

# Inicijalna javna ponuda dionica (IPO) društva SPAN d.d.

---

Ördög, Filip

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:631685>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-26**



Repository / Repozitorij:

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni diplomski studij Financijski menadžment

Filip Ördög

**Inicijalna javna ponuda dionica (IPO) društva SPAN d.d.**

Diplomski rad

Osijek, 2023.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku  
Ekonomski fakultet u Osijeku  
Sveučilišni diplomski studij Financijski menadžment

Filip Ördög

**Inicijalna javna ponuda dionica (IPO) društva SPAN d.d.**

Diplomski rad

**Kolegij: Korporativne financije**

JMBAG: 0242035210

e-mail: fordog@efos.hr

Mentor: izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

Komentor: dr. sc. Dražen Novaković

Osijek, 2023.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics and Business in Osijek  
Graduate Study Financial Management

Filip Ördög


**Initial Public Offering (IPO) of SPAN d. d.**

Graduate paper

Osijek, 2023

## IZJAVA

### O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. Izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta/studentice:** Filip Ördög

**JMBAG:** 0242035210

**OIB:** 26107914670

**e-mail za kontakt:** filipjosipovac5@gmail.com

**Naziv studija:** Sveučilišni diplomski studij Financijski menadžment

**Naslov rada:** Inicijalna javna ponuda dionica (IPO) društva SPAN d.d.

**Mentor/mentorica rada:** izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

**Komentor/komentorica rada:** dr. sc. Dražen Novaković

U Osijeku, 17. kolovoza 2023. godine

Potpis \_\_\_\_\_



## SAŽETAK

Inicijalnom javnom ponudom dionica (engl. *initial public offering* - IPO) društvo prvi puta izlazi na tržište kapitala što mu omogućava prikupljanje dioničkog kapitala od javnih investitora. Uspješno provedenim IPO-om, društvo SPAN d.d. je postalo prva hrvatska IT kompanija nakon 20 godina koja je izašla na Zagrebačku burzu. Rad nastoji odgovoriti na pitanja je li se poslovanje društva SPAN d.d. poboljšalo nakon provedbe IPO-a, kako se očituje uspješnost postupka te je li prikupljeni kapital korišten u skladu s postavljenim planom. U radu je analizirana uspješnost provedenog procesa IPO-a prikazivanjem samog puta kroz proces inicijalne ponude dionica, potražnje za dionicama te postignute cijene za ponuđene dionice. Također, analizirano je poslovanje društva prije i poslije IPO-a korištenjem horizontalne i vertikalne analize bilance i računa dobiti i gubitka te analize financijskih pokazatelja poslovanja neposredno prije i nakon provedenog procesa. U radu je analizirano i kretanje cijene dionica društva SPAN d.d. te tržišni rizik ulaganja u dionicu SPAN u razdoblju od 21 mjeseca počevši od dana uvrštenja na Službeno tržište Zagrebačke burze. Na kraju, uspoređeno je kretanje cijene dionica SPAN sa dionicama španjolskog EiDF te francuskog Omer-Decugis & Cie. Provedene analize upućuju da društvo nije u potpunosti iskoristilo prikupljeni kapital u 2021. i 2022. godini, štoviše većinu prikupljenog kapitala je i dalje držalo u novcu, dok je ostatak korišten u skladu s planom za rast na postojećim te širenje na nova tržišta pripajanjem i akvizicijama drugih društava. Također, financijski pokazatelji (ROA, ROE, neto profitna marža, itd.) su se znatno popravili nakon provedenog postupka IPO-a, dok je tržišna cijena dionice u promatranom razdoblju povećala vrijednost za više od 160 %.

**Ključne riječi:** IPO, SPAN d.d., horizontalna i vertikalna analiza, financijski pokazatelji, dionice

## **ABSTRACT**

Through the initial public offering (IPO), the company enters the capital market for the first time and can raise equity from public investors. With a successful IPO process, SPAN Inc. became the first Croatian IT company listed on the Zagreb Stock Exchange in 20 years. The aim of this study is to investigate whether the performance of SPAN Inc. has improved after the IPO, how the success of the process manifests itself and whether the raised capital was used according to the established plan. The study analyses the success of the IPO process by showing the journey itself through the IPO process, the demand for shares and the share prices achieved. It also examines the company's performance before and after the IPO through a horizontal and vertical analysis of the balance sheet and income statement, as well as an analysis of the financial indicators immediately before and after the process. The study also analyses the movement of the share price of SPAN Inc. and the market risk of investing in the share SPAN over a period of 21 months from the date of listing on the official market of the Zagreb Stock Exchange. Finally, a comparison is made between the movement of the share price of SPAN Inc. and the shares of the Spanish EiDF and the French Omer-Decugis & Cie. The analysis carried out show that the company did not fully utilise the capital raised in 2021 and 2022. Rather, a significant portion of the capital raised remained in cash, while the rest was used as planned for growth in existing markets and expansion into new markets through mergers and acquisitions of other companies. In addition, the financial indicators (ROA, ROE, net profit margin etc.) improved significantly after the IPO and the share price increased by more than 160 % in the observed period.

**Keywords:** IPO, SPAN Inc., horizontal and vertical analysis, financial indicators, stocks

# Sadržaj

<b>1. Uvod</b> .....	<b>1</b>
1.1. Predmet istraživanja .....	1
1.2. Sadržaj i struktura rada .....	1
1.3. Istraživačka pitanja .....	2
<b>2. Inicijalna javna ponuda dionica</b> .....	<b>3</b>
2.1. Pojam i ciljevi javne ponude dionica .....	3
2.2. Proces javne ponude dionica.....	4
2.3. Uređeno tržište .....	5
2.4. Prednosti i nedostaci javne ponude dionica .....	6
<b>3. Metodologija rada</b> .....	<b>8</b>
<b>4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja</b> .....	<b>9</b>
4.1. O društvu SPAN d.d. ....	9
4.2. Proces provedbe javne ponude dionica društva SPAN d.d.....	10
4.3. Usporedba poslovanja društva SPAN d.d. prije i poslije javne ponude dionica	12
4.3.1. Horizontalna i vertikalna analiza promatranog poduzeća .....	17
4.3.2. Analiza financijskih pokazatelja .....	27
4.4. Utjecaj IPO-a na poslovanje grupe SPAN.....	31
4.5. Analiza promjena cijene dionice društva SPAN d.d. na Zagrebačkoj burzi.....	34
4.6. Korelacija prinosa dionice SPAN i indeksa CROBEX.....	36
4.7. Usporedba kretanja cijene dionica društva SPAN d.d. i odabranih društava...	37
<b>5. Rasprava</b> .....	<b>41</b>
<b>6. Zaključak</b> .....	<b>44</b>
<b>Popis literature</b> .....	<b>46</b>
<b>Popis tablica</b> .....	<b>49</b>
<b>Popis slika</b> .....	<b>50</b>
<b>Popis grafikona</b> .....	<b>51</b>



# 1. Uvod

U ovom poglavlju su navedeni predmet i svrha istraživanja, sadržaj i struktura rada te istraživačka pitanja na koja rad daje odgovore.

## 1.1. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja ovog rada je inicijalna javna ponuda dionica društva SPAN d.d. koja je provedena u rujnu 2021. godine, te utjecaj javne ponude na poslovanje društva kao i uspješnost korištenja novog kapitala za financiranje planiranih investicijskih aktivnosti. Također, predmet istraživanja je i kretanje cijene dionica društva nakon javne ponude te uvrštenja na Službeno tržište Zagrebačke burze.

## 1.2. Sadržaj i struktura rada

Rad se sastoji od šest glavnih poglavlja. U prvom poglavlju je iznesen uvod u rad kroz predmet istraživanja, sadržaj i strukturu rada te istraživačka pitanja. U drugom poglavlju je predstavljena teorijska podloga inicijalne javne ponude dionica (engl. *initial public offering* - IPO) pri čemu je objašnjen pojam IPO-a, navedeni su ciljevi, prednosti i nedostaci te je objašnjen proces provedbe IPO-a. U trećem poglavlju objašnjena je metodologija rada te su navedene korištene istraživačke metode. Četvrto poglavlje predstavlja istraživanje i rezultate istraživanja rada gdje je opisano samo društvo SPAN d.d., analizirana je bilanca i račun dobiti i gubitka putem vertikalne i horizontalne analize te analize financijskih pokazatelja. Analiziran je i utjecaj IPO-a na razini SPAN Grupe, prikazana je analiza kretanja cijene dionica društva i postojanje korelacije između dionice i indeksa CROBEX te je dionica društva uspoređena s dionicama odabranih društava. Peto poglavlje donosi raspravu gdje su izneseni i interpretirani rezultati provedene analize dok šesto poglavlje predstavlja zaključak rada u kojem su uz autorovo mišljenje iznesene prepreke u provođenju istraživanja te preporuke za daljnja istraživanja.

### **1.3. Istraživačka pitanja**

U svrhu istraživanja utjecaja IPO-a na poslovanje društva postavljena su sljedeća istraživačka pitanja: Je li se poslovanje društva SPAN d.d. poboljšalo nakon provedbe inicijalne javne ponude dionica? Je li prikupljeni kapital korišten u skladu s postavljenim planom? Očituje li se uspješnost postupka kroz financijske pokazatelje i kroz tržišnu cijenu dionica?

Kako bi se navedeno postiglo, napravljena je analiza samog procesa provedbe IPO-a društva SPAN d.d., analiza poslovanja društva prije IPO-a te analiza promjena u poslovanju društva nakon IPO-a. Također je analizirano kretanje cijene dionica nakon uvrštavanja na Službeno tržište Zagrebačke burze.

## 2. Inicijalna javna ponuda dionica

U ovom poglavlju su navedeni i objašnjeni pojam i ciljevi javne ponude dionica, tko su sudionici javne ponude dionica, koja pitanja si društvo treba postaviti prije IPO-a, koje su prednosti i nedostaci tijekom i nakon samog procesa, kako teče sam proces te kako je uređeno tržište Zagrebačke burze.

### 2.1. Pojam i ciljevi javne ponude dionica

Inicijalna ponuda dionica ili IPO predstavlja postupak prve javne ponude dionica privatnog ili državnog poduzeća, odnosno primarnu emisiju dionica zainteresiranoj investicijskoj javnosti, a odluka o IPO-u predstavlja prekretnicu u poslovanju poduzeća te se ta odluka temelji na procjeni poslovanja, resursima društva te stupnju razvoja i viziji društva. IPO-om društvo može ponuditi već postojeće trezorske dionice zainteresiranim dionicima poput profesionalnih i malih ulagatelja, zaposlenika društva, strateških partnera i drugih (Zagrebačka burza, 2023a). Većina dioničkih društava prije nego se odluče na IPO, prikupljaju svoj dionički kapital od malog broja investitora, no ne postoji likvidno tržište gdje investitori mogu prodati svoje dionice. Ako postoji potreba i želja poduzeća za dodatnim dioničkim kapitalom, poduzeća se odlučuju za inicijalnu javnu ponudu dionica koja im omogućuje prodaju dionica velikom broju različitih investitora (Ibbotson i Ritter, 1995).

Neka od pitanja koja si društvo treba postaviti kako bi vidjelo je li spremno za IPO i izlazak na burzu su sljedeća (Zagrebačka burza, 2023a: n.p.):

- *„Je li je društvo dioničko društvo ili će to uskoro postati?”*
- *Jesu li sadašnji vlasnici spremni prodati vlasnički udio u društvu?*
- *Je li društvo spremno prihvatiti visoke standarde korporativnog upravljanja?*
- *Je li društvo spremno prihvatiti transparentnost poslovanja i izvještavanja?*
- *Je li menadžment društva spreman uložiti dovoljno vremena u komunikaciju s investicijskom javnošću, ulagateljima, sudjelovati u prezentiranju financijskih pokazatelja poslovanja?“*

Također, poduzeća si trebaju postaviti i pitanja poput je li poduzeće lider u rastućim i profitabilnim tržišnim segmentima, ima li poduzeće održive stope rasta i sposobnost opstanka

na konkurentnom tržištu, je li poduzeću potreban dodatni dionički kapital i susreće li se poduzeće s ograničenim opcijama u financiranju održivog razvoja i poslovanja (Trust Capital Group, 2011b).

