog toga je potrebno takve izvještaje najprije prilagoditi potrebama procjene vrijednosti poduzeća.

Metode koje se temelje na procjeni profitne snage poduzeća nastoje procijeniti vrijednost poduzeća na temelju profita predstavljenog zaradama (dobiti) ili novčanim tokovima koje poduzeće može generirati za svoje vlasnike u budućnosti. Temeljni koncept za vrednovanje poduzeća temeljem njegove profitne snage je ekonomski koncept vrijednosti.

Za dionička poduzeća, čije dionice kotiraju na organiziranim aktivnim tržištima, prvenstveno na burzi, mogu se koristiti metode procjene tržišne vrijednosti njihovih dionica koje se oslanjaju na temeljne tržišne pokazatelje za poduzeće odnosno na tzv. pokazatelje investiranja kao što su odnos cijene i zarada (price–earnings ratio – skraćeno P/E), zarade po dionice (earnings per share – skraćeno EPS), odnos cijene i dividendi (price–dividends ratio – skraćeno P/D), dividende po dionici (dividend per share – skraćeno DPS), prinos od dividendi (dividend yield) i slični pokazatelji, a procjena se može koristiti i tekućim tržišnim cijenama dionica ostvarenim kroz određeno razdoblje.

Razne metode se mogu primjenjivati za procjenjivanje poduzeća temeljem njegove profitne snage. Neke od njih primjenjive su za sva poduzeća, odnosno za većinu, dok su druge primjenjive samo za određena poduzeća. Mogućnost njihove primjene ovisi o stupnju dokumentiranosti prošlog i perspektivnog budućeg poslovanja poduzeća i o postojanju aktivnih financijskih tržišta za njihove instrumente financiranja. Općenito se metode temeljene na profitnoj snazi poduzeća (dinamičke metode) mogu podijeliti u dvije skupine:

- 1) procjena vrijednosti metodom multiplikatora (P/E multiplikator, P/B multiplikator),
- 2) procjena vrijednosti temeljena na diskontiranom novčanom toku.

„Procjena vrijednosti metodom multiplikatora ima za cilj utvrdi vrijednost poduzeća temeljem slične imovine prisutne na tržištu. Multiplikatori, u suštini, predstavljaju omjer cijene dionice (tržišne ili transakcijske) i određene kategorije po dionici (neto dobit ili knjigovodstvena vrijednost obične glavnice).“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 155) Kod procjene vrijednosti poduzeća metodom multiplikatora potrebno je definirati uzorak poduzeća koji je sličan poduzeću koje se vrednuje. To je često veoma zahtjevno jer su razlike među poduzećima značajne, a odnose se na veličinu poduzeća, perspektivne njihova razvoja, tekući profit, planirani profit u budućnosti, poslovni rizik i dr. Za usporedbu se najčešće koriste kvalitativni parametri sektora kojem poduzeće pripada, geografska lokacija poduzeća, proizvodi i usluge koje poduzeće nudi, uprava poduzeća i sl. te financijski pokazatelji, kao što su struktura kapitala, dobit, prihod od prodaje, zaduženost i dr. U skladu s navedenim pokazateljima koji se koriste za usporedbu razlikuju se „dvije osnovne skupine multiplikatora s obzirom na način izračuna:

- 1) multiplikatori na vrijednost poduzeća – pokazatelji su vrijednosti cijelog poduzeća u odnosu na veličinu relevantnu kreditorima i vlasnicima poduzeća; računa se najčešće prema prihodima od prodaje i operativnoj dobiti,
- 2) multiplikatori na vrijednost obične glavnice – izražavaju vrijednost na koju pravo polažu dioničari poduzeća (tržišna kapitalizacija ili cijena) u odnosu na veličinu koja je relevantna isključivo za dioničare, nakon što su svi polagatelji prava podmireni. Kod ovih multiplikatora najčešće se računa knjigovodstvena vrijednost obične glavnice i neto dobit.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 156)

„Multiplikatori P/E odnosno pokazatelji koji u odnos stavljaju cijenu i dobit (engl. price-to – earnings) imaju najveći značaj za vrednovanje poduzeća. Ova se metoda se koristi za utvrđivanje vrijednosti poduzeća čije dionice kotiraju na tržištu. Sam postupak utvrđivanja vrijednosti poduzeća je jednostavan, ali i neprecizan. Procijenjena vrijednost poduzeća ovom metodom je višekratnik jednogodišnje zarade poduzeća. Dnevnom praćenjem tržišne cijene dionica moguće je utvrditi njihovu vrijednost. Nakon utvrđivanja dobitka po dionici, utvrđuje se pokazatelj Price/Earnings Ratio (P/E). Što je odnos cijena/zarade veći, veća je i vrijednost poduzeća na tržištu. Veći P/E ukazuju na bržu mogućnost stvaranja dobiti. Multiplikator P/E pokazuje koliko su investitori spremni platiti za jednu novčanu

jedinicu dobiti poduzeća, a u izračunu se koristi sljedeća formula.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 159)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto dobit}} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Neto dobit po dionici}}$$

Umjesto dobiti ciljnog poduzeća u ovoj se metodi mogu koristiti alternativni pokazatelji, kao što je dobit nakon oporezivanja, dobit prije kamata i poreza – EBIT te dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije – EBITDA.

„Multiplikator *P/B* (engl. Price to book ratio) pokazuje odnos tržišne kapitalizacije i knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice poduzeća, odnosno odnos cijene dionice i knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice po dionici“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 161)

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Knjigovodst. vrijed. obične glavnice}} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Knjigovod. vrijed. obične glavnice po dionici}}$$

„Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice po dionici izračunava se tako što se od ukupne imovine oduzmu ukupne obveze, te se dobivena vrijednost podijeli s brojem izdanih dionica.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 161)

Prednosti su ove metode što se može koristiti i onda kada poduzeće posluje s gubitkom (knjigovodstvena glavnica je obično pozitivna) te kada se procjenjuje vrijednost poduzeća koje prestaje s poslovanjem.

Nedostaci ove metode mogu se sažeti u sljedećem:

- multiplikator nije pokazatelj vrijednosti nematerijalne imovine,
- u slučaju usporedbe poduzeća s velikim razlikama u veličini imovine može doći do pogrešnih zaključaka,
- korištenje različitih računovodstvenih konvencija može umanjiti usporedivost multiplikatora među različitim poduzećima,
- na knjigovodstvenu glavicu poduzeća mogu utjecati inflacija i tehnološki razvoj, što može rezultirati otežanom usporedbom multiplikatora među poduzećima.

„Multiplikator P/S (engl. Price-sales ratio) je omjer cijene dionice i prihoda nastalog prodajom po dionici. Najčešće se upotrebljava za procjenu vrijednosti poduzeća koja posluju u veoma nestabilnim industrijama. Za izračun se koristi sljedeća jednadžba.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 162):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Prihod po dionici}}$$

ili

$$\frac{P}{S} = \frac{P}{E} \times \frac{E}{S}$$

gdje je:

P/E – omjer cijene dionice i dobiti po dionici

E/S – omjer dobiti i prihoda prodaje po dionici (profitna marža).

Izračunata vrijednost množi se ukupnim brojem običnih dionica poduzeća.

„Uz navedene multiplikatore mogu se koristiti:

- multiplikator P/EBITDA, koji stavlja u odnos tržišnu vrijednost poduzeća (tržišna kapitalizacija dioničke glavnice i tržišna kapitalizacija duga) i EBITDA,
- multiplikator P/EBIT, koji stavlja u odnos tržišnu vrijednost poduzeća i EBIT,
- multiplikator prinosa dividende (engl. dividend yield), koji stavlja u odnos dividende i cijenu po dionici,
- multiplikator EV/EBITDA, koji stavlja u odnos vrijednost poduzeća i prihode od prodaje, i dr.

Iz ovog kratkog prikaza vidljivo je da postoji veliki broj metoda koje se kod procjene vrijednosti koriste metodom multiplikatora.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 161)

„**Procjena vrijednosti temeljena na diskontiranom novčanom toku** polazi od diskontiranja budućih novčanih tokova, bilo od dividendi (pristup diskontiranih dividendi, DDM model), bilo slobodnog novčanog toka (pristup diskontiranih slobodnih novčanih tokova).“ (Vidučić, Pepur, Šarić, 2005, str. 130) „Kod procjene vrijednosti temeljene na diskontiranom novčanom toku vrednuje se buduća profitna snaga poduzeća. Ova se metoda temelji na procjeni diskontne stope koja odražava rizičnost poslovnih operacija poduzeća koje se vrednuje. Vrijednost poduzeća je pod značajnijim utjecajem izabrane

diskontne stope. Za manja i nova poduzeća, te poduzeća koja posluju na nestabilnim tržištima i u neizvjesnom makroekonomskom okruženju uzima se viša stopa, što znači da će ulagači biti spremni platiti nižu cijenu. Diskontna stopa se utemeljuje primjenom određenih standarda profitabilnosti i trebala bi odraziti međuovisnost rizika ostvarivanja budućih čistih novčanih tokova i ocjene njihove korisnosti za potencijalnog kupca poduzeća kao nagrade za plaćenu vrijednost.“ (Perić, 2005, str. 120)

Metode koje se temelje na slobodnom novčanom toku su:

- 1) Metoda diskontiranih dividendi, DDM model,
- 2) Metoda diskontiranih novčanih tokova, DCF model.

S obzirom da se u posebnom dijelu završnog rada detaljno pojašnjava, na ovom mjestu će se dati uvid samo u metodu diskontiranih dividendi (DDM model).

Metoda diskontiranih dividendi treba dati vrijednost poduzeća sa stajališta maksimalne korisnosti koju ona ima za dioničare

2.2.3. Kombinirane metode vrednovanja poduzeća

Kombinirane metode nastoje pronaći srednji put za vrednovanje poduzeća između metoda koje se oslanjaju na vrijednosti poduzeća kao zbroja vrijednosti njegove imovine i metoda koje se oslanjaju na profitnu snagu samog poduzeća. Moguće su razne kombinacije metoda vrednovanja temeljenih na imovini poduzeća i metoda vrednovanja temeljenih na njegovoj profitnoj snazi. Pri tome se na različite načine povezuju vrijednosti imovine i profitne snage poduzeća u jedinstvenu vrijednost, određenu u pojedinim kombiniranim metodama. Upravo način povezivanja dva osnovna pristupa vrednovanju poduzeća predstavlja temeljnu crtu razgraničenja pojedinih kombiniranih metoda vrednovanja tako da predstavlja osnovicu njihove klasifikacije. Iako je kombinatorikom moguće kombiniranje svih navedenih metoda u prethodnom dijelu završnog rada, u teoriji i praksi je to znatno složeniji. Tako je primjerice metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova nepodobna za kombiniranje s metodama procjene imovine poduzeća. Ona se može kombinirati samo s nekom budućom vrijednošću imovine, kako se najčešće i čini.

Temeljni uzrok kombiniranja metoda vrednovanja poduzeća je nepostojanje objektivnog mjerila vrijednosti poduzeća.