Ukoliko su odgovori na navedena pitanja potvrdni, društvo posjeduje preduvjete za potencijalnu javnu ponudu dionica, no ukoliko su odgovori negativni i društvo nije spremno ispuniti i prihvatiti navedene uvjete i standarde, društvu se ne preporučuje da započinje proces IPO-a.

Nadalje, kao glavni cilj IPO-a se svakako ističe prikupljanje dodatnog kapitala koji pruža mogućnosti za ostvarivanje brojnih drugih ciljeva, poput financiranja rasta i razvoja poduzeća, otplate postojećih dugova, modernizacije dugotrajne imovine ili pak financiranja investicija u kapitalne projekte. Također, cilj za postojeće vlasnike poduzeća može biti stvaranje likvidnosti dionice poduzeća, što pruža mogućnost brze prodaje dionica uz minimalne troškove. Stoga, postojeći vlasnici mogu svoje udjele prodati već tijekom IPO-a ili kada poduzeće bude kotiralo na burzi.

## **2.2. Proces javne ponude dionica**

Proces javne ponude dionica zahtjeva prethodni postupak pripreme, promocije te izrade prospekta kako bi se javna ponuda dionica uspješno provela. Prije nego vlasnici društva donesu odluku o inicijalnoj javnoj ponudi, uobičajeno je da se posavjetuju sa pokroviteljem uvrštenja kako bi se odredilo koliko kapitala se želi prikupiti, kakva vlasnička struktura se očekuje, što će se financirati prikupljenim sredstvima te žele li postojeći vlasnici uz prodaju svojih dionica putem IPO-a izdati i nove dionice. Osim savjetovanja sa pokroviteljem uvrštenja, utvrđuje se i način određivanja cijene pri IPO-u, koja može biti početna, fiksna ili raspon cijene. Pokrovitelji uvrštenja zatim analiziraju društvo te pripremaju menadžment društva za primjenu najboljih praksi u korporativnom upravljanju. Nakon toga pristupa se izradi prospekta. Prospekt je dokument u kojem su sadržane sve informacije o društvu potrebne ulagatelju za procjenu rizika i donošenje odluke o ulaganju, poput imovine društva, dugova društva, dobiti i gubitaka, financijskog položaja društva, razvojnih mogućnosti društva te koja prava ulagatelj ima kupnjom financijskog instrumenta, odnosno dionice. Kada društvo izdaje nove dionice javnom ponudom, dužno je izraditi prospekt te ga javno objaviti (Zagrebačka burza, 2023a). Napokon, prospekt mora odobriti Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), koja prema

Zakonu o tržištu kapitala, na svojim internetskim stranicama objavljuje popis svih odobrenih prospekata (Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2023). Nakon odobrenog prospekta od strane HANFA-e slijedi postupak promocije, gdje se društvo predstavlja potencijalnim ulagateljima putem prezentacija ili individualnih sastanaka prilikom kojih se predstavlja strategija društva, konkurencija, kvaliteta upravljanja i menadžmenta, financijski pokazatelji te slični parametri. Također, često se tijekom postupka promocije u medijima objavljuje javni poziv ili sažetak iz prospekta s najvažnijim informacijama vezanim za IPO društva kao što su broj ponuđenih dionica, cijena ili raspon cijene dionice te rok javne ponude (Zagrebačka burza, 2023a). Nakon završetka promocije i prikupljanja informacija o zainteresiranosti tržišta za upisom dionica, pristupa se određivanju konačne cijene ponude, zatim se nakon kompletiranja postupka javne ponude dionica i upisa prodanih dionica, dionice uvrštavaju na burzu (Rončević i dr., 2021).

### **2.3. Uređeno tržište**

Prema Zagrebačkoj burzi uređeno tržište predstavlja mjesto trgovanja kojim upravlja Zagrebačka burza i na kojem se odvija trgovanje uvrštenim vrijednosnim papirima, a segmenti od kojih se sastoji uređeno tržište su:

- Vodeće tržište
- Službeno tržište
- Redovito tržište.

Prema potrebnim zahtjevima koji se stavljaju pred izdavatelja, posebice zahtjeva o transparentnosti, vodeće tržište predstavlja najzahtjevniji tržišni segment, zatim slijedi službeno tržište koje također postavlja dodatne obveze pred izdavatelja, dok redovito tržište predstavlja tržišni segment koji izdavatelja obvezuje na dostavu samo najosnovnijih informacija propisanih Zakonom o tržištu kapitala (Zagrebačka burza, 2023f).

Nadalje, na uređenom tržištu potrebno je udovoljiti zahtjevima transparentnosti koji obuhvaćaju objavu i dostavu svih važnih dokumenata i informacija o izdavatelju te vrijednosnim papirima koji mogu utjecati na instrumente kojima se trguje. Uz navedeno, uvrštavanje na uređeno tržište zahtjeva i objavu prospekta za uvrštenje koji je prethodno odobrio regulator, odnosno Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (Divjak i dr., 2020).

Dodatni uvjeti koje moraju zadovoljiti izdavatelji vrijednosnih papira između navedenih tržišnih segmenata razlikuju se prema broju kriterija, ali i prema zahtjevnosti pojedinih kriterija. Uvjeti za uvrštenje na redovito tržište zahtijevaju da javnosti bude distribuirano najmanje 15 % dionica, za uvrštenje na službeno tržište javnosti mora biti distribuirano najmanje 25 % dionica uz minimalno 30 dioničara ili manji postotak ako je najmanje 10 % dionica distribuirano na najmanje 50 dioničara, dok za uvrštavanje na vodeće tržište javnosti mora biti distribuirano najmanje 35 % dionica uz najmanje 1000 dioničara. Za uvrštavanje na vodeće tržište tržišna kapitalizacija mora biti najmanje 65.000.000,00 EUR, dok za uvrštavanje na službeno tržište tržišna kapitalizacija je najmanje 1.000.000,00 EUR. Uz navedeno, za uvrštavanje na vodeće tržište, izdavatelj je dužan usvojiti i objavljivati politiku dividende, izdavatelj mora imati sklopljen ugovor s najmanje jednim održavateljem tržišta, nadzorni i revizijski odbori moraju imati najmanje jednog neovisnog člana, revizorsko izvješće ne smije sadržavati modifikacije revizorova mišljenja i drugo (Zagrebačka burza, 2023c, 2023d i 2023e).

#### **2.4. Prednosti i nedostaci javne ponude dionica**

Kada je poduzeće uvršteno na burzu i dionicama društva se javno trguje, društvo detaljno izvještava javnost o poslovanju, što čini investitore sklonijima ulaganju u takva društva. Također, prednost kotiranog društva na burzi su i jeftiniji troškovi zaduživanja, bilo putem izdavanja dužničkih vrijednosnih papira ili putem bankovnih zajmova, što vodi i do lakšeg financiranja poslovanja i rasta poduzeća. Ostale prednosti IPO-a i uvrštavanja na uređeno tržište su širenje kruga investitora, veća vidljivost i poboljšanje imidža poduzeća, razdvajanje vlasničke i upravljačke strukture, kvalitetniji menadžment i zaposlenici, visoki stupanj korporativne komunikacije, prikupljanje novog kapitala i povećanje kapitala kroz emitiranje novih dionica (Zagrebačka burza, 2023a i 2023b). Također, IPO-om se dionice nude velikom broju malih i profesionalnih ulagatelja, institucionalnim ulagateljima, te radnicima ili pak strateškim partnerima da postanu dioničari društva. Tako veliki broj različitih potencijalnih ulagatelja omogućava postojećim vlasnicima postizanje maksimalne procijenjene vrijednosti poslovanja u trenutcima IPO-a te nakon procesa. Osim za samo društvo, IPO može imati prednosti i za partnere, dobavljače i klijente društva jer im IPO pruža povjerenje u financijsku stabilnost i organizacijske sposobnosti društva u odnosu na poduzeća kojima se ne trguje javno, a dodatnu sigurnost partneri društva mogu pronaći u činjenici da su društva dužna proći kroz

revizijske, pravne i poslovne elemente dubinske analize (engl. *due diligence*) kako bi uspješno proveli IPO (Trust Capital Group, 2011a).

Uz postojeće benefite IPO-a, postoje i određeni nedostaci, poput toga da je sam postupak IPO-a skup te postoje pravni, računovodstveni i marketinški troškovi vezani uz obvezno izvještavanje poduzeća čijim se dionicama javno trguje te troškovi vezani uz kotiranje dionica na tržištu kapitala, pri čemu navedeni troškovi nisu direktno povezani s poslovanjem. Nadalje, iako postoji razdvajanje vlasničke i upravljačke strukture, promjene cijena dionica mogu predstavljati distrakciju za menadžment, pogotovo ako su njihove kompenzacije povezane s uspješnosti kretanja cijena dionica, a ne s pravim financijskim rezultatom. Također, zbog obveze redovitog izvještavanja i objavljivanja poslovnih informacija, poduzeće može biti primorano objaviti određene informacije i poslovne metode koje mogu pomoći konkurenciji. Osim novčanih troškova, proces pripreme za IPO te sam postupak oduzimaju vrijeme menadžmentu društva te proces može biti izuzetno iscrpan (Fernando, 2023). Na kraju, postoji mogućnost da će novi dioničari vršiti pritisak na što bolje kratkoročne rezultate koji će povećati cijenu dionica, a zanemarivati dugoročnu strategiju koja može biti u suprotnosti sa njihovim kratkoročnim željama.

### 3. Metodologija rada

Društvo SPAN d.d. je u rujnu 2021. godine završilo postupak inicijalne ponude dionica te je uvršteno na Službeno tržište Zagrebačke burze. U svrhu analize utjecaja IPO-a na poslovanje društva te određivanja svrhe trošenja prikupljenih sredstava, analizirano je razdoblje od 2020. do 2022. godine, odnosno neposredno prije i poslije IPO-a. Također, promatrano razdoblje u analizi odnosi se na vrijeme prije uvođenja eura kao službene valute Republike Hrvatske te su iznosi iskazani u kunama, a radi primjerenijeg prikazivanja velikih iznosa, iznosi u tablicama su izraženi u tisućama kuna.

Prilikom prikazivanja promjena cijene dionice društva na Zagrebačkoj burzi, uzeto je razdoblje od uvrštenja na Zagrebačku burzu (engl. *Zagreb Stock Exchange - ZSE*) do 23. lipnja 2023. godine te su radi potreba izračuna cijene dionica u 2023. godini konvertirane iz eura u kunu. S druge strane, prilikom usporedbe kretanja cijena dionica odabranih kompanija koje su uz SPAN d.d. dobili nagradu *Rising Star*, uzeto je razdoblje od uvrštenja dionice promatranog društva na burzu do 23. lipnja 2023. ili u slučaju kompanije EiDF do datuma suspenzije trgovanja dionice.

Prilikom prikaza procesa javne ponude te samog tijeka istog procesa kod društva SPAN d.d. korištena je metoda deskripcije. Prilikom horizontalne i vertikalne analize te prikaza financijskih pokazatelja promatranog društva korištena je metoda analize gdje je na temelju promjena i udjela u strukturi pojedinih stavaka donesen zaključak o ukupnom poslovanju, odnosno na temelju pojedinih pokazatelja donesen je zaključak o pripadajućoj grupi pokazatelja. Korištena je i metoda klasifikacije prilikom razdvajanja pokazatelja na pokazatelje likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti i profitabilnosti. Također je ista metoda korištena prilikom raščlanjivanja poslovnih segmenata društva te tržišta na kojima društvo posluje. Nadalje, prilikom usporedbe kretanja cijena dionica i pokazatelja uspješnosti poslovanja te tržišnog rizika promatranih dionica, korištena je komparativna metoda te je ista metoda korištena prilikom prikaza prihoda segmenata poslovne aktivnosti tijekom promatranog razdoblja. Na kraju, korištene su i metode deskriptivne statistike u svrhu analize podataka o kretanju dionica sa Zagrebačke burze, burze Euronext Paris i servisa Yahoo! Finance, te pri izračunavanju prosječnih prinosa i odstupanja.



## **4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja**

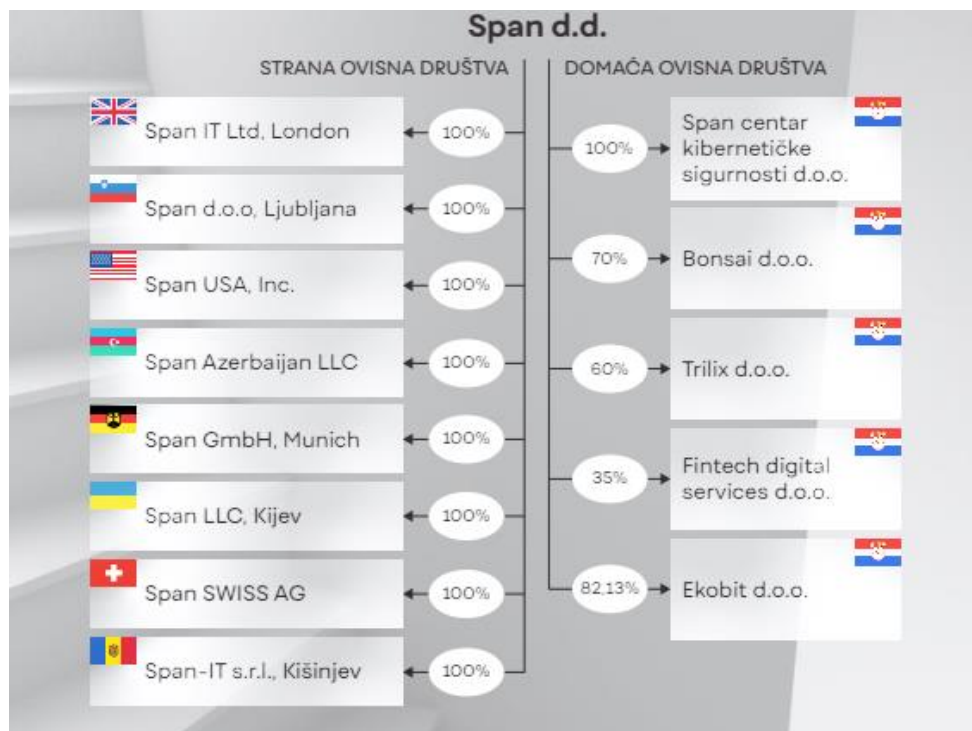
U ovom poglavlju je prikazana struktura i poslovanje društva SPAN d.d., tijekom procesa inicijalne javne ponude dionica društva, usporedba ukupnih prihoda i strukture prihoda društva prije i poslije IPO-a te je napravljena horizontalna i vertikalna analiza financijskih izvješća, analizirani su financijski pokazatelji, prikazano je stanje na razini SPAN Grupe te je analizirano kretanje cijene dionica društva uz usporedbu s dionicama odabranih europskih društava.

### **4.1. O društvu SPAN d.d.**

Društvo SPAN je dioničko društvo za projektiranje informacijskih sustava, sjedište društva je u Zagrebu, a samo društvo je osnovano 1993. godine te je 2019. godine preoblikovano iz društva s ograničenom odgovornošću u dioničko društvo. Glavne djelatnosti društva su pružanje usluga upravljanja softverskom imovinom, licenciranje, infrastrukturne usluge projektiranja te održavanja informacijskih sustava te cloud poslovanja i informacijske sigurnosti, usluge upravljanja IT servisima, servisima tehničke podrške te usluge razvoja softvera i poslovnih rješenja. Osim na tržištu Republike Hrvatske, društvo posluje i na tržištima Europske unije, država članica EFTA-e te Azerbajdžana i Ukrajine (SPAN, 2021c).

Nadalje, misija društva je stvarati IT rješenja koja unapređuju poslovanje, dok je vizija društva s korisnicima stvarati digitalnu budućnost. Također, partneri društva su vodeći proizvođači softvera poput Microsofta, Oraclea, Dynatracea i Hewlett Packard Enterprisea (SPAN, 2023b).

Nadalje, SPAN Grupu, čiji je sastav u 2022. godini vidljiv na sljedećoj slici (Slika 1.), čine matično društvo SPAN d.d. i njegova povezana društva.



Slika 1. Organizacija društva SPAN i ovisnih društava u 2022. godini

Izvor: SPAN (2023a: n.p.)

Slika 1. prikazuje kako je društvo SPAN imalo poslovne udjele u pet domaćih društava te sedam stranih društava iz Ujedinjenog Kraljevstva, Slovenije, Sjedinjenih Američkih Država, Azerbajdžana, Njemačke, Ukrajine, Švicarske i Moldavije pri čemu SPAN d.d. u stranim društvima ima stopostotne poslovne udjele, dok se u domaćim društvima udjeli kreću od 35 % do 100 %. Također, u 2023. godini grupa se povećala za još jedno društvo jer je SPAN preuzeo društvo GT Tarkvara iz Estonije kupnjom 100 % udjela u društvu (SPAN, 2023c).

#### 4.2. Proces provedbe javne ponude dionica društva SPAN d.d.

Prema prospektu u vezi s javnom ponudom i uvrštenjem dionica na uređeno tržište društva SPAN d.d. (2021c), glavna skupština društva je 24. svibnja 2021. godine donijela Odluku o uvrštenju dionica na Uređeno tržište Zagrebačke burze, dok je tri dana nakon toga donijela Odluku o prodaji vlastitih dionica javnom ponudom i uvrštavanju dionica na Službeno tržište Zagrebačke burze.

Odobrenjem prospekta od strane Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga u srpnju 2021. godine, društvo SPAN d.d. je postala prva tehnološka tvrtka koja je izašla na Zagrebačku burzu

nakon 18 godina, kada su 2003. godine na Zagrebačku burzu izlistane dionice Ericssona Nikole Tesle (Hrportfolio, 2021). Društvo SPAN d.d. je pri procesu IPO-a za agenta ponude i uvrštenja angažiralo Zagrebačku banku d.d., a predmet uvrštenja na Službeno tržište Zagrebačke burze je bilo ukupno 1.960.000 redovnih dionica nominalne vrijednosti jedne dionice u iznosu 10 kuna. S druge strane, predmet javne ponude koja je odobrena od strane HANFA-a je bilo 578.200 ponuđenih dionica ukupnog nominalnog iznosa 5.782.000 kuna što čini 29,50 % ukupnih dionica te su ponuđene dionice izdane u nematerijaliziranom obliku na računu vrijednosnih papira u računalnom sustavu SKDD-a, s oznakom SPAN-R-A (SPAN, 2021c).

Nakon odobrenog prospekta i promocije, 2. rujna je uslijedio javni poziv na podnošenje izjava o prihvatu ponude na kupnju dionica društva SPAN d.d. u kojem je obznanjen raspon cijene ponuđenih dionica od 160,00 do 175,00 kuna. Također, navedeno je kako će se ponuđene dionice nuditi na prodaju u dva kruga koja će započeti, trajati i završiti u isto vrijeme. U prvom krugu dionice su bile ponuđene isključivo fizičkim osobama i to zaposlenicima društava SPAN d.d., Bonsai d.o.o. te INFOCUMULUS d.o.o. S druge strane, u drugom krugu su ponuđene dionice svim ostalim ulagateljima, odnosno fizičkim i pravnim osobama. Nadalje, prvi i drugi krug su trajali od 6. rujna do 10. rujna 2021. godine. U prvom krugu je zaposlenicima omogućeno pravo na kupnju do najviše 49.000 ponuđenih dionica pri čemu je svaki radnik mogao kupiti najviše 1.500 dionica, dok je u drugom krugu kvalificiranim ulagateljima i malim ulagateljima omogućeno pravo na kupnju do ukupno 529.200 ponuđenih dionica te preostale dionice iz prvog kruga ukoliko se ne bi prodale zaposlenicima. Također, za slučaj veće potražnje za ponuđenim dionicama donesena su pravila alokacije za koja je određeno da će se primjenjivati u slučaju prihvata ponuda za više od 578.200 dionica, a interes za kupnjom ponuđenih dionica se iskazivao pisanom izjavom o prihvatu ponude (SPAN, 2021a). Prema donesenim pravilima, alokacija se vršila prema načelima cjenovnog i vremenskog prioriteta, odnosno prednost se davala ulagateljima koju su ponudili više cijene po ponuđenoj dionici te koji su svoje ponude dali ranije. Zatim, vodilo se načelom dugoročnog ulaganja, odnosno prednost se davala ulagateljima s kojima se mogla dogovoriti najpovoljnija dugoročna struktura dioničara. Sljedeće načelo kojima se društvo vodilo pri pravilima alokacije je načelo aktivnosti ulagatelja, što znači da se prednost davala ulagateljima koji su aktivno sudjelovali tijekom promocije javne ponude (SPAN, 2021b).

Nakon završetka javne ponude, 21. rujna 2021. godine SPAN d.d. je objavio kako je prodao svih 578.200 ponuđenih dionica po maksimalnoj cijeni u ponuđenom rasponu od 160 do 175 kuna. Društvo je dobilo preko 1.000 novih dioničara te je prikupljeno 101.185.000,00 kuna.

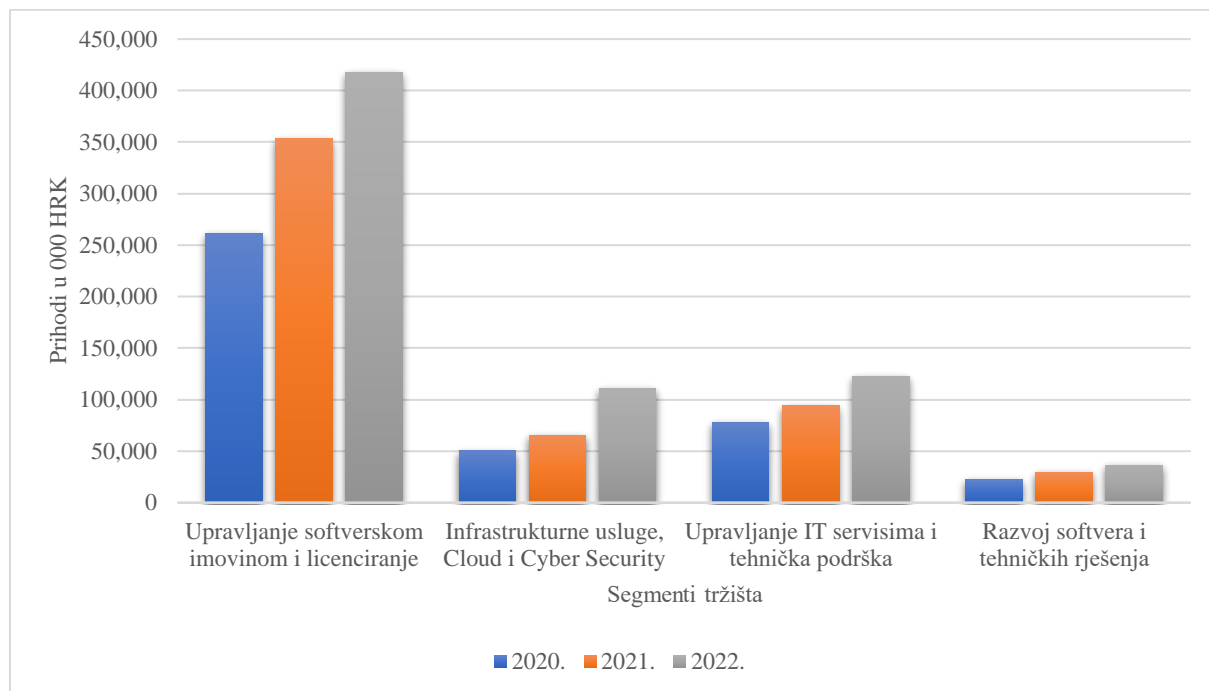
Interes je bio značajno veći od ponuđenog broja dionica, pri čemu je za minimalnu cijenu od 165 kuna u postavljenom rasponu pokazan interes za kupnju 1.036.166 dionica, dok je pri maksimalnoj cijeni od 175 kuna bio interes za kupnju 809.644 dionica. Nadalje, zaposlenici su kupili svih 49.000 ponuđenih dionica u prvom krugu te je 242 zaposlenika ušlo u vlasničku strukturu društva. Također, u vlasničku strukturu je ušao i 871 mali ulagatelj, a u javnoj ponudi je sudjelovalo i 39 kvalificiranih ulagatelja. Na kraju, zbog znatno veće potražnje od ponuđenog broja dionica, primijenjena su navedena pravila alokacije te su u strukturi prodanih dionica kvalificirani ulagači činili 55,9 % ponuđenih dionica, mali ulagači 35,6 % ponuđenih dionica, a zaposlenici 8,5 % ponuđenih dionica. Nakon objavljenih rezultata potpisan je i Ugovor o uvrštenju svih dionica SPAN d.d. na Službeno tržište Zagrebačke burze te je službeno trgovanje dionicama društva SPAN d.d. započelo 23. rujna 2021. godine (SPAN, 2021d). Već nakon nepunih šest mjeseci od IPO-a, točnije od 21. ožujka 2022. godine dionica SPAN uvrštena je u sastav indeksa CROBEX i CROBEXtr (SPAN, 2023a).