3. Metoda diskontiranja novčanih tokova

„Metoda diskontiranja novčanih tokova (engl. Discounted Cash Flow Method, DCF metoda) temelji se na proforma predviđanju očekivanih novčanih tokova u budućnosti poduzeća koje se vrednuje i koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 105) „Metoda diskontiranja novčanih tokova ima dvije osnovne karakteristike: vodi računa o vremenskoj preferenciji novca i promatra vrijednost poduzeća kao sumu mogućih budućih neto prihoda. Ova metoda, dakle, temelji sadašnju vrijednost na mogućim budućim neto prihodima diskontiranim po određenoj diskontnoj stopi.“ (Šperanda 2012, str. 803)

3.1. Općenito o metodi diskontiranja novčanih tokova

Osnovne značajke modela diskontiranog novčanog toka:

„Model diskontiranja novčanih tokova kao input koristi objavljene računovodstvene podatke. Povijesni izvještaji, kao što su račun dobiti i gubitka te bilanca koriste se za utvrđivanje određenih kritičnih financijskih pokazatelja. Ti se povijesni odnosi koriste kao polazište za predviđanje istih odnosa u budućnosti.“ (Jennergren 2011, str. 4)

Cilj modela diskontiranog novčanog toka je vrednovanje vlasničkog kapitala tekućeg poslovanja. Iako se imovina u bilanci početno vrednuje. Vrijednost duga kamata se, potom oduzima kako bi se dobila vrijednost kapitala. Dug kamata ne uključuje odgođene poreze na dobit i trgovačke kredite. Kredit u obliku obveza prema dobavljačima plaća se ne za kamate, već za veće operativne troškove (veće otkupne cijene sirovina) te je stoga dio operacija umjesto financiranja. Odgođeni porez na dobit promatra se kao dio kapitala. Može se činiti kao neizravan pristup vrednovanju imovine i odbijanja kamatonosnog duga kako bi se došlo do vlasničkog kapitala (tj. može se činiti ravnomjernije izravno vrednovati vlasnički kapital, diskontiranjem budućih očekivanih dividendi). Ovaj indirektni pristup je preporučljiv, jer dovodi do veće jasnoće i manje pogrešaka u procesu procjene.

„Vrijednost imovine je vrijednost poslovanja uvećana za višak utrživih vrijednosnih papira. Ono se obično vrednuje pomoću knjigovodstvenih vrijednosti ili objavljenih tržišnih vrijednosti. Prekomjerni utrživi vrijednosni papiri uključuju novac koji nije potreban za poslovanje poduzeća.“ (Jennergren 2011, str. 4)

U svrhu vrednovanja, račun novca se stoga može podijeliti u dva djela: operativni novac (koji se koristi za transakcije vezane za stvarano poslovanje) i višak gotovine.

„Poslovanje poduzeća, odnosno ukupna imovina minus višak utrživih vrijednosnih papira, vrednuje se metodom ponderiranog prosječnog troška kapitala (engl. Weighted Average Cost of Capital, WACC). Drugim riječima, slobodni novčani tok iz poslovanja diskontira se na sadašnju vrijednost pomoću metode WACC.“ (Šperanda 2012, str. 805)

Vrednovanje na strani imovine provodi se u dva dijela: slobodni novčani tok iz poslovanja predviđa se za određeni broj godina u eksplicitnom vremenskom razdoblju. Nakon toga, potrebno je utvrditi stalnu (post-horizontalnu) vrijednost koja se dobiva iz slobodnog novčanog toka u prvoj godini post-horizontalnog razdoblja (i stoga se za svaku godinu u eksplicitnom razdoblju predviđanja i za još jednu godinu moraju napraviti pojedinačne godišnje prognoze, prvu odmah nakon eksplicitnog razdoblja predviđanja). Eksplicitno razdoblje predviđanja trebalo bi se sastojati od najmanje 10-15 godina. To razdoblje predviđanja može se smatrati kao prolazna faza tijekom preokreta ili nakon preuzimanja poduzeća. Post-horizontalno razdoblje, s druge strane, karakterizira razvoj stabilnog stanja. To znači da eksplicitno razdoblje predviđanja treba minimalno obuhvatiti dovoljno dugo razdoblje da obuhvati prijelazne učinke, npr. tijekom operacija prijelaza. Zapravo, zahtjev sadašnje primjene modela diskontiranja novčanog toka je da eksplicitno razdoblje predviđanja ne bi trebalo biti kraće od ekonomskog života neto imovinskog postrojenja i opreme (PPE, engl. Net Property Plant and Equipment).

Za svaku buduću godinu, slobodni novčani tok iz poslovanja izračunava se iz predviđenih izvješća računa dobiti i gubitka te bilance. To znači da se slobodni novčani tok izvodi iz posljednjeg scenarija, definiranog predviđenim financijskim izvještajima. To se ujedno smatra glavnom prednosti modela diskontiranog novčanog toka, s obzirom da je teško napraviti direktne prognoze slobodnog novčanog toka. Financijski izvještaji se predviđaju u nominalnom iznosu. To znači da se nominalni slobodni novčani tok diskontira koristeći nominalnu diskontnu stopu.

Nastavak vrijednosti se izračunava pomoću formule za beskonačno diskontiranje. Pri tome se najčešće koristi Gordon formula (konstantan rast). Drugim riječima, slobodni novčani tok u post-horizontalnom razdoblju iz godine u godinu se povećava za neki konstantni postotak, dakle zadovoljavanje nužnog uvjeta za beskonačno diskontiranje.

Kako se može zaključiti iz navedenog, model diskontiranog novčanog toka kombinira tri prilično različita zadatka: prvo treba izraditi projicirane financijske izvještaje. To uključuje pitanja koja se odnose na kapitalne izdatke koji su prilično složeni. Drugi zadatak je dobivanje slobodnog novčanog toka iz poslovanja iz financijskih izvještaja. Treći zadatak je diskontiranje predviđenog slobodnog novčanog toka na sadašnju vrijednost.

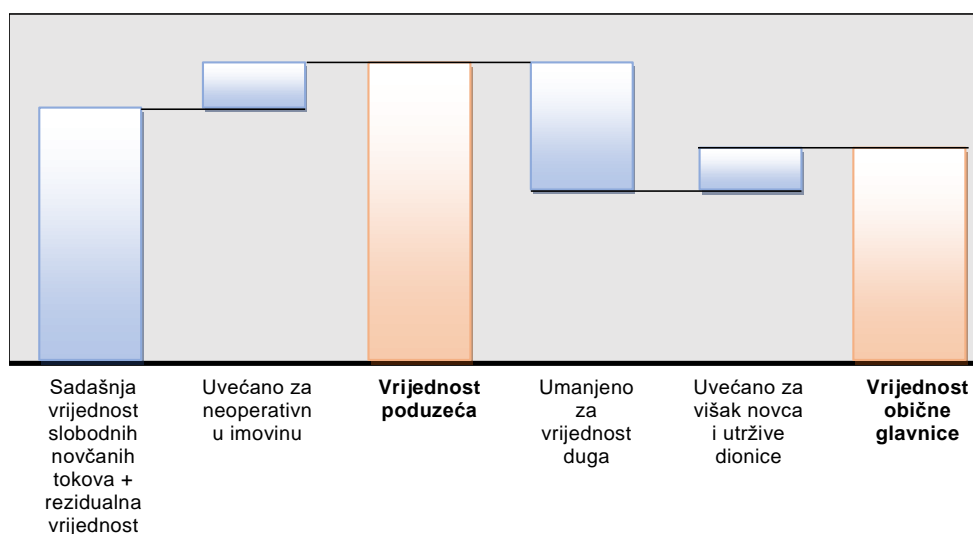
3.2. Izračun slobodnih novčanih tokova

Faze u primjeni metode diskontiranja novčanih tokova:

- 1) Utvrditi najprikladniji model slobodnih novčanih tokova koji se može koristiti u analizi.
- 2) Izraditi projicirane financijske izvještaje na kojima će se analiza temeljiti.
- 3) Koristiti projicirane financijske izvještaje za izračun slobodnih novčanih tokova.
- 4) Diskontirati slobodne novčane tokove na sadašnju vrijednost po prikladnoj diskontnoj stopi.
- 5) Utvrditi rezidualnu vrijednost R_v i diskontirati je na sadašnju vrijednost.
Zbrojiti diskontirane slobodne novčane tokove za prvo razdoblje i diskontiranu rezidualnu vrijednost kako bi se odredila vrijednost procjenjivanog poduzeća

Suma dijelova vrijednosti sadržanih u modelu diskontiranja novčanih tokova predstavljena je na grafu:

Grafikon 1: Suma dijelova vrijednosti u DCF modelu



Izvor: Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 105

Kako je prikazano slobodni novčani tokovi koji se ostvare u razdoblju projekcije i rezidualna vrijednost svode se diskontiranjem na sadašnju vrijednosti te se zbrajaju. „Dobiveni rezultat označava vrijednost operativne imovine poduzeća, te se uvećava za vrijednost znatnije neoperativne imovine. Rezultat daje ukupnu vrijednosti imovine, koja se, potom, umanjuje za neto dug i dobiva se vrijednost vlastitog kapitala poduzeća. U

modelu se koriste dva vremenska razdoblje: razdoblje predviđanja, odnosno projekcije i razdoblje rezidualne vrijednosti.“ (Sprčić Miloš, Sulje 2012, str. 106)

„Vrednovanja poduzeća uporabom slobodnih novčanih tokova, razlikuju se tri pristupa izračuna slobodnih novčanih tokova:

- Metoda diskontirane dividende (engl. Dividend Discount Model, DDM),
- Metoda slobodnog novčanog toka poduzeća (engl. Free cash flow to firm, FCFF) – koncept novčanog toka prije duga,
- Metoda slobodnog novčanog toka dioničke glavnice ili neto toka novca dostupan dioničarima (engl. Free cash to equity, FCFE) – koncept novčanog toka poslije duga.“ (Kolaković, Hreljac , 2009, str. 124)

U sljedećim tablicama prikazan je izračun slobodnog novčanog toka poduzeća (FCFF) i slobodnog novčanog toka dioničke glavnice.

Tablica 1: Izračun slobodnog novčanog toka poduzeća (FCFF)

Prihodi - Novčani operativni rashodi
Operativna dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA) - Deprecijacija i amortizacija
Operativna dobit prije kamata i poreza (EBIT) - Porez na EBIT
Neto operativni profit poslije poreza (NOPAT) + Deprecijacija i amortizacija
Novčani tok iz operacija - Kapitalni izdaci - Povećanje u radnom kapitalu
Slobodni novčani tok poduzeća (FCFF)

Izvor: Kolačević, Hreljac, 2009, str. 124

Tablica 2: Izračun slobodnog novčanog toka dioničke glavnice (TCFE)

Prihodi
- Novčani operativni rashodi
Operativna dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA)
- Deprecijacija i amortizacija
Operativna dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA)
- Porez na EBITDA
Neto dobit
+ Deprecijacija i amortizacija
Novčani tok iz operacija
- Kapitalni izdaci
- Povećanje u radnom kapitalu
- Otplata glavnice duga
+ Primici od izdavanja novog duga
Slobodni novčani tok dioničke glavnice (TCFE)

Izvor: Kolačević, Hreljac, 2009, str. 124

U slučaju kada poduzeće ne koristi polugu, FCFE je jednak FCFF. FCFE i FCFF međusobno se razlikuju u tome što se kod FCFE pristupa vrednuje samo onaj dio novčanog toka koji je na raspolaganju dioničarima, dok se kod FCFF pristupa vrednuje ukupni novčani tok koji se očekuje od poduzeća u budućem razdoblju.