#### **4.3. Usporedba poslovanja društva SPAN d.d. prije i poslije javne ponude dionica**

Poslovni model društva SPAN d.d. uključuje pružanje potpune usluge uz mogućnost prilagodbe poslovnim željama i potrebama klijenata, a svoje poslovne prihode društvo ostvaruje u četiri segmenta poslovanja (SPAN, 2023a):

- Upravljanje softverskom imovinom i licenciranje – ovaj segment predstavlja prvi korak u poslovnom odnosu s klijentom te uključuje prihode od prodaje programskih licenci, pomoć oko odabira najpogodnijih programskih licenci za poslovanje klijenta te brigu oko pravovremene obnove kupljenih licenci;
- Infrastrukturne usluge, Cloud i Cyber Security – u ovaj segment spadaju prihodi od usluga projektiranja i razvoja informacijskih sustava prema potrebama klijenta, posebice vezanih uz kibernetičku sigurnost i sigurnost poslovanja u oblaku (*cloud* i *cyber security*) te brigu o sigurnosti IT sustava klijenta;
- Upravljanje serverima i tehnička podrška – ovaj segment uključuje prihode od usluga kontinuiranog nadzora i upravljanja IT okruženjem klijenta;
- Razvoj softvera i poslovnih rješenja – u ovaj segment spadaju prihodi od razvoja vlastitih IT rješenja i platformi te razvoja softverskih rješenja i proizvoda.

Narednim grafikonom je prikazano kretanje prihoda segmenata poslovanja u razdoblju od 2020. do 2022. godine.

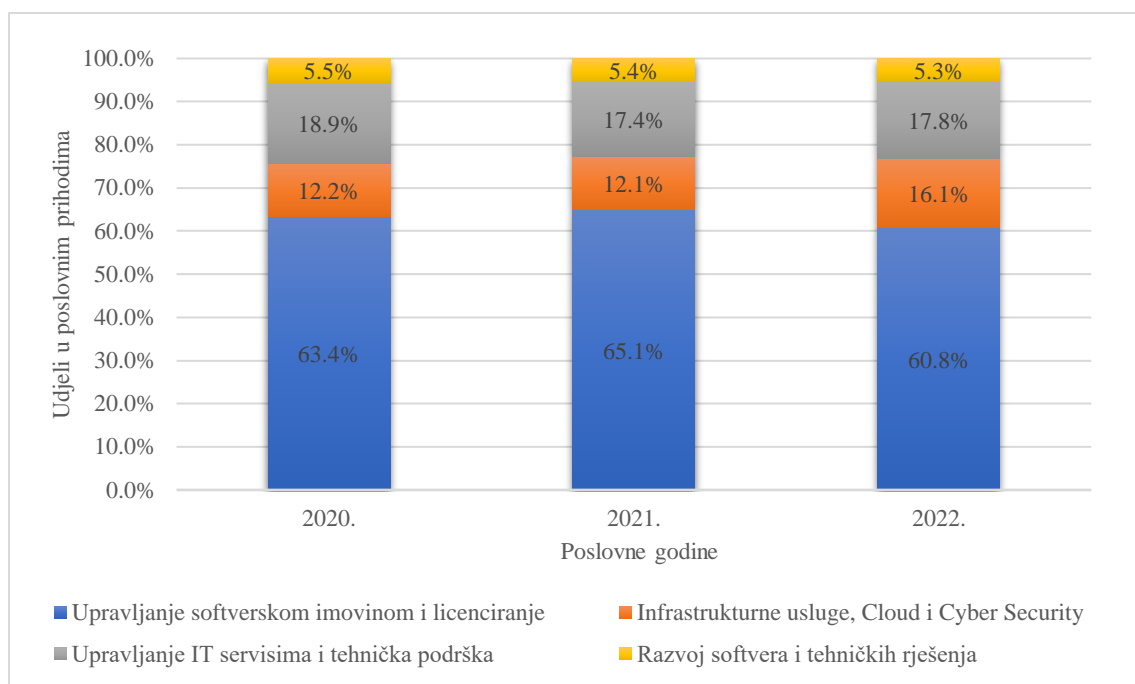


Grafikon 1. Kretanje prihoda poslovnih segmenata društva SPAN d.d. u razdoblju od 2020. do 2022. godine

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a) i SPAN (2023a)

Grafikon 1. prikazuje kako je trend rasta prihoda tijekom promatranog razdoblja prisutan u sva četiri segmenta poslovanja. Prihodi od upravljanja softverskom imovinom i licenciranja su u 2021. godini narasli za 35 % u odnosu na 2020. godinu, da bi u 2022. godini nastavili trend i rasli za 18 %. Segment infrastrukturnih usluga, Cloud i Cyber Security-a je u 2021. godini rastao za 31 % u odnosu na prethodnu godinu, dok je rast u 2022. godini iznosio čak 69 %. Sličan trend je prisutan i u segmentu upravljanja IT servisima i tehničkoj podršci, koji je 2021. godine rastao za 21 %, a rast u 2022. godini je iznosio 30 %. Na kraju, segment koji je ostvarivao najmanje prihoda je također rastao, pri čemu su prihodi od razvoja softvera i tehničkih rješenja u 2021. godini narasli za 29 % u odnosu na 2020. godinu, dok je rast prihoda promatranog segmenta u 2022. godini u odnosu na 2021. godinu iznosio 25 % .

S druge strane, Grafikonom 2. je prikazan udio pojedinog segmenta poslovanja u poslovnim prihodima u 2020., 2021. te 2022. godini.



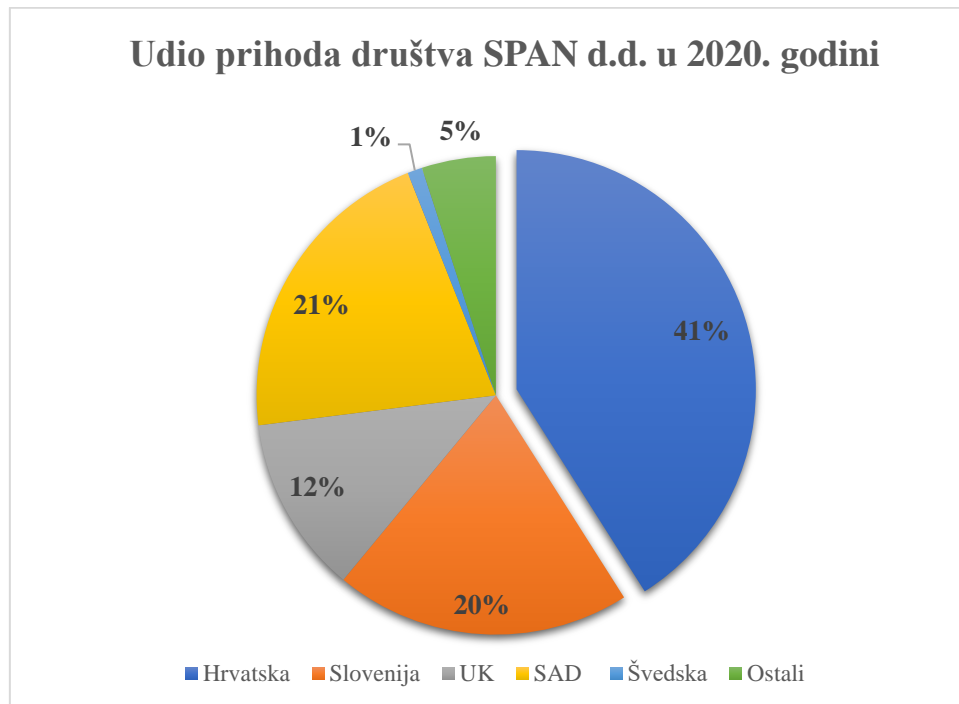
Grafikon 2. Udio pojedinog segmenta poslovanja u poslovnim prihodima društva SPAN d.d. u razdoblju od 2020. do 2022. godine

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a) i SPAN (2023a)

Iako su prihodi u sva četiri segmenta poslovanja rasli tijekom promatranog razdoblja, takav trend nije utjecao na raspored po veličini udjela poslovnih segmenata u poslovnim prihodima. Najviše prihoda društvo je ostvarilo od upravljanja softverskom imovinom i licenciranja, zatim od upravljanja IT servisima i tehničke podrške, na trećem mjestu su prihodi od infrastrukturnih usluga, *Cloud* i *Cyber Security*-a, dok je najmanje prihoda društvo ostvarilo u segmentu razvoja softvera i tehničkih rješenja. Nadalje, vidljivo je kako je udio prihoda segmenta upravljanja softverskom imovinom u poslovnim prihodima narastao u 2021. godini u odnosu na 2020. godinu za 1,7 %, da bi se u 2022. godini udio smanjio za 4,3 % te iznosio 60,1 % poslovnih prihoda u navedenoj godini. U 2020. godini, odnosno godini prije javne ponude dionica društva, segmenti razvoja softvera i tehničkih rješenja te upravljanje IT servisima i tehnička podrška su imali neznatno veće udjele u poslovnim prihodima u odnosu na ostale godine u promatranom razdoblju. S druge strane, udio prihoda segmenta infrastrukturnih usluga, *Cloud* i *Cyber Security*-a je bio veći gotovo 4 postotna boda nego u prethodne dvije godine, što je gotovo jednako padu udjela segmenta upravljanja softverskom imovinom i licenciranja u odnosu na 2021. godinu.

Nadalje, društvo je u promatranom razdoblju svoje prihode ostvarivalo na geografski različitim tržištima, a prihod na geografskom tržištu je određen zemljom, odnosno tržištem gdje je roba

ili usluga fakturirana. Raspored udjela prihoda na pojedinim tržištima se mijenjao tijekom promatranog razdoblja, što je vidljivo na sljedećim grafikonima.

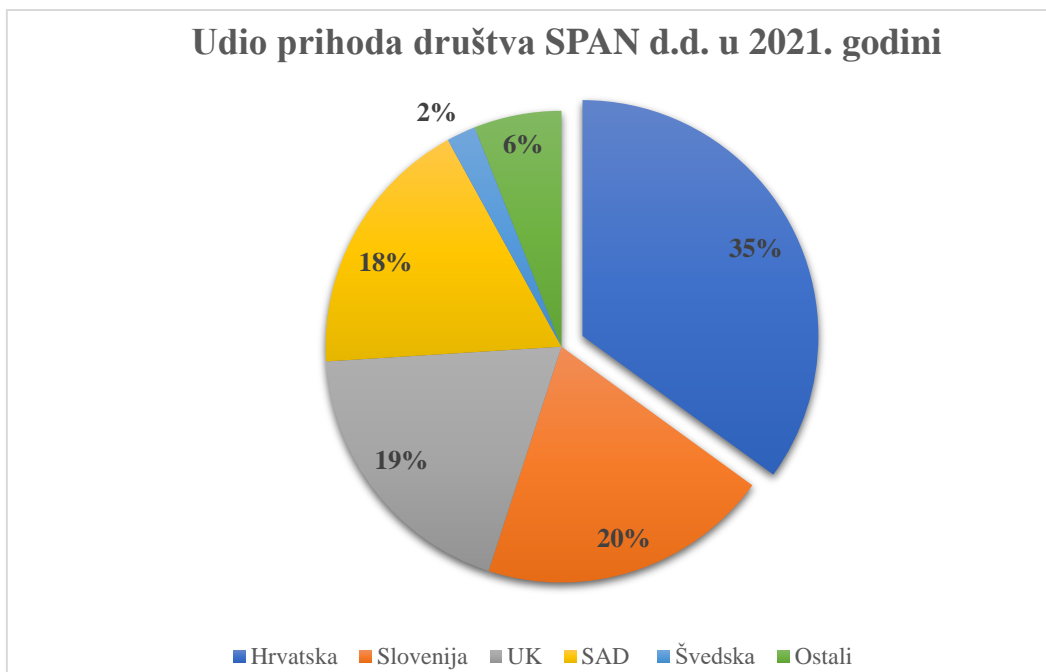


Grafikon 3. Prihodi po geografskim tržištima društva SPAN d.d. u 2020. godini

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a)

U 2020. godini društvo SPAN d.d. 41 % prihoda ostvarilo je na domaćem tržištu, dok je 59 % ostvarilo u inozemstvu, pri čemu je 21 % prihoda ostvarilo na američkom tržištu, 20 % na slovenskom tržištu te 12 % na tržištu Ujedinjenog Kraljevstva.

U godini kada se dogodila javna ponuda dionica, udjeli prihoda po geografskim tržištima su imali različit raspored nego u 2020. godini, što je prikazano Grafikonom 4.



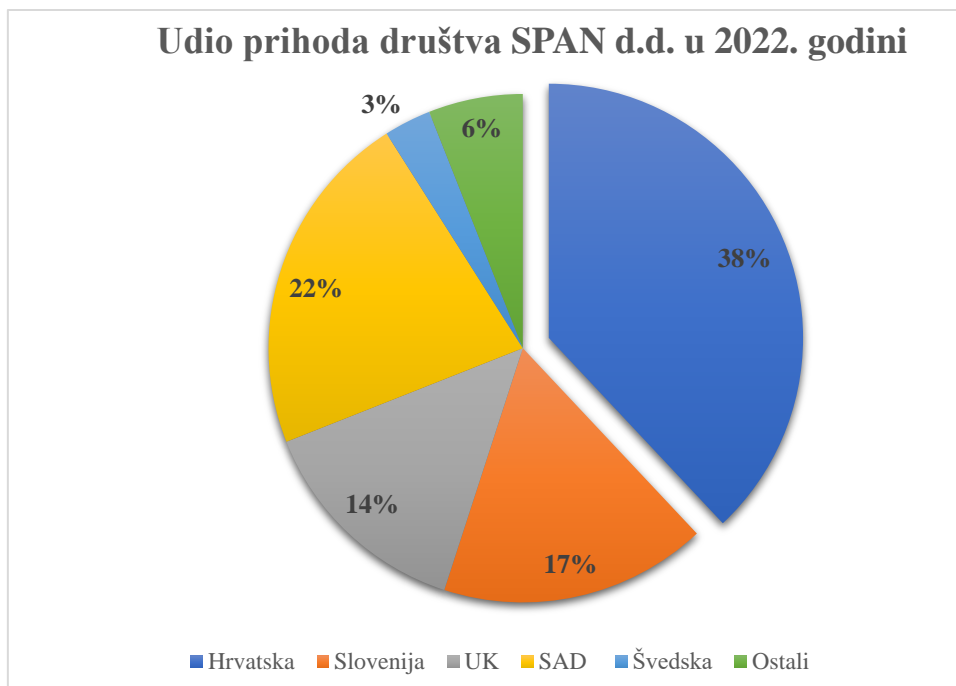
Grafikon 4. Prihodi po geografskim tržištima društva SPAN d.d. u 2021. godini

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a)

U 2021. godini prihodi na hrvatskom tržištu su iznosili 35 %, dok je udio prihoda na inozemnim tržištima narastao na 65 %. Pri tome je najveći udio prihoda na inozemnim tržištima ostvaren na slovenskom tržištu te je iznosio 20 % kao i prethodne godine, zatim na tržištu Ujedinjenog Kraljevstva gdje je ostvareno 19 % ukupnih prihoda, dok je američko tržište u 2021. godini bilo na trećem mjestu inozemnih tržišta s 18 % prihoda.

Raspored udjela prihoda na geografskim tržištima se u narednoj godini ponovno mijenjao te je prikazan Grafikonom 5.





Grafikon 5. Prihodi po geografskim tržištima društva SPAN d.d. u 2022. godini

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2023a)

U prvoj cijeloj godini nakon javne ponude dionica, udio prihoda na domaćem tržištu je narastao sa 35 % u 2021. godini na 38 % u 2022. godini, dok je na inozemnim tržištima ostvareno ostalih 62 % prihoda. Kao i 2020. godine, ponovno je najviše prihoda u inozemstvu ostvareno na američkom tržištu te su oni iznosili 22 % ukupnih prihoda, na slovenskom tržištu je ostvareno 17 %, dok je na tržištu Ujedinjenog Kraljevstva ostvareno 14 % prihoda, što je pad udjela u ukupnim prihodima za slovensko tržište te tržište Ujedinjenog kraljevstva u odnosu na prethodnu godinu.

#### 4.3.1. Horizontalna i vertikalna analiza promatranog poduzeća

SPAN d.d. je javnom ponudom dionica prikupio 101.185.000,00 kuna. Kako bi se odredila svrha korištenja prikupljenog kapitala, u nastavku je izvršena horizontalna i vertikalna analiza bilance i računa dobiti i gubitka društva u razdoblju od 2020. do 2022. godine.

Tablicom 1. prikazana je horizontalna analiza aktive poduzeća SPAN d.d. u promatranom razdoblju.

Tablica 1. Horizontalna analiza aktive društva SPAN d.d.

	31.12.2020.	31.12.2021.		31.12.2022.	
	000 HRK	000 HRK	Δ%	000 HRK	Δ%
<b>IMOVINA</b>					
<b>Dugotrajna imovina</b>					
Goodwill	10.781	10.781	<b>0,00 %</b>	17.485	<b>62,18 %</b>
Ostala nematerijalna imovina	8.514	7.706	<b>-9,49 %</b>	10.808	<b>40,25 %</b>
Nekretnine, postrojenja i oprema	31.156	39.666	<b>27,31 %</b>	41.607	<b>4,89 %</b>
Imovina s pravom upotrebe	10.126	13.456	<b>32,89 %</b>	11.369	<b>-15,51 %</b>
Ulaganja u financijsku imovinu	428	356	<b>-16,82 %</b>	1.393	<b>291,29 %</b>
Ulaganja u ovisna društva	26.986	27.769	<b>2,90 %</b>	47.099	<b>69,61 %</b>
Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela	0	0		2.007	
Dugotrajna potraživanja od kupaca	14	4	<b>-71,43 %</b>	4	<b>0,00 %</b>
Odgođena porezna imovina	7.902	6.952	<b>-12,02 %</b>	10.103	<b>45,33 %</b>
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>95.907</b>	<b>106.690</b>	<b>11,24 %</b>	<b>141.875</b>	<b>32,98 %</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>					
Zalihe	127	1.972	<b>1452 %</b>	3.658	<b>85,50 %</b>
Ulaganja u financijsku imovinu	0	0		533	
Potraživanja od kupaca i druga potraživanja	92.442	82.322	<b>-10,95 %</b>	96.959	<b>17,78 %</b>
Novac u banci i blagajni	16.032	126.920	<b>691,7 %</b>	107.083	<b>-15,63 %</b>
<b>Ukupno kratkotrajna imovina</b>	<b>108.601</b>	<b>211.214</b>	<b>94,49 %</b>	<b>208.233</b>	<b>-1,41 %</b>
<b>Ukupno imovina</b>	<b>204.508</b>	<b>317.904</b>	<b>55,45 %</b>	<b>350.108</b>	<b>10,13 %</b>

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a) i SPAN (2023a)

Tablicom 1. je vidljivo kako je ukupna aktiva poduzeća u 2021. godini porasla za 55,45 %, odnosno za preko 113 milijuna kuna u odnosu na 2020. godinu, a takav porast aktive odgovara rezultatima javne ponude dionica. U 2021. godini došlo je do porasta stavki nekretnine, postrojenja i oprema u dugotrajnoj imovini za 27,31 % te imovine s pravom upotrebe za 32,89

%, dok je u apsolutnim iznosima taj porast iznosio nešto više od 11,8 milijuna kuna. S druge strane, stavke dugotrajne imovine, poput ostale nematerijalne imovine, ulaganja u financijsku imovinu te odgođene porezne imovine, doživjele su smanjenje vrijednosti, no smanjenje navedenih stavki u apsolutnim iznosima nije značajnije utjecalo na dugotrajnu imovinu, stoga je ukupna dugotrajna imovina u 2021. godini imala rast od 11,24 % u odnosu godinu prije javne ponude dionica. U kratkotrajnoj imovini se ističu dvije značajnije promjene. Prva promjena je smanjenje potraživanja od kupaca i drugih potraživanja za više od 10 milijuna kuna, odnosno 10,95 % u odnosu na 2020. godinu. Druga promjena je znatan porast novca u banci i blagajni koji se povećao za više od 100 milijuna kuna, odnosno preko 691 % što je dovelo do rasta kratkotrajne imovine za 94,49 % u 2021. godini.

Nadalje, u 2022. godini rasle su sve stavke dugotrajne imovine, osim imovine s pravom upotrebe koja se smanjila za preko 2 milijuna kuna, to jest 15,51 % u odnosu na 2021. godinu. Goodwill je narastao za gotovo 7 milijuna kuna (62,18 %), ostala nematerijalna imovina je rasla za preko 3 milijuna kuna (40,25 %), nekretnine, postrojenja i oprema gotovo 2 milijuna kuna (4,89 %), ulaganja u ovisna društva su rasla gotovo 20 milijuna kuna (69,61 %), odgođena porezna imovina je narasla za 3 milijuna kuna (45,33 %), a u dugotrajnoj imovini se pojavila i nova stavka ostalih ulaganja koji se obračunavaju metodom udjela koja iznosi približno 2 milijuna kuna. Uz navedene poraste ukupna dugotrajna imovina narasla je za gotovo 33 %, odnosno za preko 35 milijuna kuna. S druge strane, iako su u 2021. godini potraživanja od kupaca smanjena, u 2022. godini su opet porasla i to za preko 14 milijuna kuna (17,78 %), dok je novac u banci i blagajni smanjen za gotovo 20 milijuna kuna (15,63 %). Navedene promjene su dovele do pada kratkotrajne imovine za 1,41 %, odnosno gotovo 3 milijuna kuna, dok je ukupna imovina u 2022. godini porasla za 10,13 % u odnosu na 2021. godinu, te iznosi preko 350 milijuna kuna.

Nakon horizontalne analize aktive, narednom tablicom je prikazana horizontalna analiza pasive promatranog poduzeća.

Tablica 2. Horizontalna analiza pasive društva SPAN d.d.