„Potrebno je istaknuti kako neto primici u godinama koje slijede u budućnosti nemaju istu vrijednost kao primici u godini u kojoj se procjenjuje vrijednost poduzeća. Zbog toga se svi primici iz budućeg razdoblja trebaju diskontirati na sadašnju vrijednosti. Pri tome se koristi odgovarajuća diskontna stopa, a najčešće je u uporabi prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC). Prema WACC konceptu suma očekivanih novčanih tokova diskontira se troškom kapitala, koji se utvrđuje kao ponderirani prosjek kombinacije izvora iz kojih se poduzeće financira, a što se može izraziti sljedećom relacijom:

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

gdje je:

w_i – ponder i-te komponente kapitala

w_d – ponder duga

w_p – ponder prioritetnih dionica

w_s – ponder glavnice

k_d – trošak duga

$k_d (1-t)$ – trošak duga nakon oporezivanja, stvarni trošak duga

k_s – trošak trajnog kapitala

t – porezna stopa

$$\sum w_i = 1$$

Kod izračuna WACC-a posebna se pozornost treba dati izračunu troška trajnog kapitala. Najčešće primjenjivan model za izračun troška trajnog kapitala je model vrednovanja kapitalne imovine (engl. Capital Asset Pricing Model, CAMP).“ (Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, 2015, str. 285)

Pri izračunu CAMP-a koristi se sljedeća formula (Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, 2015, str. 286):

$$k_s = R_f + (R_m - R_f) \cdot B_j$$

gdje je:

R_f – stopa povrata bez rizika

R_m – stopa povrata na tržišni portfolio

B_j – mjera sustavnog rizika za procjenjivano poduzeće

„U izračunu slobodnih novčanih tokova poduzeća mogu se koristiti dva modela: jednoperiodni i višeperiodni, a oba modela se temelje na izračunu FCFF i FCFE. U slučaju korištenja jednoperiodnog modela vrijednost poduzeća se određuje prema sljedećoj formuli:“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 112)

$$VP = \frac{FCFF \times (1+g)}{WACC - g}$$

„Kada se u jednoperiodnom modelu koristi slobodni tok običnoj glavnici, tada se vrijednost poduzeća određuje prema sljedećoj formuli:

$$VP = \frac{FCFE \times (1+g)}{r - g}$$

gdje je:

VP – vrijednost poduzeća

FCFF – posljednji ostvareni slobodni novčani tok poduzeća

g – očekivana stopa rasta slobodnih novčanih tokova poduzeća

WACC – ponderirani prosječni trošak kapitala

FCFE – posljednji ostvareni slobodni novčani tok običnoj glavnici

r – zahtijevani prinos na običnu glavnice.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 113)

„Kod višeperiodnog modela slobodnih novčanih tokova najčešće se u uporabi dvije varijante, dvoperiodni i troperiodni model. U slučaju očekivanih dvaju razdoblja rasta (kratkoročno razdoblje supernormalnog rasta i dugoročno razdoblje kontinuiranog rasta) koristi se dvoperiodni model, dok se troperiodni model koristi u slučaju tri razdoblja rasta. Kod izračuna dvoperiodnog modela slobodnog novčanog toka koristi se sljedeća jednačba:

$$VP = \sum \frac{FCFE_t \times (1+g)}{(1-WACC)} + \frac{FCFE_{n+1}}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(WACC - g)^n}$$

U slučaju kada se u dvoperiodnom modelu koristi slobodni novčani tok dioničkoj glavnici tada se vrijednost poduzeća izračunava prema sljedećoj jednačbi:

$$VP = \sum \frac{FCFE_t \times (1+g)}{(1+k_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g_n} \times \frac{1}{(1+k_e)^t}$$

Vrijednost poduzeća korištenjem dvoperiodnog modela izračunava se kroz nekoliko faza. Tijekom prve faze potrebno je izračunati operativnu vrijednost poduzeća. Drugom fazom modela obuhvaćen je slobodni novčani tok nakon planskog razdoblja, i ta je vrijednost preostala, odnosno rezidualna vrijednost poduzeća.“ (Kolačević, Hreljac, 2009, str. 128) „Kako bi se izračunala rezidualna vrijednost potrebno je definirati godinu od koje se poduzeće smatra sposobnim održavati svoje novčane tokove na stabilnoj razini. Nakon toga poslovanje poduzeća započinje rast po konstantnoj stopi.“ (Sprčić Miloš, Orešković Sulje, 2012, str. 121)

Za izračun rezidualne vrijednosti koristi se sljedeća jednačba:

$$RV = \frac{FCFF_t \times (1+g)}{WACC - g}$$

4. Primjena metode vrednovanja poduzeća Liburnia Riviera hoteli d.d. diskontiranjem novčanih tokova

U ovom dijelu završnog rada vrednuje se poduzeće Liburnia Riviera Hoteli d.d. primjenom metode diskontiranja novčanih tokova. Pri tome je uvodno dan uvid u opće značajke poduzeća i njegov povijesni razvoj.

4.1. Povijesni razvoj poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.

Hotelsko poduzeće Liburnia Riviera Hoteli d.d. ima dugu tradiciju postojanja. "Godine 1947. utemeljeno je kao Hotelsko poduzeće za Istru. U sastavu ovog poduzeća bili su hoteli Jadran, Park, Atlantik, Residenz, Astoria, Esperia, August, Hermitage, Zawojski, Horvat (u Opatiji), Park i kupalište Peharovo (u Lovranu). Tijekom 1962. i 1964. godine dolazi do spajanja većeg broja hotelskih poduzeća koja djeluju na području Opatijske rivijere u jedinstveno poduzeće – "Kvarner". Krajem 1968. godine ovo poduzeće mijenja ime u hotelsko poduzeće Liburnia, Opatija. Godine 1974. osniva se poduzeće za turizam, ugostiteljstvo, trgovinu i saobraćaj u Opatiji pod nazivom RO Kvarner Express, a u njegovom sastavu djeluje i hotelsko poduzeće Liburnia. 1978. godine RO Kvarner Express organizira se u SOUR Kvarner Express, a današnje poduzeće Liburnia Riviera Hoteli d.d. organizirano je kao RO Kvarner Express Hotelijerstvo. U idućem razdoblju Društvo djeluje unutar SOUR-a pod nazivom Liburnia Riviera Hoteli, a godine 1989. pripojen mu je i hotel Kontinental, koji je do tada bio u sastavu poduzeća Brodokomerc – Hotelijerstvo, Rijeka. Osamostaljenjem Republike Hrvatske Liburnia Riviera Hoteli kao dioničko društvo osnovano je 01. siječnja 1993. godine." (Hrvatska Internet enciklopedija: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=36373>)

Temeljni kapital društva je 696.074.300,00 kn podijeljen na 302.641 dionicu. Nominalna vrijednosti dionice je 2.300,00 kuna. (Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2020)

Trenutna struktura Liburnia Riviera Hotela d.d. na dan 14.08.2020.:

Vlasnička struktura

GITONE ADRIATIC d.o.o.	71,18%
NOVA LIBURNIJA d.o.o.	25,00%
CERP	1,86%
MALI DIONIČARI	1,96%

Iz navedene strukture vidljivo je da tri poduzeća i manji postotak iako veći od agencije CERP imaju mali dioničari. GITONE ADRIATIC d.o.o. s 71,18% ima najveći udio, slijedi NOVA LIBURNIJA d.o.o. s 25,00%, CERP sa svega 1,86%, i mali dioničari s 1,96%.

Poduzeća SNB Beta d.d., SNH Gama d.d. i SN Pectinatus d.d. koja su u svom vlasništvu imala 53,94 % dionica Liburnia Hotela su prodale svoj udio Gitone adriatic d.o.o 2019. godine što je poduzeće Gitone Adriatic i objavilo u srpnju prošle godine te je time za to poduzeće nastala i obveza objavljivanje ponude za preuzimanje.

4.2. Financijski pokazatelji poslovne uspješnosti poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.

„Horizontalna analiza financijskih izvještaja temelji se na komparativnim financijskim izvještajima, koji daju usporedbu određene pojave kroz više razdoblja, a promjene omogućuju prosudbu o uspješnosti i sigurnosti poslovanja poduzeća.“ (Mijoć, Martinović, Mahaček, 2010., 63) Za usporednu se koriste podaci iz računa dobiti i gubitka te bilance poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.

Podaci iz računa dobiti i gubitka Liburnia Riviera Hotela d.d. pokazuju da je poduzeće Liburnia Riviera Hoteli d.d. u 2019. godini poslovalo s dobiti od 10,7 mil. kuna. Razlog tome može se tražiti u investicijama koje su tijekom 2018. godine poduzete na obnovi hotelskih objekata, „posljedice“ toga osjete se u 2019. godini. Ipak, nakon izvršenih investicija u travnju 2018. godine, Liburnia Riviera Hoteli d.d. dobili su i dodatnih 37 smještajnih jedinica u novootvorenom Smart Selection hotel Istra. Investicije u hotel Remisnes Marina u Mošćeničkoj Dragi rezultirale su sa dodatnih šest soba i vanjskim bazenom, dok se u Opatiji uredila Remisens Premium Vila Abbazia koja je bila van funkcije (Vila Slatina) u neposrednoj blizini Remisens hotela Palace Bellevue. Remisens Premium Vila Abbazia je

kapaciteta od 13 smještajnih jedinica, dok su investicije u Remisens hotel Palace Bellevue rezultirale s tri dodatne smještajne jedinice i poboljšanjem kvalitete usluga, te preimenovanjem hotela u Remisens Premium Grand hotel Palace. Remisens Vila Belvedere u Lovranu dobila je investicijama jednu dodatnu smještajnu jedinicu i vanjski bazen, a Smart Selection hotel Lungomare 3* (bivši Residenz 2*) dobio je u potpunosti preuređene i klimatizirane smještajne jedinice i jednu dodatnu smještajnu jedinicu. Također je u potpunosti renoviran Remisens Premium Heritage hotel Imperial 4*. (prema Poslovni dnevnik: <https://www.poslovni.hr/>)

U razdoblju od 2016. do 2019. godine poduzeće ostvaruje dobit. U 2017. godini dobit poduzeća je iznosila 16,4 mil. kuna te je u odnosu na 2016. godinu povećana za 26,9 %. Nakon ulaganja 2016. godine u povećanje kvalitete hotelskih kapaciteta i uvođenje novog brenda Remisens pod kojim posluju novoobnovljeni kapaciteti rezultiralo je povećanjem poslovnih prihoda za 16,4 mil. kuna te su rashodi neznatno povećani.

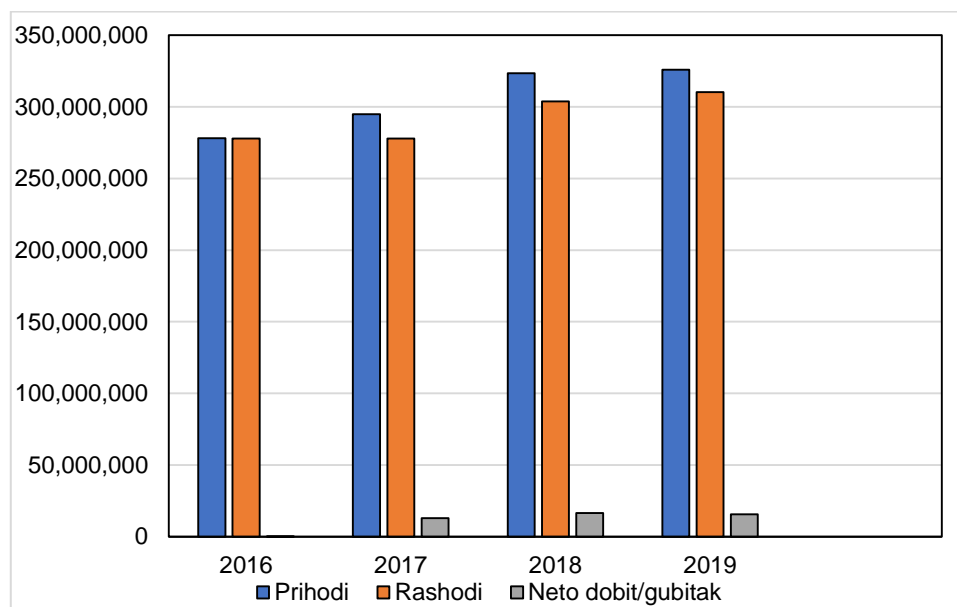
U tablici 3 prikazan je račun dobiti i gubitka poduzeća Liburnia Riviera Hoteli za razdoblje od 2016. do prvog tromjesečja 2020. godine.