	31.12.2020.	31.12.2021.		31.12.2022.	
	000 HRK	000 HRK	Δ%	000 HRK	Δ%
<b>VLASNIČKA GLAVNICA I OBVEZE</b>					
<b>Kapital i pričuve</b>					
Temeljni kapital	19.600	19.600	<b>0,00 %</b>	19.600	<b>0,00 %</b>
Kapitalne rezerve	0	79.084		82.235	<b>3,98 %</b>
Rezerve iz dobiti	8.072	7.413	<b>-8,16 %</b>	8.807	<b>18,80 %</b>
Rezerve za vlastite dionice	0	616		781	<b>26,79 %</b>
Vlastite dionice i udjeli	0	-616		-781	<b>26,79 %</b>
Revalorizacijske pričuve- nekretnine	8.451	15.954	<b>88,78 %</b>	15.047	<b>-5,69 %</b>
Zadržana dobit	23.870	70.866	<b>196,88 %</b>	95.428	<b>34,66 %</b>
<b>Udjel vlasnika u kapitalu Društva</b>	<b>59.993</b>	<b>192.917</b>	<b>221,57 %</b>	<b>221.118</b>	<b>14,62 %</b>
<b>Ukupna vlasnička glavnica</b>	<b>59.993</b>	<b>192.917</b>	<b>221,57 %</b>	<b>221.118</b>	<b>14,62 %</b>
<b>Dugoročne obveze</b>					
Posudbe	14.113	6.895	<b>-51,14 %</b>	3.265	<b>-52,65 %</b>
Odgođena porezna obveza	1.855	3.502	<b>88,79 %</b>	3.303	<b>-5,68 %</b>
Obveze po najmu	6.285	8.566	<b>36,29 %</b>	5.762	<b>-32,73 %</b>
Ugovorene obveze	15.277	10.186	<b>-33,32 %</b>	5.146	<b>-49,48 %</b>
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>37.531</b>	<b>29.149</b>	<b>-22,33 %</b>	<b>17.476</b>	<b>-40,05 %</b>
<b>Kratkoročne obveze</b>					
Obveze prema dobavljačima i ostale obveze	65.258	69.511	<b>6,52 %</b>	68.613	<b>-1,29 %</b>
Obveze po najmu	4.409	5.957	<b>35,11 %</b>	6.984	<b>17,24 %</b>
Posudbe	31.546	7.213	<b>-77,13 %</b>	3.793	<b>-47,41 %</b>
Ugovorene obveze	4.070	5.052	<b>24,13 %</b>	9.365	<b>85,37 %</b>
Odgođeni prihodi	1.701	8.107	<b>376,60 %</b>	22.759	<b>180,73 %</b>
<b>Ukupno kratkoročne obveze</b>	<b>106.984</b>	<b>95.838</b>	<b>-10,42 %</b>	<b>111.515</b>	<b>16,36 %</b>
<b>Ukupne obveze</b>	<b>144.515</b>	<b>124.987</b>	<b>-13,51 %</b>	<b>128.990</b>	<b>3,20 %</b>
<b>Ukupno vlasnička glavnica i obveze</b>	<b>204.508</b>	<b>317.904</b>	<b>55,45 %</b>	<b>350.108</b>	<b>10,13 %</b>

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a) i SPAN (2023a)

Tablica 2. prikazuje kako su se u 2021. godini u odnosu na godinu prije smanjile ukupne dugoročne obveze i ukupne kratkoročne obveze za 22,33 % i 10,42 % respektivno. Među dugoročnim obvezama najveća promjena je bila pri smanjenju dugoročnih posudbi za 51,14 %, odnosno preko 7 milijuna kuna te pri smanjenju dugoročnih obveza koje su se smanjile za 33 % što je bilo smanjenje preko 5 milijuna kuna u 2021. godini. Među kratkoročnim obvezama ističe se rast obveza prema dobavljačima za 6,52 % u 2021. godini, što je bio rast od preko 4 milijuna kuna, dok su kratkoročne posudbe smanjene za čak za 77,13 %, odnosno sa 31,5 milijuna kuna u 2020. godini na 7,2 milijuna kuna u 2021. godini. Nadalje, stavke kapitala i pričuva u 2021. godini su zbog utjecaja javne ponude dionica imale ekstreman porast u odnosu na 2020. godinu te su kapitalne rezerve narasle za gotovo 71 milijun kuna. Također, zadržana dobit se povećala za gotovo 200 %, odnosno narasla je za gotovo 47 milijuna kuna u odnosu na prethodnu godinu. Navedeno je dovelo do porasta vlasničke glavnice u 2021. godini za preko 221 %, odnosno približno 133 milijuna kuna.

U 2022. godini vlasnička glavnica je rasla za 14,62 %, a na porast je najviše utjecao rast zadržane dobiti za gotovo 25 milijuna kuna, što je porast od 34,66 % u odnosu na godinu prije, te rast kapitalnih rezervi za 3,98 %, odnosno preko 3 milijuna kuna. S druge strane, društvo SPAN d.d. je u 2022. godini nastavilo sa smanjenjem dugoročnih obveza te su smanjene 40,05 %, dok su ukupne kratkoročne obveze narasle u 2022. godini za 16,36 %, a porastu je najviše doprinio ponovni rast stavke odgođenih poreza koja je narasla 180,73 %. Na kraju, ukupne obveze su narasle za 3,2 % u 2022. godini.

Nakon provedene horizontalne analize bilance, u nastavku je Tablicom 3. prikazana vertikalna analiza aktive u razdoblju prije i poslije javne ponude dionica.

Struktura udjela stavki aktive se tijekom promatranog razdoblja znatno mijenjala. U 2019. godini dugotrajna imovina je činila 46,9 %, a kratkotrajna imovina 53,10 % ukupne imovine društva. U dugotrajnoj imovini najveće udjele su imale stavke nekretnina, postrojenja i opreme sa 15,23 % te ulaganja u ovisna društva sa 13,20 % ukupne imovine, dok su dvije stavke činile gotovo cijelu kratkotrajnu imovinu, a to su potraživanja od kupaca i druga potraživanja s 45,20 % te novac u banci i blagajni sa 7,84 % ukupne imovine.

U 2021. godini, godini javne ponude dionica, struktura bilance se očekivano promijenila, pri čemu je kratkotrajna imovina činila čak 66,44 % ukupne imovine, dok je dugotrajna imovina pala na 33,56 % ukupne imovine. U dugotrajnoj imovini postotni udjeli svih stavki u ukupnoj imovini su se smanjili te su nekretnine, postrojenja i oprema činili 12,48 %, a ulaganja u

financijsku imovinu 8,74 % ukupne imovine. Od kratkotrajne imovine, udio potraživanja od kupaca u ukupnoj imovini se također smanjio u odnosu na prethodnu godinu te je iznosio 25,90%, dok je s druge strane novac u banci i blagajni činio čak 39,92 % ukupne imovine, što je više od cijele dugotrajne imovine.

Tablica 3. Vertikalna analiza aktive društva SPAN d.d.

	2020.	2021.	2022.
<b>IMOVINA</b>			
<b>Dugotrajna imovina</b>			
Goodwill	5,27 %	3,39 %	4,99 %
Ostala nematerijalna imovina	4,16 %	2,42 %	3,09 %
Nekretnine, postrojenja i oprema	15,23 %	12,48 %	11,88 %
Imovina s pravom upotrebe	4,95 %	4,23 %	3,25 %
Ulaganja u financijsku imovinu	0,21 %	0,11 %	0,40 %
Ulaganja u ovisna društva	13,20 %	8,74 %	13,45 %
Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela	0,00 %	0,00 %	0,57 %
Dugotrajna potraživanja od kupaca	0,007 %	0,001 %	0,001 %
Odgođena porezna imovina	3,86 %	2,19 %	2,89 %
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>46,90 %</b>	<b>33,56 %</b>	<b>40,52 %</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>			
Zalihe	0,06 %	0,62 %	1,04 %
Ulaganja u financijsku imovinu	0,00 %	0,00 %	0,15 %
Potraživanja od kupaca i druga potraživanja	45,20 %	25,90 %	27,69 %
Novac u banci i blagajni	7,84 %	39,92 %	30,59 %
<b>Ukupno kratkotrajna imovina</b>	<b>53,10 %</b>	<b>66,44 %</b>	<b>59,48 %</b>
<b>Ukupno imovina</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

Izvor: izrada autora

Nadalje, u 2022. godini dugotrajna imovina je činila 40,52 %, a kratkotrajna imovina 59,48 % ukupne imovine. Od dugotrajne imovine, goodwill je činio 4,99 %, ostala nematerijalna imovina 3,09 %, nekretnine, postrojenja i oprema 11,88 %, a ulaganja u ovisna društva 13,45 %. Od kratkotrajne imovine, potraživanja od kupaca su činila 27,69 %, a novac u banci i blagajni i dalje velikih 30,59 % ukupne imovine.

S druge strane, Tablicom 4. je prikazana vertikalna analiza pasive u promatranom razdoblju.

Tablica 4. Vertikalna analiza pasive društva SPAN d.d.

	2020.	2021.	2022.
<b>VLASNIČKA GLAVNICA I OBVEZE</b>			
<b>Kapital i pričuve</b>			
Temeljni kapital	9,58 %	6,17 %	5,60 %
Kapitalne rezerve	0,00 %	24,88 %	23,49 %
Rezerve iz dobiti	3,95 %	2,33 %	2,52 %
Rezerve za vlastite dionice	0,00 %	0,19 %	0,22 %
Vlastite dionice i udjeli	0,00 %	-0,19 %	-0,22 %
Revalorizacijske pričuve- Nekretnine	4,13 %	5,02 %	4,30 %
Zadržana dobit	11,67 %	22,29 %	27,26 %
<b>Udjel vlasnika u kapitalu Društva</b>	<b>29,34 %</b>	<b>60,68 %</b>	<b>63,16 %</b>
<b>Ukupna vlasnička glavnica</b>	<b>29,34 %</b>	<b>60,68 %</b>	<b>63,16 %</b>
<b>Dugoročne obveze</b>			
Posudbe	6,90 %	2,17 %	0,93 %
Odgođena porezna obveza	0,91 %	1,10 %	0,94 %
Obveze po najmu	3,07 %	2,69 %	1,65 %
Ugovorene obveze	7,47 %	3,20 %	1,47 %
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>18,35 %</b>	<b>9,17 %</b>	<b>4,99 %</b>
<b>Kratkoročne obveze</b>			
Obveze prema dobavljačima i ostale obveze	31,91 %	21,87 %	19,60 %
Obveze po najmu	2,16 %	1,87 %	1,99 %
Posudbe	15,43 %	2,27 %	1,08 %
Ugovorene obveze	1,99 %	1,59 %	2,67 %
Odgođeni prihodi	0,83 %	2,55 %	6,50 %
<b>Ukupno kratkoročne obveze</b>	<b>52,31 %</b>	<b>30,15 %</b>	<b>31,85 %</b>
<b>Ukupne obveze</b>	<b>70,66 %</b>	<b>39,32 %</b>	<b>36,84 %</b>
<b>Ukupno vlasnička glavnica i obveze</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>

Izvor: izrada autora

U 2020. godini vlasnička glavnica je iznosila 29,34 %, a ukupne obveze 70,66 % ukupne pasive, pri čemu je temeljni kapital činio 9,58 %, zadržana dobit 11,67 %, dugoročne obveze 18,35 %, a kratkoročne obveze 52,31 % ukupne pasive. Od dugoročnih obveza, najizdašnije su bile stavke dugoročne obveze za posudbe sa 6,9 % te ugovorene obveze s 11,67 %, dok su među kratkoročnim obvezama obveze prema dobavljačima i ostale obveze iznosile 31,91 %, a kratkoročne obveze za posudbe 15,43 % ukupne pasive.

U 2021. godini vlasnička glavnica je bila veća nego ukupne obveze te je iznosila 60,68 % pasive. Ukupne obveze su iznosile 39,32 % pasive, od čega su 9,17 % bile dugoročne obveze, a 30,15 % kratkoročne obveze. U vlasničkoj glavnici su najizdašnije stavke bile kapitalne rezerve s 24,88 % te zadržana dobit s 22,29 % ukupne pasive.

U 2022. godini je vlasnička glavnica iznosila 63,16 % ukupne pasive, dugoročne obveze 4,99 %, a kratkoročne obveze 31,85 % ukupne pasive. Od kratkoročnih obveza najveće su bile obveze prema dobavljačima i ostale obveze s 19,60 %, dok su kod kapitala poduzeća najveći udio u pasivi ponovno imale kapitalne rezerve i zadržana dobit s 23,49 % i 27,26 % respektivno.

Nakon horizontalne i vertikalne analize financijskog položaja društva, Tablicom 5. je prikazana horizontalna analiza računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2020. do 2022. godine.

Društvo SPAN d.d. je u 2020. godini ostvarilo poslovne prihode veće od 415 milijuna kuna, dok su poslovni rashodi bili približno 393 milijuna kuna. Uz navedeno, društvo je ostvarilo i financijske prihode od 2,7 milijuna kuna, dok su financijski rashodi iznosili 9 milijuna, a ostali rashodi 7,8 milijuna kuna. To je činilo ukupne prihode od 418 milijuna, a ukupne rashode od gotovo 410 milijuna kuna, pri čemu je neto dobit iznosila 6,5 milijuna kuna.

U 2021. godini ukupni poslovni prihodi društva su rasli za 31,2 %, dok su poslovni rashodi narasli za 30,6 %. Također, financijski prihodi su narasli za 47,4 %, dok su se financijski rashodi prepolovili, odnosno smanjili za 54,3 %. Ukupni prihodi su narasli za 31,30 %, dok su ukupni rashodi rasli za 28,43 % što je dovelo do rasta neto dobiti od gotovo 200 %, odnosno neto dobit je iznosila 19,36 milijuna kuna.



Tablica 5. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka društva SPAN d.d.

	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>		<b>2022.</b>	
	<b>000 HRK</b>	<b>000 HRK</b>	<b>Δ%</b>	<b>000 HRK</b>	<b>Δ%</b>
Prihodi od ugovora s kupcima	412.611	542.238	<b>31,42 %</b>	687.495	<b>26,79 %</b>
Ostali poslovni prihodi	2.745	2.694	<b>-1,86 %</b>	3.431	<b>27,36 %</b>
<b>UKUPNI POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>415.356</b>	<b>544.932</b>	<b>31,20 %</b>	<b>690.926</b>	<b>26,79 %</b>
Troškovi prodanih licenci i hardvera	246.356	328.938	<b>33,52 %</b>	393.076	<b>19,50 %</b>
Utrošena energija i materijal	2.440	2.620	<b>7,38 %</b>	4.876	<b>86,11 %</b>
Troškovi usluga	38.997	58.814	<b>50,82 %</b>	73.487	<b>24,95 %</b>
Troškovi osoblja	91.649	110.055	<b>20,08 %</b>	145.438	<b>32,15 %</b>
Trošak amortizacije	12.706	13.029	<b>2,54 %</b>	14.175	<b>8,80 %</b>
Gubici od umanjenja vrijednosti od financijske imovine i ugovorne imovine	947	85	<b>-91,02 %</b>	2.923	<b>3338,8 %</b>
<b>UKUPNI POSLOVNI RASHODI</b>	<b>393.095</b>	<b>513.541</b>	<b>30,64 %</b>	<b>633.975</b>	<b>23,45 %</b>
Financijski prihodi - prihodi od kamata	12	264	<b>2100 %</b>	131	<b>-50,38 %</b>
Financijski prihodi - ostalo	2.734	3.784	<b>38,41 %</b>	5.543	<b>46,49 %</b>
<b>UKUPNI FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>2.746</b>	<b>4.048</b>	<b>47,41 %</b>	<b>5.674</b>	<b>40,17 %</b>
<b>UKUPNI FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>9.061</b>	<b>4.140</b>	<b>-54,31 %</b>	<b>10.662</b>	<b>157,54 %</b>
<b>UKUPNI OSTALI RASHODI</b>	<b>7.834</b>	<b>8.877</b>	<b>13,31 %</b>	<b>13.248</b>	<b>49,24 %</b>
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	<b>418.102</b>	<b>548.980</b>	<b>31,30 %</b>	<b>696.600</b>	<b>26,89 %</b>
<b>UKUPNI RASHODI</b>	<b>409.990</b>	<b>526.558</b>	<b>28,43 %</b>	<b>657.885</b>	<b>24,94 %</b>
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>8.111</b>	<b>22.421</b>	<b>176,43 %</b>	<b>38.715</b>	<b>72,67 %</b>
Porez na dobit	1.616	3.061	<b>89,42 %</b>	-3.229	<b>-205,5 %</b>
<b>Dobit tekuće godine</b>	<b>6.496</b>	<b>19.359</b>	<b>198,01 %</b>	<b>41.944</b>	<b>116,66 %</b>

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a) i SPAN (2023a)

U 2022. godini se nastavio trend rasta prihoda i rashoda društva. Poslovni prihodi su narasli za 26,8 % u odnosu na 2021. godinu, dok su poslovni rashodi narasli za 23,45 %. Također, financijski prihodi su narasli za 40,17 %, no porasli su i financijski rashodi za 157,5 % te izvanredni rashodi za 49,24 %. Unatoč tome, stopa rasta prihoda je i dalje bila veća nego stopa rasta rashoda, što je dovelo do povećanja bruto i neto dobiti, pri čemu je neto dobit narasla za 116,7 % te je iznosila gotovo 42 milijuna kuna.

Nadalje, sljedećom tablicom (Tablica 6.) je prikazana vertikalna analiza računa dobiti i gubitka.

Tablica 6. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka društva SPAN d.d.

	2020.	2021.	2022.
Prihodi od ugovora s kupcima	98,69 %	98,77 %	98,69 %
Ostali poslovni prihodi	0,66 %	0,49 %	0,49 %
<b>UKUPNI POSLOVNI PRIHODI</b>	<b>99,34 %</b>	<b>99,26 %</b>	<b>99,19 %</b>
Troškovi prodanih licenci i hardvera	58,92 %	59,92 %	56,43 %
Utrošena energija i materijal	0,58 %	0,48 %	0,70 %
Troškovi usluga	9,33 %	10,71 %	10,55 %
Troškovi osoblja	21,92 %	20,05 %	20,88 %
Trošak amortizacije	3,04 %	2,37 %	2,03 %
Gubici od umanjenja vrijednosti od financijske imovine i ugovorne imovine	0,23 %	0,02 %	0,42 %
<b>UKUPNI POSLOVNI RASHODI</b>	<b>94,02 %</b>	<b>93,54 %</b>	<b>91,01 %</b>
Financijski prihodi- prihodi od kamata	0,00 %	0,05 %	0,02 %
Financijski prihodi- ostalo	0,65 %	0,69 %	0,80 %
<b>UKUPNI FINANCIJSKI PRIHODI</b>	<b>0,66 %</b>	<b>0,74 %</b>	<b>0,81 %</b>
<b>UKUPNI FINANCIJSKI RASHODI</b>	<b>2,17 %</b>	<b>0,75 %</b>	<b>1,53 %</b>
<b>UKUPNI OSTALI RASHODI</b>	<b>1,87 %</b>	<b>1,62 %</b>	<b>1,90 %</b>
<b>UKUPNI PRIHODI</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>
<b>UKUPNI RASHODI</b>	<b>98,06 %</b>	<b>95,92 %</b>	<b>94,44 %</b>
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>1,94 %</b>	<b>4,08 %</b>	<b>5,56 %</b>
Porez na dobit	0,39 %	0,56 %	-0,46 %
<b>Dobit tekuće godine</b>	<b>1,55 %</b>	<b>3,53 %</b>	<b>6,02 %</b>

Izvor: izrada autora

U 2020. godini poslovni prihodi su činili 99,34 % ukupnih prihoda društva, dok su poslovni rashodi iznosili 94,02 %, a ukupni rashodi 98,06 % iznosa ukupnih prihoda društva. Također, bruto dobit društva je iznosila 1,94 %, a neto dobit društva 1,55 % ukupnih prihoda u 2020. godini.

U 2021. godini poslovni prihodi su iznosili 99,26 % ukupnih prihoda u toj godini, dok su od stavki poslovnih prihoda, prihodi od ugovora s kupcima činili 98,77 % prihoda. S druge strane, poslovni rashodi su iznosili 93,54 %, financijski rashodi 0,75 %, a ostali rashodi 1,62 % iznosa ukupnih prihoda. Od stavki poslovnih rashoda, najveći su bili troškovi prodanih licenci i hardvera koji su iznosili 59,92% iznosa ukupnih prihoda, zatim troškovi osoblja s 20,05 % te troškovi usluga s 10,71 %. Neto dobit u 2021. godini je iznosila 3,53 % ukupnih prihoda u toj godini.

Tijekom 2022. godine poslovni prihodi su činili 99,19 % ukupnih prihoda, dok su poslovni rashodi iznosili 91,01 %, a ukupni rashodi 94,44 % iznosa ukupnih prihoda društva u promatranoj godini. Među poslovnim rashodima, ponovno su najizdašnije bile stavke troškova prodanih licenci i hardvera s 56,43 %, zatim troškovi osoblja s 20,88 % te troškovi usluga s 10,55 %. Na kraju, dobit tekuće godine iznosila je 6,02 % ukupnih prihoda u 2022. godini.

#### 4.3.2. Analiza financijskih pokazatelja

Financijski omjeri ili pokazatelji su instrumenti koji povezuju dva ili više financijska podatka kako bi se ocijenilo financijsko stanje i uspješnost poduzeća. Analiza financijskih pokazatelja omogućuje interne i eksterne usporedbe, pri čemu se kod internih usporedbi razmatra pokazatelj tijekom vremena, a ne u jednoj vremenskoj točki, odnosno uspoređuju se isti omjeri poduzeća tijekom vremena. S druge strane, pri eksternoj se usporedbi pokazatelji poduzeća uspoređuju s pokazateljima sličnih poduzeća ili industrijskim prosjecima u određenoj vremenskoj točki (Van Horne, Wachowicz, 2014). U nastavku je prikazana analiza financijskih pokazatelja poduzeća SPAN d.d. tijekom promatranog razdoblja od 2020. do 2022. godine.

Operativna dobit društva SPAN d.d. je 2020. godine iznosila 22,3 milijuna kuna, da bi u 2021. godini iznosila 31,4 milijuna kuna, a u prvoj cijeloj godini nakon javne ponude dionica, operativna dobit se povećala na gotovo 57 milijuna kuna. U isto vrijeme, *cash flow* društva se povećavao sa 19,2 milijuna u 2020. godini, na 32,4 milijuna u 2021. godini da bi u 2022. godini iznosio 56,1 milijun kuna.

EBITDA prije i nakon jednokratnih stavki je u 2020. godini iznosila 27,1 milijun kuna, da bi društvo u 2021. godini bilježilo rast EBITDA-e prije jednokratnih stavki za 52 % te je ona iznosila 41,3 milijun kuna, što je rast od 52 %. U jednokratne stavke su uvršteni troškovi izlaska društva na uređeno tržište Zagrebačke banke u 2021. godini, stoga je EBITDA društva nakon jednokratnih stavki narasla za 31 % te je iznosila 35,5 milijuna kuna (SPAN 2022a). U 2022. godini društvo je bilježilo rast EBITDA-e prije jednokratnih stavki za 44 % te je iznosila 59,5 milijuna kuna, dok je rast EBITDA-e nakon jednokratnih stavki bio 22,66 milijuna kuna te je na kraju EBITDA iznosila 58,2 milijuna kuna (SPAN, 2023a). Također, društvo je u promatranom razdoblju ulagalo i u dugotrajnu imovinu, pri čemu je CAPEX u 2021. godini iznosio 24,9 milijuna kuna uz udio novog ulaganja u vrijednosti imovine od 7,8 %. U 2022.

godini CAPEX je iznosio 14,03 milijuna kuna uz udio novog ulaganja u vrijednosti imovine od 4 %.

U nastavku su prikazani i analizirani financijski pokazatelji likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti i profitabilnosti.

Omjeri likvidnosti pokazuju sposobnost poduzeća za podmirivanje tekućih obveza, a Tablicom 7. su prikazani omjeri za društvo SPAN d.d. u promatranom razdoblju.

Tablica 7. Pokazatelji likvidnosti društva SPAN d.d.

<b>POKAZATELJI LIKVIDNOSTI</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>
Tekuća likvidnost	1,02	2,20	1,87
Koeficijent ubrzane likvidnosti ( <i>Acid – Test</i> )	1,01	2,18	1,83
Trenutna likvidnost	0,15	1,32	0,97
Koeficijent stabilnosti	0,98	0,48	0,59
Tekuća likvidnosna pozicija	0,52	0,30	0,32
Neto obrtni kapital	1,6 mil. kuna	115,4 mil. kuna	96,7 mil. kuna
Novac u odnosu na tekuću imovinu	0,15	0,60	0,52
Novčana pozicija	0,08	0,40	0,31

Izvor: izrada autora

Omjer tekuće likvidnosti koji mjeri sposobnost podmirivanja tekućih obveza tekućom imovinom je u 2020. godine iznosio 1,02, dok je poslije javne ponude dionica u 2021. godini porastao na 2,2 te je u 2022. godini iznosio 1,87. Kako društvo nema mnogo zaliha, koeficijent ubrzane likvidnosti je u promatranom razdoblju bio vrlo sličan tekućoj likvidnosti. Nadalje, trenutna likvidnost koja u omjer stavlja najlikvidniju kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze je najmanja bila 2020. godina kada je iznosila 0,15, a najviša 2021. godine sa omjerom od 1,32. S druge strane, tekuća likvidnosna pozicija koja u omjer stavlja kratkoročne obveze i ukupnu imovinu je najveća bila 2020. godine te je iznosila 0,52, dok je u 2021. iznosila 0,30, a u 2022. godini 0,32. Na kraju, obrtni kapital je bio višestruko veći poslije javne ponude dionica, točnije u 2020. godini neto obrtni kapital je iznosio 1,6 milijuna kuna, a u 2021. i 2022. godini 115,4 i 96,7 milijuna kuna respektivno.