Tablica 3: Račun dobiti i gubitka poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2016.-2020.(prvo tromjesečje) u kn.

	2016.	2017.	2018.	2019	2020 (stanje na dan 30.06.2020.)
1. Poslovni prihodi	291.617.345	321.155.057	320.130.034	325.967.694	11.903.952
2. Poslovni rashodi	269.694.980	297.903.592	335.982.264	310.409.186	48.088.285
3. Financijski prihodi	3.338.168	2.247.430	2.560.811	1.009.832	10.654
4. Financijski rashodi	8.266.001	5.899.375	3.434.617	3.313.439	632,973
5. Ukupni prihodi	294.955.513	323.402.487	322.690.845	326.977.526	11.914.606
6. Ukupni rashodi	277.959.981	303.802.967	339.416.881	313.722.625	48.720.958
7. Dobit ili gubitak prije oporezivanja	16.995.532	19.599.520	-16.726.036	13.254.901	-36.806.352
8. Porez na dobit	4.106.202	3.242.606	-3.787.327	2.539.046	0
9. Dobit ili gubitak razdoblja	12.889.330	16.356.914	-12.938.709	10.715.855	-36.806.353

Izvor: Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2016; Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2017; Liburnia Riviera Hoteli, 2019, 2020.

Grafikon 2: Prihodi, rashodi i neto dobit/gubitak poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. za razdoblje 2016.-2019. godine



Izvor: Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2016; Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2018; Liburnia Riviera Hoteli, 2019a)

Na grafikonu su prikazani su ostvareni prihodi, rashodi i dobit (gubitak) poduzeća u razdoblju od 2016. do 2019. godine.

Temeljem navedenog u tablici 3 i na slici grafikona poslovni prihodi Društva, koji obuhvaćaju i izvanredne prihode, bili su za 2 % veći u 2019. godini u odnosu na 2018. godinu. Kategorija poslovnog prihoda koja obuhvaća prema USALI izvješću prihode smještaja, pansionerske i vanpansionerske hrane i pića, sporta i ostale operativne prihode (znači bez izvanrednih prihoda) bila je veća za 3 % u odnosu na 2018. godinu. Izvanredni i jednokratni rashodi u 2019. godini uglavnom su rezultat otpisa zastarjele dugotrajne imovine i ostale imovine u objektima u kojima su izvršena ulaganja i iznos od otprilike 3 milijuna kuna odnosi se na troškove od proteklih godina.

Bilanca poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. za razdoblje 2016.-2020. godine pokazuje promjene unutar imovine poduzeća te izvora iz kojih je ta imovina nastala (tablica 4)

Tablica 4: Bilanca poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. za razdoblje 2016.- 2020. godine

	u kn.				
Pozicija	2016.	2017.	2018	2019.	2020 (na dan 30.06.2020)
A) Potraživanja za upisani a neuplaćeni kapital					
B) Dugotrajna imovina	866.005	852.439	873.003	957.281	948.232.7
I. Nematerijalna imovina	815	467	422	434	652
II. Materijalna imovina	863.285	850.068	866.890	967.294	938.558.3
III. Dugotrajna financijska imovina	500	500	500	500	500
IV. Potraživanja	0	0	0	0	0
V. Odgođena porezna imovina	1.404	1.404	5.191.196	2.652.150	2.652.150
C) Kratkotrajna imovina	84.389	54.282	61.668.00	39.232.70	26.757.206
I. Zalihe	3.161	2.962	3.100.002	3.649.391	4.125.041
II. Potraživanja	12.838	7.542	7.964.763	9.622.882	6.164.944
III. Kratkotrajna financijska imovina	6.002	16	37.516	16.320	16.320
IV. Novac u banci i blagajni	62.388	43.762	13.089	25.944	16.450
D) Plaćeni troš. bud. raz. i obračunati prihodi	283	542	1.008.52	911.841	4.480.593
E) Ukupna aktiva	950.676	907.263	935.679	1.015.425.56	979.470.567
F) Izvanbilančni zapisi	4.453	4.453	0	4.452	4.452
Pasiva					

A) Kapital i rezerve	755.575	771.932	758.993	769.709	693.828.9
I. Temeljni (upisani) kapital	696.074	696.074	696.074	696.074	696.074
II. Kapitalne rezerve	0	0	0	0	0
III. Rezerve iz dobiti	46.530	46.530	46.530	46.530	46.530
IV. Revalorizacijske rezerve	0	0	0	0	0
V. Zadržana dobit ili preneseni gubitak	81.668	12.971	29.328	16.389	27.105
VI. Dobit ili gubitak poslovne godine	12.889	16.357	-12.939	10.715	-75.880.5
VII. Manjinski interes	0	0	0	0	0
B) Rezerviranja	16.713	6.878	3.941	4.559	4.559
C) Dugoročne obveze	89.174	69.425	101.595	153.369	153.369
D) Kratkoročne obveze	88.917	58.596	69.320	84.526	124.433.4
E) Odgođeno plaćanje troš. i prihod bud. razd.	298	442	1.830	3.260	3.278
F) Ukupno – pasiva					
G) Izvanbilančni zapisi	950.676	907.273	935.679	1.015.425	979.470.5
	4.453	4.453	4.453	4.452	4.452

Izvor: Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2016; Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2017; Liburnia Riviera Hoteli, 2019, 2020.

Analiziranjem podataka u tablici 4 uočavaju se značajne promjene u bilanci poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. u razdoblju od 2016. do 2019. godine. Dan je i prikaz 2020. godine odnosno stanje na dan 30.06.2020.

Tablica 5: Međugodišnje promjene u bilanci poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. za razdoblje 2015.- 2019. godinu

Pozicija/7	2015./ 2014.	2016./ 2015.	2017./ 2016.	2018./ 2017.	2019./ 2018.
u %					
Aktiva					
A) Potraživanja za upisani a neuplaćeni kapital	0	27	0	0	0
B) Dugotrajna imovina	-22,2	0,9	-1,6	2,4	0,8
I. Nematerijalna imovina	17,6	-41,1	-42,7	-9,6	0,01
II. Materijalna imovina	-7,9	1,3	-1,5	2,0	1,0
III. Dugotrajna novac	-	-5,5	0	0	0
IV. Potraživanja	-	-	-	-	-
V. Odgođena porezna imovina	0	-62,5	0	269,7	253,9
C) Kratkotrajna imovina	-2,5	-11,7	-35,7	13,6	-61,6
I. Zalihe	-11,1	26,8	-6,3	4,7	0,5
II. Potraživanja	15,8	21,3	-41,3	5,6	1,6
III. Kratkotrajna financijska imovina	-	-63,0	0	-	-
IV. Novac u banci i blagajni	-2,0	-24,4	-29,9	-70,1	-21,1
D) Plaćeni troš. bud. raz. i obračunati prihodi	-27,0	-1,0	91,5	86,0	-0,09
E) Ukupna aktiva	-20,4	-0,3	-4,6	3,1	7,8
F) Izvanbilančni zapisi	0	0	0	-	-
Pasiva					
A) Kapital i rezerve	-21,5	1,7	2,2	1,7	20,7
I. Temeljni (upisani) kapital	-19,6	0	0	0	0
II. Kapitalne rezerve	-	-	-	-	-
III. Rezerve iz dobiti	2,9	0	0	0	0
IV. Revalorizacijske rezerve	-	-	-	-	-
V. Zadržana dobit ili preneseni gubitak	-	-	-84,1	126,1	-12,9
VI. Dobit ili gubitak poslovne godine	2,3	84,2	26,9	-20,9	10,7
VII. Manjinski interes	-	-	-	-	-
B) Rezerviranja	-22,7	-14,0	-58,9	-42,7	0,6
C) Dugoročne obveze	25,4	-28,2	-22,1	46,3	51,7
D) Kratkoročne obveze	10,0	33,4	-34,1	18,3	15,2
E) Odgođeno plaćanje troš. i prihod bud. razd.	-33,1	-69,4	48,3	314,0	25,6
F) Ukupno – pasiva	20,4	-0,3	-4,6	3,1	10,0
G) Izvanbilančni zapisi	0	0	0	-	0

Izvor: Izrada autora

Promjene se najbolje mogu vidjeti iz podataka u tablici 5. Podaci u tablicama 4 i 5 pokazuju da je ukupna imovina poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. povećana u 2019. godini u odnosu na 2018. godinu za 7,1 %, Materijalna imovina je u 2019. godini povećana za 1 % u odnosu na 2018. godinu, dok je u odnosu na 2014. godinu smanjena za - 17,6 %. „Povećanje nematerijalne imovine od 13,6 % u 2018. godini u odnosu na

2017. godinu rezultat je prvenstveno povećanja na stavci - danih zajmova, depozita i sličnog društvima povezanih sudjelujućim interesima, koja je u 2018. godini iznosila 37,07 mil. kuna.“ (Liburnia Riviera Hoteli d.d. 2019a.,7). U 2015. i 2016. godini kratkotrajna imovina je smanjena u međugodišnjem razdoblju.

Zalihe trgovačke robe u 2019. godini povećane su u 2019. godini za 0,5 %, a poslovni prihodi (tablica 3) povećani su za 5 %.

Kratkoročne obveze poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. povećane su u 2015. godini u odnosu na 2014. godinu za 10,0 %, a u 2016. godini u odnosu na 2015. godinu za 33,4 %, pa je u tim godinama bilo evidentno smanjenje likvidnosti poduzeća i sposobnosti poduzeća da podmiri svoje kratkoročne obveze. U 2017. godini kratkoročne obveze su smanjene za 34,1% što je dovelo i do povećanja likvidnosti i sposobnosti poduzeća za podmirenjem kratkoročnih obveza. U 2018. godini ponovno dolazi do povećanja kratkoročnih obveza, i to za 18,3 %. No, u 2019. godini kratkoročne obaveze se povećavaju za 51,7%.

Dugoročne obveze poduzeća povećane su u 2018. godini za 42,7 % u odnosu na 2017. godinu, dok su u 2019. godini povećane za 0,6 %.

Pasiva je u 2015. godini povećana za 20,4 % u odnosu na 2014. godinu, dok je u 2016. i 2017. godini smanjena i to za 0,3 odnosno za 4,6 %. U 2018. godini pasiva pokazuje povećanje za 3,1 % u odnosu na 2017. godinu. 2019. godini pasiva pokazuje povećanje za 10 % u odnosu na 2018. godinu.

4.3. Vrednovanje poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. diskontiranjem novčanih tokova

Za povijesni pregled prihoda poduzeća Liburnia Riviera Hotela d.d. uzeto je razdoblje od 2016. do druge polovice 2020. godine, a projekcije prihoda do 2023. godine. U projekciji rasta uzeta je u obzir kupoprodaja poduzeća Liburnia Riviera Hotela d.d. tvrtki Gitone Adriatic koja je kupoprodajom stekla udio u tvrtki od 53,94 % dionica poduzeća. Poduzeće Gitone Adriatic je u ponudi za preuzimanje Liburnia Riviera Hotela (LRH) kupilo 17,24 posto dionica, čime je svoj vlasnički udio u opatijskoj hotelskoj kompaniji povećalo na 71,18 posto, proizlazi iz izvješća o preuzimanju koje je objavljeno na Zagrebačkoj burzi 25.11.2019. "Ponudu za preuzimanje prihvatilo je 496 dioničara LRH, od kojih je Gitone Adriatic kupio 52.165 dionica LRH, koje čine 17,24 posto temeljnog kapitala. Gitone

Adriatic ima sjedište u Zagrebu, a zajednički djeluje s austrijskom zakladom/trustom Holster Privatstiftung i tvrtkom Gitone Beteiligungsverwaltungs iz Beča, tvrtkama Gitone Adriatic B.V. i Gitone Kvarner B.V. iz Amsterdama te Gitone Kvarner iz Zagreba." (Izvešće Zagrebačke burze 2019) Međutim, zasebno je riječ o njemačkom poduzeću koje ima tradiciju poslovanja dugu 144 godine, riječ je o jednom od najznačajnijih svjetskih proizvođača luksuznih mega jahti, koji je u svom brodogradilištu u Bremen-Vegesacku proizveo osam od deset najskupljih jahti na svijetu, proizvode i ratne brodove te brodove za posebne namjene. Očekuje se da će novi vlasnik donijeti na Opatijsku rivijeru dodatno poboljšanje kvalitete turističke ponude, a time i rast prodaje smještajnih kapaciteta Liburnia Riviere Hotela d.d. i rast prihoda. Potrebno je, također, istaknuti kako na rast prihoda ne utječe samo poboljšanje kvalitete ponude Liburnia Riviera Hotela d.d., već i ponude na razini destinacije. No, rast turizma je ograničen, s obzirom da je potrebno voditi računa o održivosti razvoja turizma u destinaciji. Osim toga, turizam je pod značajnim utjecajem sezonalnosti, konkurencije na Mediteranu, ratnih događanja, terorizma i drugih čimbenika.

Pri projekciji prihoda do 2023. godine, osim stope rasta povijesnih prihoda uzimaju se u obzir i „predviđene stope rasta turizma na Mediteranu i Južnoj Europi prema UNWTO od 2,3 % u razdoblju od 2010. do 2030. godine.“ (UNWTO, 2011, str. 19) Prosječan rast prihoda Liburnia Riviera Hotela d.d. u razdoblju od 2016. do 2019. godine iznosio je 3,24 %. U razdoblju od siječnja do prosinca 2019. godine Liburnia Riviera Hoteli d.d imalo je 2% manje noćenja u odnosu na 2018.godinu. Prihod koji uključuje izvanredne prihode bio je 2% veći u odnosu na isto razdoblje prošle godine To je rezultat investicijskih ulaganja u 2018. godini, kojima su dobivene dodatne smještajne jedinice i poboljšanje kvalitete ponude hotelskih i drugih objekata u Liburnia Riviera Hotelima d.d.. Dopunom Poslovnog plana za razdoblje od 2016. do 2020. godine predviđao se neto rast operativnih prihoda u 2019. godini na 322,7 mil. kuna, a u 2020. godini na 359,7 mil. kn. Stoga je u projekciji prihoda uzeta projekcija menadžmenta Liburnia Riviera Hotela za 2019. i početak 2020. godine, a u daljnjoj projekciji do 2023. godine pretpostavljeno je smanjenje rasta prihoda te je postavljena stopa rasta ukupnih prihoda od 2,6 %. „Početkom 2020. godine, kao rezultat nove Uprave, operativni rezultati značajno su čak i premašili budžet i prognozu, no nažalost u veljači 2020. počinju se pojavljivati problemi s koronavirusom te iznenadni i česti otkazi rezervacija i aranžmana koje je Društvo ponudilo gostima za predsezonu (počevši u veljači 2020.) i za cijelu 2020. godinu. Na početku godine otkazivanja su uglavnom dolazila s dalekih istočnih tržišta (Kina, Južna Koreja, Japan, Tajvan i slično). Situacija se dodatno proširila s prijelazom iz veljače na ožujak

2020. godine, kada su zabilježeni prvi slučajevi zaraze u europskim zemljama, uključujući Italiju koja je udaljena samo 100 km pa je samim time i jedno od područja najčešćih dolazak turista na Opatijsku rivijeru.“ (Liburnia Riviera Hoteli, 2019, str. 2)

Tablica 6: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) prihoda

	Prihodi (u kn)	Promjena, u %
2014.	275.607.821	1,57
2015.	275.207.907	-0,15
2016.	291.617.345	5,96
2017.	321.155.057	10,13
2018.	320.130.034	-0,32
2019	325.967.694	3,81
2020E	260.774.155	-20,0
2021E	369.018.077	41,5
2022E	378.612.547	2,6
2023E	388.456.473	2,6

Izvor: Izrada autora

Za tekuću 2020. godinu projekcija je rađena na temelju dva zadnja tromjesečja. Prihod za prvo tromjesečje iznosio je 13.058.154 kn (do 31.03.2020), dok je za drugo tromjesečje iznosio 11.903.952 kn (do 30.06.2020), to nije neobično obzirom da se sredinom mjeseca ožujka situacija s koronavirusom razbuktala, pa je samim time i prihod pao. Na temelju toga je za projekciju te godine uzeto da će do kraj godine Liburnia Hoteli d.o.o. uprihoditi otprilike 20% manje u odnosu na prethodnu godinu.

U tablici 7 prikazano je kretanje povijesnih i projiciranih poslovnih rashoda i troškovi prodanih proizvoda. Prosječna godišnja stopa rasta rashoda poduzeća Liburnia Riviera Hotela d.d. u razdoblju od 2014. do 2019. godine iznosila je 9,02 %, što je znatno veće povećanje u odnosu na poslovne prihode (3,23 %). Projekcije su rađene na temelju normalnih razdoblja ne računajući na novonastalu situaciju s virusom, no 2020. godina kao krizna godina ima odstupanja pa su i rashodi manji jer su manje potrebe za sirovinama i za osobljem. Rashodi su smanjeni za 30,2% što se i očekuje obzirom na

manji dolazak gostiju. Ipak analiziranjem povijesnih kretanja rashoda vidljiva su velika odstupanja po pojedinim godinama. Stoga je i u drugoj projiciranoj godini u donosu na 2019. godinu predviđeno povećanje rashoda, kako je to bilo u prethodnim razdobljima, a onda je projicirana stopa definirana na razini ispod prosječne stope rasta rashoda u povijesnom razdoblju s tendencijom smanjenja. Pri tome se uzelo u obzir da su poslovni rashodi u prethodnom razdoblju nastajali značajnim dijelom i zbog ulaganja u poboljšanje kvalitete proizvoda i usluga te razvijanja novog branda, pa se u skladu s tim predviđa rast poslovnih rashoda u budućem četverogodišnjem razdoblju, odnosno u razdoblju do 2023. godine. „U 2019. godini izvanredni rashodi obuhvatili su i trošak bonusa Uprave, koji je ukupno bruto iznosio 28,1 mil. kuna.“ (Liburnia Riviera Hoteli, 2019, str. 1).

Tablica 7: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) rashoda poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.

	Poslovni rashodi, u kn	% promjene
2014.	232.233.559	-0,5
2015.	268.993.444	24,4
2016.	269.693.980	-6,7
2017.	297.903.592	10,5
2018.	335.982.264	12,8
2019	325.967.694	-0,5
2020E	227.525.450	30,2
2021E	353.758.705	55,48
2022E	353.349.053	-0.11
2023E	367.483.015	4

Izvor: Izrada autora

Temeljem povijesnih i projiciranih poslovnih prihoda i rashoda u tablici 8 dan je uvid u poslovnu dobit i bruto maržu poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. Za operativnu bruto maržu odabrane su stope rasta veće nego za poslovne prihode, s pretpostavkom da će poduzeće nastaviti s politikom troškovne učinkovitosti, kao što je to bio slučaj i u godinama koje su slijedile nakon velikih ulaganja u poboljšanje hotelskih kapaciteta. To je

ujedno i jedna od ključnih ciljeva poduzeća u razdobljima koje slijede.

Trošak poreza prikazan za razdoblje od 2014 .- 2019. godine sastoji se od tekućeg i odgođenog poreza na dobit Porez je priznat u izvještaju o sveobuhvatnoj dobiti osim za veličine koje se prepoznaju direktno u dioničkoj glavnici. U tom slučaju porez je također priznat direktno u dioničkoj glavnici. Tekući porez na dobit obračunava se po stopi od 18% (2014.- 2016. godine: 20%) u skladu s hrvatskim zakonskim propisima (Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2018, str. 24). Potrebno je, također, istaknuti kako se porez na dobit Liburnia Riviera Hotela d.d. prije oporezivanja razlikuje od teorijskog iznosa koji bi se izračunao po poreznoj stopi od 18 % za 2017, 2018. i 2019. godinu, odnosno po stopi od 20% za razdoblje od 2014 .- 2016. godine.

Usklađivanje poreznog troška Društva prema izvještaju o sveobuhvatnoj dobiti i oporezivanju zakonskom stopom za razdoblje od 2014. - 2019. godini prikazano je u tablici 8.

Tablica 8. Povijesni trošak poreza na dobit Liburnia Riviera Hotela d.d., 2014.- 2019. godine

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019
						u tis. kuna
Tekući porezni trošak						
Tekuća godina	-	6.341	931	3.244	-	2.539
Odgođeni porezni (prihod)/ trošak	-	(3.062)	3.175			
Nastanak i ukidanje privremenih razlika			2.340	-	(2.000)	
Priznavanje poreznih gubitaka			835	-	(877)	
Priznavanje ranije nepriznatih privremenih razlika				-	(910)	
Porezni (prihod) /trošak		3.279	4.106	3.244	(3.787)	
Dobit/ (gubitak) prije oporezivanja	50.588	19.755	16.996	19.600	(16.726)	
Porezna stopa 20% (2014.-2016.); 18 %	10.118	3.951	3.399	3.528	(3.010)	
Učinak neoporezivih prihoda	(77)	(800)	-	-	-	
Učinak porezno nepriznatih rashoda	389	473	110	73	133	
Efekti reinvestirane dobiti /i/	-	-		-	-	
Učinak prethodno nepriznatih privremenih razlika			441	-	-	
Porezni trošak	(771)	(345)	-	(357)	(910)	
	-	-	156	-	-	
Uplaćeni predujmovi poreza na dobit	400	2.158				
Efektivna stopa poreza	-	17%	24 %	17 %	23 %	

Izvor: Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2016a; Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2017a; Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2019.

Iz tablice 8 vidljivo je da je porezna stopa u razdoblju od 2014. do 2016. godine obračunata po stopi od 20 %, a u 2017. - 2019. godine po stopi od 18 %, no učinak porezno nepriznatih rashoda i priznavanje ranije nepriznatih privremenih razlika rezultirali su efektivnog stopom poreza, koja se kretala u rasponu od 17 % do 24 %. Za potrebe završnog rada izračunat je porez po stopi od 18 %, odnosno 20 %.

Kapitalna ulaganja za 2019. godinu predviđena su na temelju Poslovnog plana za razdoblje od 2016. do 2020. godine, dok se za ostale godine pretpostavlja da će se nastaviti investicijska ulaganja u hotelske objekte kako bi se poboljšala kvaliteta usluga u skladu s novim brandom Remisens. Daljnja investicijska ulaganja imaju opravdanje i obzirom na promjenu vlasništva poduzeća. U procjeni budućih kapitalnih ulaganja uzeta su prosječna kapitalna ulaganja u razdoblju od 2014. do 2019. godine.

Tablica 9. Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) kapitalnih ulaganja poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.

	Kapitalna ulaganja, u kn	% promjene
2014.	89.998.433	-60,5
2015.	68.390.481	-24,0
2016.	106.911.826	56,3
2017.	105.942.000	-1,0
2018.	120.365.000	13,6
2019	90.211.849	-25,1
2020E	0	0
2021E	97.000.000	7,5
2022E	97.000.000	7,5
2023E	97.000.000	7,5

Izvor: Izrada autora

Projicirane promjene radnog kapitala temeljene su na povijesnom udjelu radnog kapitala u poslovnim prihodima i pretpostavci da će takav trend biti zadržan i u godinama koje slijedi. „Radni kapital se definira kao razlika između kratkoročne imovine i kratkoročnih obveza.“ (Karić, Karić, 2019, str 25) To je pokazatelj likvidnosti i

financijske stabilnosti poduzeća, te pokazuje koliko je likvidne imovine poduzeću na raspolaganju za održavanje i širenje poslovanja poduzeća. Liburnia Riviera Hoteli d.d. je u 2019. godini imala negativan radni kapital, što znači da je kratkoročna imovina bila manja od kratkoročnih obveza, odnosno da se kratkoročne obveze ne mogu financirati iz kratkoročne imovine poduzeća. Negativan neto radni kapital u hotelijerskom poduzeću znači da „hotelijersko poduzeće iz kratkoročnih izvora financira dugotrajnu imovinu, što ukazuje na postojanje financijske nestabilnosti ili da se vrijednost zaliha i potraživanja zbog lošeg upravljanja i poslovnih procjena menadžmenta morala umanjiti (nekonkurentne zalihe, smanjenje cijena na tržištu postojećih zaliha, loša procjena kupaca uslijed čega su se morali raditi otpisi i sl.).“ (Deković, 2014, str. 94) Novac u banci i blagajni iznosio je u 2019. godini 25.944.110 kuna, što je povećanje u odnosu na 2018. godinu kada je iznosio 13.088.915 kuna. Neto radni kapital se može povećati iz tri najvažnija izvora: zadržane dobiti, unosom novog kapitala vlasnika i dugoročnim zaduživanjem. U procjeni vrijednosti radnog kapitala korišten je prosječni iznos promjene radnog kapitala 2014.-2019. godine. Prosječni povijesni odnos za razdoblje od 2014. do 2019. godine radnog kapitala na kraju godine i prihoda iznosio je 13,68 %, uz značajnu varijaciju između promatranih godina. U projekciji za 2020. i 2021. godinu uzeta je stopa od 5,6 %, odnosno stopa na razini 2017. godine.

Teorijski, amortizacija bi trebala pratiti rast prihoda, odnosno rast ulaganja u dugotrajnu imovinu. Obzirom da stope rasta ulaganja u dugotrajnu imovinu nisu ujednačene, te da ne prate rast prihoda, za procjenu je zadržana prosječna stopa rasta amortizacije u razdoblju od 2014. do 2018. godine, odnosno stopa od 30 % poslovnog prihoda (tablica 11).

U 2019. „Društvo Liburnia Riviera Hoteli d.d je promijenilo korporativnu strukturu i menadžment, jer je većinski dioničar prodao dionice. Novi većinski i stvarni vlasnik je HOLSTER PRIVATSTIFTUNG, zaklada sa sjedištem u Austriji. Novo rukovodstvo je započelo s primjenom mjera reorganizacije i restrukturiranja koje su i danas u procesu. Utjecaj i učinak nove Uprave vidljiv je isključivo u posljednjem tromjesečju 2019. godine. Nova uprava implementirala je nove procedure u listopadu 2019. godine, uz daljnju obradu u 2020. godini, uz prilagodbe od veljače 2020. kada su periferni učinci postali vidljivi u poslovnim aktivnostima Društva zbog širenja virusa COVID -19.“ (Liburnia Riviera Hoteli, 2019, str. 1)

Ovi učinci usmjerili su Upravu da se usredotoči prvenstveno na nove okolnosti u kojima je Društvo bilo prisiljeno poslovati u krizi - krizno upravljanje

Tablica 10: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) slobodnih novčanih tokova (FCFF) poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.

u tis. kn

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Poslovni prihodi	275.608	275.208	291.617	321.155	320.130	325.967	2 60.744	369.018	378.613	388.456
Poslovni rashodi	232.234	268.993	269.694	297.904	335.982	310.409	227.525	339.759	353.349	367.483
Dobit iz poslovanja (EBIT)	43.374	6.215	21.923	23.251	(15.852)	20.328	33.219	29.259	25.264	20.973
Bruto marža, %	15,7	2,26	7,5	7,2	(5,0)	6,3	12,7	7,9	6,7	5,4
Minus: Porezi, bez troška kamata	8.675	1.243	4.385	4.185	(2.853)	3.659	5.979	5.267	4.548	3.775
Neto operativna dobit nakon poreza (NOPAT)	34.699	4.972	17.538	19.066	(12.999)	16.669	27.240	23.992	20.716	17.198
Ispravci vrijednosti										
Amortizacija (+)	62.771	97.368	98.420	98.355	94.957	100.841	105.379	108.540	111.254	113.813
% prihoda	22,8	35,4	33,7	30,6	29,7	30	30	30	30	30
Kapitalna ulaganja (-)	89.998	68.390	106.912	105.942	120.365	97.000	97.000	97.000	97.000	97.000
% prihoda	32,7	24,9	36,7	33,0	37,6	30,1	27,0	26,0	25,6	25,0
Radni kapital (-)	69.564	73.050	46.639	17.837	(15.642)	18.071	20.141	20.665	21.202	21.753
% prihoda	25,2	26,5	16,0	5,6	(4,9)	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Slobodni novčani tok										
NOPAT	34.699	4.972	17.538	19.066	(12.999)	16.669	27.240	23.992	20.716	17.198
Amortizacija (+)	62.771	97.368	98.420	98.355	94.957	103.350	105.379	108.540	111.254	113.813
Bruto novčani tok	97.470	102.340	115.958	117.421	81.958	117.510	132.619	132.532	131.970	131.011

Promjene u radnom kapitalu (-)	(23.933)	3.486	(26.411)	(28.802)	(33.479)	(33.713)	-3.549	524	537	551
Kapitalna ulaganja (-)	89.998	68.390	106.912	105.942	120.365	97.000	97.000	97.000	97.000	97.000
Slobodni novčani tok (FCFF)	31.464	30.464	35.457	40.281	-4.928	54.223	32.070	35.008	34.433	33.460

Izvor: Izrada autora

Izračun diskontne stope

„Vremenska vrijednost novca, odnosno činjenica da novac sutra vrijedi manje u odnosu na danas, ističe potrebu diskontiranja slobodnih novčanih tokova na sadašnju vrijednost uz korištenje određene diskontne stope. Diskontna stopa treba biti odraz očekivanih prinosa te očekivanje rizičnosti imovine dioničara i vjerovnika poduzeća. U ovom slučaju se za izračun diskontne stope koristi metoda prosječnog ponderiranog troška kapitala (WACC).“ (Vidučić, 2006, str. 89)

Trošak glavnice

Za izračun troška glavnice korišten je CAPM model. Trošak glavnice ovom metodom izračunava se prema sljedećoj formuli:

$$C_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

gdje je: C_e – trošak glavnice

r_f – bezrizična kamatna stopa

β – beta kompanije

r_m – premija tržišnog rizika

Za bezrizičnu kamatnu stopu korišten je prinos na dugoročne izdane državne obveznice. "Republika Hrvatska zastupana po Ministarstvu financija realizirala je na domaćem tržištu kapitala izdanje III. tranše obveznica dospijeca 2026. (ISIN oznake HRRHMFO26CA5) u nominalnom iznosu od HRK 2,46 milijardi uz prinos do dospijeca od 0,85% te izdanje II. tranše obveznica dospijeca 2028. (ISIN oznake HRRHMFO282A) u nominalnom iznosu od HRK 2,59 milijardi uz prinos do dospijeca od 0,94%." (Republika Hrvatska, ministarstvo financija <https://mfin.gov.hr/vijesti/3073>).

„Premija tržišnog rizika (engl. equity risk premium, ERP) odražava percepciju i očekivanja cjelokupnog tržišta s obzirom na njegovu rizičnost i prinose. S obzirom na kompleksnost i zahtjevnost izračuna premije tržišnog rizika, u izračunu troška glavnice za Liburnia Riviera Hotele d.d. korištena je tržišna premija rizika koju računa Aswath Damodaran za 174 zemlje svijeta. Tržišna premija rizika za Hrvatsku u siječnju 2019. godine iznosila je 10,13 % ." (Aswath Damodaran, 2019a)

„Beta pokazatelj je mjera volatilnosti, odnosno sistemskog rizika dionice ili, pojednostavljeno, promjenjivost dionice u odnosu na tržište (Investopedia, 2019.). Beta koeficijent za tržište je 1, s obzirom da beta koeficijent mjeri reakciju dionice na tržišne

promjene. Cijena dionice s $\beta=1$ kretati će se zajedno s tržištem, cijena dionice s $\beta<1$ biti će manje volatilna od tržišta, a cijena dionice s $\beta>1$ biti će volatilnija od tržišta. Beta nerizične imovine iznosi 0

Beta koeficijent izračunava se kao omjer kovarijance prinosa na vrijednosnicu i prinosa na tržišni portfelj i varijance prinosa na tržišni portfelj:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$$

gdje je: $Cov(R_j, R_M)$ kovarijanca između prinosa vrijednosnice j i prinosa tržišnog portfelja M , $\sigma^2(R_M)$ varijanca prinosa tržišnog portfelja M .“ (Vidučić, 2006, str. 89)

Međutim, zbog složenosti izračuna, a za potrebe završnog rada u izračunu vrijednosti beta koeficijenta koristi se „bottom up“ pristup. Kod ovog pristupa, u početku se odabiru tvrtke koje djeluju u hotelijerstvu, a potom se izračuna beta bez poluge za odabrane tvrtke. Dobivena vrijednost beta koeficijenta potom se ponderiraju udjelima djelatnosti u ukupnom prihodu Liburnia Riviera Hotela d.d., nakon čega se tako dobiveni beta koeficijent množi s odnosom tržišne vrijednosti duga prema tržišnom kapitalu promatrane tvrtke kako bi se dobila beta tvrtke koja odražava utjecaj financijskog rizika. Vrijednost beta koeficijenta hotelijerstva preuzeta je s web stranice Aswartha Damodarana. (tablica 11)

Tablica 11. Beta koeficijent hotelijerstva

Beta koeficijent	Vrijednost
Beta hotelijerstva	0,94
Beta bez poluge	0,73

Izvor: Damodaran, 2019. Str. 25

Beta poluga za kapital Liburnia Riviera Hotela d.d. izračunata je na sljedeći način:

$$= \text{beta bez poluge} \cdot \left(1 + (1 - \text{stopa poreza na dobit}) \cdot \frac{\text{tržišna vrijednost neto duga}}{\text{tržišna vrijednost kapitala}} \right)$$

$$= 0,73 \cdot \left(1 + (1 - 0,18) \cdot \frac{138.672.691}{302.641 \cdot 4.120} \right) = 0,796$$

Tržišna vrijednost neto duga je jednaka knjigovodstvenoj vrijednosti duga (kreditne obveze), a tržišna vrijednost kapitala izračuna se kao umnožak broja izdanih dionica i posljednje cijene dionica u prosincu 2019. godine. Liburnia Riviera Hoteli d.d. izdali su 302.641 dionicu (Zagrebačka burza, 2019). Cijena dionice na dan 6.08.2020. godine iznosila je 3.700 kn. Beta koeficijent iznosi 0,8, pa se može zaključiti da je riječ o ispodprosječno rizičnoj vrijednosnici, no zbog višeg iznosa koeficijenta može se reći da su njihovi prinosi proporcionalni prinosima na tržištu.

Nakon što su dobivene sve potrebne vrijednosti izračunat je trošak glavnice Liburnia Riviera Hotela d.d., koji iznosi:

$$= 2,58 \% + 0,8 (10,13 \% - 2,58 \%)$$

$$= 8,62 \%$$

Trošak glavnice za Liburnia Riviera Hotele d.d. je, dakle, 8,62 %, a koristiti će se pri izračunu ponderiranog prosječnog troška kapitala.

Omjer duga i kapitala

Za izračun ponderiranog troška kapitala potrebno je izračunati omjer duga i kapitala. Neto dug Liburnia Riviera Hotela d.d. iznosio je u 2019. godini 110.672.691 kn, a ukupni kapital 696.074.300 kn. Iz danih vrijednosti vidljivo je da je omjer duga i kapitala je 18/82, odnosno 18,27 % udjela duga u cijelom kapitalu.

Trošak duga

Trošak duga izračunava se kao omjer troškova kamata i iznosa financijskih (kreditnih) obveza:

$$= \frac{3.434.617}{138.672.691}$$

$$= 2,48 \%$$

Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Diskontna stopa (WACC) odražava trošak kapitala poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. kojim se diskontiraju slobodni novčani tokovi na sadašnju vrijednost. Prethodno su izračunati svi potrebni podaci za izračun WACC-a, osim porezne stope na dobit, koja je u Hrvatskoj 18 %.

Vrijednosti za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala za Liburnia Riviera Hotele d.d. prikazane su u tablici 12.

Tablica 12. Pregled varijabli potrebnih za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala

Varijabla	Vrijednost
Tržišna vrijednost kapitala	696.074.300 kn
Tržišna vrijednost duga	110.672.691 kn
Udio kapitala u ukupnom financiranju	0,82
Udio duga u ukupnom kapitalu	0,18
Trošak kapitala	8,62 %
Trošak duga	2,48 %
Porezna stopa	18 %

Izvor: Izrada autora

Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala za Liburnia Riviera Hotele d.d. je sljedeći:

$$WACC = 0,18 \cdot 2,48 \% \cdot (1 - 0,18) + 8,62 \% \cdot 0,82$$

$$WACC = 7,43 \%$$

Diskontiranje na sadašnju vrijednost i zbroj slobodnih novčanih tokova

Određenjem budućih slobodnih novčanih tokova te ponderiranog prosječnog troška kapitala, stvoreni su preduvjeti za diskontiranje i izračun sadašnje vrijednosti. Sadašnja vrijednost se izračuna tako što se procijenjeni slobodni novčani tijekom podijele s diskontnom stopom potenciranom na broj godina od vremena procjene. Potom se sumiraju dobivene vrijednosti kako bi se dobila vrijednost poduzeća u prvoj fazi poslovanja. Novčani tokovi su u prvoj (planskoj) fazi projicirani na temelju stavki financijskih izvještaja Liburnia Riviera Hotela d.d., dok se u drugoj fazi poslovanje poduzeća zasniva na pretpostavci da će poduzeće nastaviti poslovati u beskonačnost pa je potrebno odrediti vrijednost poslovanja od kraja prvog razdoblja do beskonačnosti. Sadašnja vrijednost se izračunava na sljedeći način (tis. kn):

diskontna stopa (WACC) = 7,43 %; razdoblje diskontiranja (n) = 4 godina

$$SV = \frac{32.070}{(1+0,0743)^1} + \frac{35.008}{(1+0,0743)^2} + \frac{34.433}{(1+0,0743)^3} + \frac{33.460}{(1+0,0743)^4}$$

$$SV = 113.076$$

Vrijednosti poduzeća u prvoj fazi poslovanja prikazana je u tablici 13.

Tablica 13. Izračun sadašnje vrijednosti prve faze poslovanja

u tis.kn

	2020	2021E	2022E	2023E
Slobodni novčani tok (FCFF)	32.070	35.008	34.433	33.460
WACC	7,43%	7,43%	7,43%	7,43%
Sadašnja vrijednost FCFF	29.852	30.333	27.771	25.120
Zbroj sadašnje vrijednosti FCFF				

Izvor: Izrada autora

Procjena terminalne vrijednosti poduzeća

Terminalna vrijednost poduzeća je vrijednost poslovanja u razdoblju od kraja prve faze poslovanja do beskonačnosti. U svrhu dobivanja sadašnje vrijednosti druge faze poslovanja, potrebno je terminalnu vrijednost diskontirati po odgovarajućoj diskontnoj stopi, koja ne mora nužno odgovarati prethodno izračunatoj, već može, primjerice biti ciljna vrijednost budućeg troška financiranja za menadžment. Terminalna vrijednost se može odrediti pristupom multiplikatora ili modelom stabilnog rasta, koji je korišten u ovom radu. Model stabilnog rasta pretpostavlja da će novčani tokovi, nakon terminalne godine (zadnja godina procjene u DCF model, u slučaju ovog rada četvrta godina), zauvijek rast po konstantnoj stopi (g). Stoga je prije samog postupka diskontiranja, potrebno odrediti stopu rasta slobodnog novčanog toka u beskonačnost.

„Dugoročna stopa rasta poduzeća rijetko kad prelazi stopu rasta BDP-a države u kojoj poduzeće djeluje, osim ako je riječ o industrijama koje posluju na globalnoj razini, poput hotelijerstva, pa se njihov rast može ograničiti stopama rasta globalnog gospodarstva.“ (Damodaranu 2006, str.15) S obzirom da Liburnia Riviera Hoteli posluje na globalnom turističkom tržištu pružaju im se mogućnosti za ostvarenje stopa rasta većih od domaćeg BDP-a. Potrebno je, također, istaknuti da je rast turističkog sektora veći nego rast BPD-a

na globalnoj razini. „U 2018. godini rast turističkog sektora na globalnoj razini iznosio je 3,9 %, te je osmu godinu za redom bio iznad rasta globalnog BDP-a, koji je u 2018. godini iznosio 3,2 %.“ (World Travel % Tourism Council, 2019) „Stopa rasta BDP-a Republike Hrvatske u 2018. godini iznosila je 2,6 %, te pokazalo usporenje u odnosu na 2017. godinu kad je iznosila 2,9 %.“ (Poslovni dnevnik, 2019). U Smjernicama ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2020.-2022. godine za Republiku Hrvatsku procijenjen je rast BDP-a u 2019. godini za 2,8 %, u 2020. godini 2,5 %, u 2021. i 2022. godini 2,4 %. Pri tome je potrebno istaknuti kako je Europska komisija procijenila stopu rasta BDP-a Republike Hrvatske za 2019. godinu od 3,1 %. S obzirom na navedene projicirane stope rasta BDP-a u Republici Hrvatskoj i u svijetu, te rast turističkog sektora na globalnoj razini, kao dugoročna stopa rasta Liburnia Riviere Hotela d.d. uzeta je stopa od 3 %. Terminalna vrijednost poduzeća izračunava se prema sljedećoj formuli (u tis. kn):

$$R_v = \frac{FCFF_t \cdot (1+g)}{WACC-g}$$

$$R_v = \frac{33.460 \cdot (1+0,03)}{0,0743 - 0,03}$$

$$R_v = 777.963,88$$

Dobivenu terminalnu vrijednost je potrebno svesti na sadašnju vrijednost, te se diskontira WACC stopom:

$$SVR_v = \frac{777.963,88}{(1+0,0743)^5}$$

$$SVR_v = 543.665,23 \text{ tis. kn}$$

Konačna vrijednost poduzeća

Do konačne vrijednosti poduzeća (engl. Enterprise Value, EV) dolazi se zbrajanjem vrijednosti procijenjenih novčanih tijekova za petogodišnje procijenjeno razdoblje prve faze poslovanja (2020.-2023. godine) i sadašnje vrijednosti terminalne vrijednosti poslovanja. Konačna vrijednost poduzeća dobivena na taj način predstavlja ukupnu vrijednost operativnog poslovanja, pa je toj vrijednosti potrebno dodati vrijednost neoperativne imovine, financijske imovine te novca i novčanih ekvivalenata. Ako se od dobivene konačne vrijednosti poduzeća (EV) oduzme tržišna vrijednost neto duga, dobije se vrijednost dioničke glavnice. Izračun konačne vrijednosti poduzeća i vrijednosti dioničke glavnice Liburnia Riviera Hotela d.d. prikazan je u tablici 14.

Tablica 14. Izračun konačne vrijednosti poduzeća i vrijednosti dioničke glavnice Liburnia Riviera Hotela d.d.

Kategorija	Vrijednost
SV Prve faze poslovanja, tis. kn	113.076
SV Terminalne vrijednosti, tis. kn	543.665
Vrijednost poduzeća (EV), tis. kn	656.741
Financijska imovina, tis. kn (+)	51.860
Novac i novčani ekvivalenti, tis. kn (+)	13.089
Tržišna vrijednost neto duga, tis. kn (-)	138.673
Procijenjena vrijednost dioničke glavnice, tis. kn	583.017
Broj izdanih dionica	302.641
Vrijednost po dionici	1.926

Izvor: Izrada autora

Procijenjena vrijednost dioničke glavnice Liburnia Riviera Hotela iznosi 631,2 mil. kuna, dok je na kraju 2019. godine vrijednost dioničke glavnice bila 741,24 mil kuna. Vrijednost dionice na kraju polugodišta na dan 30.06.2020 iznosila je 3.500 kn. Vrijednost dionice dobivena DCF-metodom je za 44.9 % manja, što može biti pokazatelj da je vrijednost dionice, odnosno njezina intrinzična vrijednost ispod tržišne vrijednosti.

5. Zaključak

U ovom završnom radu dan je izračun vrijednosti poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. metodom diskontiranog novčanog toka.

Liburnia Riviera Hoteli d.d. posluju više od 70 godina, tijekom svog poslovanja mijenjali su organizacijsku i vlasničku strukturu. U procesu tranzicije društvenih poduzeća u Republici Hrvatskoj, Liburnia Riviera Hoteli d.d. pretvorbom, a potom i privatizacijom postaju dioničko društvo, osnovano 01. siječnja 1993. godine.

Poduzeće je 2016. godine započelo s petogodišnjim investicijskim ciklusom, a pretpostavlja se da će se takav investicijski ciklus nastaviti i u budućnosti obzirom da je veliki dio hotela u sastavu poduzeća dugi vremenski period nije imao većih investicijskih zahvata, te je nužna njihova rekonstrukcija u skladu s trendovima na turističkom tržištu i poboljšanju kvalitete usluga u skladu s novim brandom koji je oblikovan (Remisens) i s kojim poduzeće nastoji na turističkom tržištu graditi svoju prepoznatljivost. Nažalost zbog trenutne situacije uzrokovane koronavirusom uglavnom sva investiranja stoje, no u ovim trenucima situacija se polako vraća u normalu, tako poduzeće očekuje do iduće godine nastavak investiranja. Koronavirus je zahvatio i poslovanje i dok se točni učinci na poslovanje Društva za sada ne mogu kvantificirati u skladu sa svim mogućim scenarijima, Uprava Društva svakodnevno priprema analizu promjena koje se događaju i učinke na poslovanje. Ovi se scenariji ne mogu ograničiti niti popraviti jer se situacija neprekidno mijenja.

Temeljni kapital društva je 696.074.300,00 kn podijeljen na 302.641 dionicu. Poduzeća SNB Beta d.d., SNH Gama d.d. i SN Pectinatus d.d. koja su u svom vlasništvu imala 53,94 % dionica Liburnia Hotela su prodale svoj udio Gitone adriatic d.o.o u srpnju 2019. godine, a službeno preuzimanje se dogodilo u studenom iste godine.

Metoda diskontiranja novčanih tokova mjeri intrinzičnu ili suštinsku vrijednost imovine na temelju njezine sposobnosti generiranja budućih novčanih tokova. Kod korištenja ove metode potrebno je procijeniti buduća kretanja komponenti poslovanja, kao što su prihodi, trošak kapitala i investicije. Vrednovanjem poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. metodom diskontiranja novčanih tokova došlo se do zaključka kako je tržišna vrijednost dionice precijenjena za oko 44.9%. Međutim, potrebno je istaknuti kako se model temelji na pretpostavkama i subjektivnoj procjeni u budućnosti, pa uključuje i dozu sumnje u donošenje zaključaka koji su relevantni u procjeni vrijednosti poduzeća.

U radu su rađene projekcije na temelju podataka za razdoblje od 2014. – 2019. godine. Međutim, podaci za 2020. godinu su prilagođeni novonastaloj situaciji s virusom. Ipak, u nadi da će se nastaviti trend rasta već u 2021. godini projekcije rasta su moguće.

LITERATURA

1. Bendeković, J. (1991). Procjene ekonomske vrijednosti poduzeća. *Ekonomski pregled*, 6, str. 282-290.
2. Bendeković, J., Lasić, V. (1991). *Vrednovanje imovine i poslovanje poduzeća*. Ekonomski institut, Zagreb.
3. Brlečić Valčić, S., Crnković-Stumpf, B. (2013). Potreba za približavanjem uporabne i fer tržišne vrijednosti poduzeća u suvremenom pristupu vrednovanju poduzeća. *Ekonomska misao i praksa*, 2, str. 397-396.
4. Damodaran, A. (2006). Damodaran o valuaciji: Analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije, Mate, Zagreb.
5. Damodaran, A. (2019). Beta, unlevered beta and other risk measures, Preuzeto 11.09.2019. s
6. Damodaran, A. (2019a). Country Default Spreads and Risk Premiums. Preuzeto 13.08.2020. s
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
7. Deković, Ž. (2014). Analiza financijske ravnoteže hotelijerskih poduzeća na temelju bilančnih podataka. *Zbornik radova Veleučilišta u Šibeniku*, 3-4, str. 85-96.
8. <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls>
9. Investopedia (2019). Beta. Preuzeto 14.08.2020. s
<https://www.investopedia.com/terms/b/beta.asp>
10. Jennergren, L. P. (2011). A Tutorial on the Discounted Cash Flow Model for Valuation of Companies. Preuzeto 11.06.2020. s
https://swoba.hhs.se/hastba/papers/hastba_0001.pdf
11. Karić, M., Karić, M. (n.d.). Upravljanje obrtnim kapitalom u lancu opskrbe. Ekonomski fakultet Sveučilišta J. J. Strossmayera u Osijeku, Osijek, Preuzeto s
<http://www.efos.unios.hr/repec/osi/bulimm/PDF/BusinessLogisticsinModernManagement12/blimm1209.pdf>
12. Kolačević, S., Hreljac, B. (2009). *Vrednovanje poduzeća – novi pristupi i upravljanje temeljeno na vrijednosti*. TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb.
13. Kolačević, S., Hreljac, B. (2009). *Vrednovanje poduzeća – novi pristup i upravljanje temeljeno na vrijednosti*, TEB-poslovno savjetovanje, Zagreb.
14. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2003). *Skraćeni prospekt Liburnia Riviera Hoteli d.d.*

- Liburnia Riviera Hoteli, Opatija, Preuzeto 22.06.2020. s <https://zse.hr/userdocsimages/prospekti/LRH-prospekt.pdf>
15. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2016). *Godišnji financijski izvještaj poduzetnika GFI-POD 2015*. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2020. s
 16. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2016a). *Izvješće neovisnog revizora i konsolidirani financijski izvještaji 31. prosinca 2015*. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2020. s https://www.liburnia.hr/cms_media/web/biz/finance/izvjesce-neovisnog-revizora-2015.pdf
 17. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2017). *Godišnje izvješće o poslovanju 2016*. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2020. s https://www.liburnia.hr/cms_media/web/biz/finance/Godisnje_izvjesce_2015._LRH_nerevidirano.pdf
 18. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2017a). *Godišnje izvješće za godinu koja je završila 31. prosinca 2016*. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2020. s https://www.liburnia.hr/cms_media/web/biz/finance/LRH-2016-R-misljenje.PDF
 19. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2018). *Objava izvoda iz Dopune Poslovnog plana za razdoblje od 2016. do 2020. godine*. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2019. s https://www.liburnia.hr/cms_media/web/biz/news/24Objava-izvoda-iz-dopune-Poslovnog-plana-2016-2020-LRH-V-Kolovoz-2018-ok.pdf
 20. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2019). Preuzeto 22.06.2020. s <https://www.liburnia.hr/hr/otopina>
 21. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2019a). Godišnje izvješće o poslovanju 2018. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2020. s Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2019b). Godišnje izvješće za godinu koja je završila 31. prosinca 2019. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2019. s https://www.liburnia.hr/cms_media/web/biz/finance/Liburnia-godisnje-izvjesce-2018.pdf
 22. Liburnia Riviera Hoteli d.d. (2019b). Godišnje izvješće za godinu koja je završila 31. prosinca 2019. Liburnia Riviera Hoteli d.d., Opatija, Preuzeto 22.06.2020. s https://www.liburnia.hr/cms_media/web/biz/finance/Liburnia-godisnje-izvjesce-2019
 23. Mijoć, I., Martinović, J., Mahaček, D. (2010). Analiza financijskih izvještaja. *Financije i računovodstvo*, 11, str. 63–75.
 24. Miloš Sprčić, D. (2019). *Procjena vrijednosti poduzeća metodom diskontiranja novčanih tokova*. Preuzeto 18.08.2020. s <http://www.revizorska-komora.hr/pdf/>
 25. Ministarstvo financija (2019). Izdanje obveznica Republike Hrvatske, Preuzeto 29.06.2020. s <http://www.mfin.hr/hr/novosti/izdanje-obveznica-republike-hrvatske->

2018-07-04-16-52-13

26. Ministarstvo financija Republike Hrvatske [MF] (2019). *Smjernice ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2020.-2022. godine*. Preuzeto 4.08.2020. s <https://vlada.gov.hr/smjernice-ekonomske-i-fiskalne-politike-za-razdoblje-2020-2022-godine/26534>
27. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde. (2019). *Međunarodni standardi financijskog izvještavanja 13, Mjerenje fer vrijednosti*, Preuzeto 27.06.2020. s <http://www.srr-fbih.org/File/Download?idFi=274>
28. Odbor za međunarodne računovodstvene standarde. (2019). *Međunarodni računovodstveni standardi 36*. Preuzeto 27.06.2020. s <http://www.srr-fbih.org/File/Download?idFi=310>
29. Perić, J. (2005). *Osnove vrednovanja poduzeća*. Fintrade & Tours, Rijeka.
30. Poslovni dnevnik (2019). *BDP: Rast gospodarstva na kraju 2018. usporio na 2,3 posto*, Preuzeto 17.08.2020. s <http://www.poslovni.hr/hrvatska/bdp-rast-gospodarstva-na-kraju-2018-usporio-na-23-posto-350536>
31. Pucarević, M. (2012). Mjerila performansi kao pokazatelji efekata akvizicije. *Naučni časopis za ekonomiju*, 3, str. 24-32, Preuzeto 20.06.2020. s <http://doisrpska.nub.rs/index.php/financing/article/view/857/805>
32. Sprčić Miloš, D., Orešković Sulje, O. (2012). *Procjena vrijednosti poduzeća*. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb.
33. Šperanda, I. (2012). Procjena tvrtke – novi metodološki pristup. *Ekonomska istraživanja*, 3, str. 803-824.
34. Tichy, E. G. (2009). *Procjena vrijednosti poduzeća – osnove, metode, praksa*, 2. izdanje, Zgombić & Partneri, Zagreb.
35. UNWTO (2011). *Tourism Towards 2030. Global Overview*. UNWTO, Madrid, Preuzeto 14.08.2020. s https://www.globalwellnesssummit.com/wp-content/uploads/IndustryResearch/Global/2011_UNWTO_Tourism_Towards_2030
36. Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić Šarić, M. (2015). *Financijski menadžment*. RRiF plus, Zagreb.
37. World Travel & Tourism Council (2019). *Travel & Tourism continues strong growth above global GDP*. Preuzeto 11.08.2020. s <https://www.wttc.org/about/media-centre/press-releases/press-releases/2019/travel-tourism-continues-strong-growth-above-global-gdp/>
38. Hrvatska Internet enciklopedija: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica>. Preuzeto 17.08.2020.

39. Zagrebačka burza (2020). *Dionice*. Preuzeto 17.08.2020.
<https://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=32>

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1: Suma dijelova vrijednosti u DCF modelu	20
Grafikon 2: Prihodi, rashodi i neto dobit/gubitak poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. za razdoblje 2014.-2019. godine	29

POPIS TABLICA

Tablica 1: Izračun slobodnog novčanog toka poduzeća (FCFF)	21
Tablica 2: Izračun slobodnog novčanog toka dioničke glavnice (TCFE)	22
Tablica 3: Račun dobiti i gubitka poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d., 2014.-2020(za prvo tromjesečje) godine	28
Tablica 4: Bilanca poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. za razdoblje 2014.-2020. (za prvo tromjesečje) godinu	29
Tablica 5: Međugodišnje promjene u bilanci poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d. za razdoblje 2015.-2019. godinu	31
Tablica 6: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) prihoda	35
Tablica 7: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) rashoda poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.	36
Tablica 8: Povijesni trošak poreza na dobit Liburnia Riviera Hotela d.d., 2014.- 2019. godine	38
Tablica 9: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) kapitalnih ulaganja poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.	39
Tablica 10: Pregled kretanja povijesnih i projiciranih (E) slobodnih novčanih tokova (FCFF) poduzeća Liburnia Riviera Hoteli d.d.	41
Tablica 11: Beta koeficijent hotelijerstva	44
Tablica 12: Pregled varijabli potrebnih za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala	46
Tablica 13: Izračun sadašnje vrijednosti prve faze poslovanja Liburnia Riviera Hotela d.d.	47
Tablica 14: Izračun konačne vrijednosti poduzeća i vrijednosti dioničke glavnice Liburnia Riviera Hotela d.d.	49