Sljedećom tablicom (Tablica 8.) su prikazani omjeri zaduženosti koji govore u kojoj mjeri se društvo financira dugom.

Tablica 8. Pokazatelji zaduženosti društva SPAN d.d.

<b>POKAZATELJI ZADUŽENOSTI</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>
Koeficijent zaduženosti	0,71	0,39	0,37
Koeficijent vlastitog financiranja	0,29	0,61	0,63
Omjer (odnos) duga i kapitala	2,41	0,65	0,58
Stupanj pokrića I	0,63	1,81	1,56
Stupanj pokrića II	1,02	2,08	1,68

Izvor: izrada autora

Koeficijent zaduženosti je omjer ukupnih obveza i ukupne imovine te je u 2020. godini iznosio 0,71, dok je poslije javne ponude iznosio 0,39 u 2021. godini te 0,37 u 2022. godini. S druge strane, koeficijent vlastitog financiranja kao omjer kapitala i ukupne imovine je rastao obrnuto proporcionalno koeficijentu zaduženosti. Sam odnos duga i kapitala koji pokazuje u kojoj mjeri se poduzeće financira dugom u odnosu na vlastiti kapital se smanjio s 2,41 prije javne ponude na 0,65 i 0,58 poslije javne ponude dionica. Na kraju, stupanj pokrića I koji je odnos kapitala i dugotrajne imovine je rastao od 0,63 u 2020. godini na 1,81 u 2021. godini, dok se u 2022. godini blago smanjio te je iznosio 1,56. Stupanj pokrića II koji uz kapital uključuje i dugoročne obveze je također bio najmanji u 2020. godini te je iznosio 1,02, dok je poslije javne ponude porastao na 2,08 u 2021. godini te 1,68 u 2022. godini.

Nadalje, Tablicom 9. su prikazani omjeri aktivnosti koji pokazuju učinkovitost kojom društvo koristi svoju imovinu.

Koeficijenti obrtaja stavljaju u odnos ukupne ili poslovne prihode te određenu vrstu imovine pri čemu mjere efikasnost pojedine imovine u generiranju prihoda. Tako je koeficijent obrta ukupne imovine bio najveći u 2020. godini kada je iznosio 2,04, dok je najmanji bio godinu poslije kada je iznosio 1,73, a u 2022. ovaj omjer je iznosio 1,99. U 2020. godini koeficijent obrta kratkotrajne imovine je iznosio 3,85, a koeficijent obrta dugotrajne imovine 4,36. U 2021. godini koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine se smanjio te je iznosio 2,60, dok je koeficijent obrtaja dugotrajne imovine narastao na 5,15. U 2022. godini koeficijenti su iznosili 3,35 pri obrtaju kratkotrajne imovine i 4,91 pri obrtaju dugotrajne imovine.

Tablica 9. Pokazatelji aktivnosti društva SPAN d.d.

<b>POKAZATELJI AKTIVNOSTI</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	2,04	1,73	1,99
Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	3,85	2,60	3,35
Koeficijent obrtaja dugotrajne imovine	4,36	5,15	4,91
Koeficijent obrtaja potraživanja	4,46	6,59	7,09
Trajanje naplate potraživanja u danima	81,79	55,42	51,48
Koeficijent obrta zaliha	3248,91	274,97	187,94
Dani vezivanja zaliha	0,11	1,33	1,94
Koeficijent plaćanja obveza prema dobavljačima	3,78	4,73	5,73
Dani plaćanja obveza prema dobavljačima	96,69	77,13	63,71
Jaz novčanog tijeka	14,79	20,39	10,29

Izvor: izrada autora

Nadalje, društvu je u 2020. godini trebalo prosječno 82 dana da naplati svoja potraživanja, u 2021. godini prosječna naplata je iznosila 55 dana, a u 2022. godini prosječno vrijeme se smanjilo na 51 dan. S druge strane, društvu je u 2020. godini prosječno trebalo 97 dana da plati svoje obveze dobavljačima, u 2021. godini prosječni broj dana plaćanja obveza je iznosio 77 dana, dok su se u 2022. godini dani plaćanja obveza dodatno smanjili te su iznosili 64 dana. Kako društvo nema značajnih materijalnih zaliha, dani vezivanja zaliha su bili kraći od 2 dana tijekom cijelog promatranog razdoblja.

Pokazatelji ekonomičnosti stavljaju u odnos prihode i rashode te su prikazani narednom tablicom (Tablica 10.).

Tablica 10. Pokazatelji ekonomičnosti društva SPAN d.d.

<b>POKAZATELJI EKONOMIČNOSTI</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,02	1,04	1,06
Ekonomičnost poslovanja (prodaje)	1,06	1,06	1,09
Ekonomičnost financiranja	0,30	0,98	0,53

Izvor: izrada autora

Ekonomičnost ukupnog poslovanja se u promatranom razdoblju povećavala za 0,02 svake godine, dok je ekonomičnost prodaje u 2020. i 2021. godini iznosila 1,06, a u 2022. godini je narasla na 1,09. S druge strane, ekonomičnost financiranja koja u odnos stavlja financijske prihode i rashode se mijenjala tijekom promatranog razdoblja, no u svakoj godini su financijski rashodi bili veći od financijskih prihoda.

Posljednja skupina financijskih pokazatelja su pokazatelji profitabilnosti koji povezuju dobit s poslovnim prihodima i ulaganjima u poduzeće te su prikazani Tablicom 11. u nastavku.

Tablica 11. Pokazatelji profitabilnosti društva SPAN d.d.

<b>POKAZATELJI PROFITABILNOSTI</b>	<b>2020.</b>	<b>2021.</b>	<b>2022.</b>
Neto profitna marža	1,57 %	3,57 %	6,1 %
Povrat na imovinu (ROA - <i>Return on Assets</i> )	3,18 %	6,09 %	11,98 %
Povrat na kapital (ROE - <i>Return on Equity</i> )	10,83 %	10,03 %	18,97 %
Financijska poluga	3,41	1,65	1,58

Izvor: izrada autora

Neto profitna marža koja mjeri profitabilnost u odnosu na prihode od prodaje je u 2020. godini iznosila 1,57 % da bi u 2021. godini iznosila 3,57 %, a u 2022. godini marža neto dobiti je narasla na 6,1 %. Drugim riječima, društvo je na svaku kunu prihoda od prodaje ostvarivalo u 2022. godini 6,1 lipa neto dobiti. Nadalje, povrat na imovinu koji mjeri efikasnost u generiranju dobiti s raspoloživom imovinom je u 2020. godini iznosio 3,18 %, da bi se poslije javne ponude dionica povećao na 6,09 % u 2021. godini te 11,98 % u 2022. godini. S druge strane, povrat na kapital se sa 10,83 % u 2020. godini smanjio za 0,8 % u 2021. godini, da bi u 2022. porastao na čak 18,97 %.

#### **4.4. Utjecaj IPO-a na poslovanje grupe SPAN**

Prospektom u vezi s javnom ponudom i uvrštenjem dionica na uređeno tržište (2021) društvo SPAN d.d. je navelo četiri razloga zbog kojih provodi inicijalnu javnu ponudu i za što namjerava

koristiti prikupljena sredstva, a to su: rast na postojećim tržištima, širenje poslovanja s ključnim međunarodnim klijentima, širenje na nova tržišta te razvoj digitalne platforme Span.Zone.

S namjerom rasta na postojećim tržištima, preuzeto je društvo Ekobit d.o.o. za 37,39 milijuna kuna od čega je 3,27 milijuna kuna plaćeno u dionicama SPAN-a. Također, pripojeno je društvo Infocumulus d.o.o. te su osnovana društva Fintech Digital Services d.o.o., pri čemu je vrijednost ulaganja u društvo iznosilo 2 milijuna kuna, te Span Centar kibernetičke sigurnosti d.o.o. gdje je ulaganje iznosilo 1,5 milijuna kuna. Od već postojećih društava u Grupi, povećani su udjeli u društvima Span-IT iz Moldavije te Span GmbH iz Njemačke, pri čemu je pribavljanje dodatnih udjela iznosilo 647 tisuća kuna (SPAN, 2023a). Iako se u 2022. godini nije dogodilo širenje na nova tržišta, to se ipak dogodilo u ožujku 2023. godine kada se SPAN Grupi pridružio novi član, GT Tarkvara iz Estonije, pri čemu procijenjena vrijednost transakcije iznosi 11,4 milijuna eura (85,9 milijuna kuna), no dio kupoprodajne cijene ovisi i o rezultatima preuzetog društva u 2023. i 2024. godini (SPAN, 2023c). Također, društvo je u studenom 2022. godine predstavilo svoju digitalnu platformu Span.Zone čiji je razvoj naveden kao jedan od razloga provođenja javne ponude. U godini nakon provedenog IPO-a, grupa je na kupnju nekretnina, postrojenja i opreme izdvojila dodatnih 8,49 milijuna kuna, dok je za kupnju nematerijalne imovine izdvojeno dodatnih preko 7 milijuna kuna (SPAN, 2023a).

Nadalje, Tablicom 12. prikazani su osnovni financijski podaci SPAN Grupe prije i poslije inicijalne javne ponude.

Tablica 12. Osnovni financijski podaci SPAN Grupe

	2020.	2021.	2022.
	000 HRK	000 HRK	000 HRK
Poslovni prihodi	610.022	767.273	829.731
Poslovni rashodi	585.982	736.773	768.789
Neto dobit	7.452	23.824	50.537
Ukupna imovina	229.413	351.568	416.310
Kapital i rezerve	55.524	193.743	238.133
Dugoročne obveze	37.531	31.430	21.906
Kratkoročne obveze	122.469	106.516	120.929

Izvor: izrada autora prema podacima SPAN (2022a) i SPAN (2023a)



Osim što su se ukupna imovina te kapital i rezerve očekivano povećali pod utjecajem provedenog IPO-a, rasli su se i poslovni prihodi cijele SPAN Grupe u promatranom razdoblju te su sa 610 milijuna kuna u 2020. godini narasli na 829,7 milijuna kuna u godini poslije provedenog IPO-a. S druge strane, poslovni rashodi SPAN Grupe u 2022. godini su imali znatno manje povećanje u odnosu na poslovne prihode, što je na kraju dovelo i do znatno veće neto dobiti Grupe u 2022. godini, pri čemu je neto dobit SPAN Grupe iznosila preko 50 milijuna kuna u odnosu na 23,8 milijuna kuna godinu prije. Također, dok se imovina Grupe u 2021. godini većinom povećala zahvaljujući samoj provedbi postupka javne ponude te se većina povećanja imovine očitovala u povećanom novcu u banci i blagajni, u 2022. godini imovina Grupe se povećala zahvaljujući povećanju kratkotrajne imovine, odnosno povećanju kratkotrajnih potraživanja zahvaljujući rastu poslovanja Grupe te povećanju dugotrajne imovine kao rezultat knjiženog goodwilla preuzetog društva Ekobit. Nadalje, dugoročne i kratkoročne obveze SPAN Grupe su se smanjile u 2021. godini u odnosu na godinu prije, da bi se dugoročne obveze u 2022. godini nastavile smanjivati i iznosile na kraju godine 21,9 milijuna kuna, a kratkoročne obveze su ponovno porasle na 120,9 milijuna kuna čime su došle na razinu kratkoročnih obveza iz 2020. godine. Ovakvo povećanje kratkoročnih i smanjenje dugoročnih obveza posljedica su prebacivanja dugoročnih obveza u kratkoročne te povećanja kratkoročnih obveza prema zaposlenicima (SPAN, 2023a). Na kraju, navedeni veći porast poslovnih prihoda u odnosu na poslovne rashode na razini SPAN Grupe i znatno povećanje neto dobiti poslije provedene javne ponude dionica, uz istodobno povećanje imovine te kapitala i rezervi, a smanjenje ukupnih obveza, upućuju na pozitivne efekte koje je IPO imao na Grupu.

U nastavku su u Tablici 13. prikazani odabrani financijski pokazatelji SPAN Grupe u promatranom razdoblju.

Kako je javna ponuda utjecala na povećanje povrata na imovinu i povrata na kapital društva, isto povećanje se očituje i na razini Grupe, pri čemu su i povrat na imovinu i povrat na kapital veći kod SPAN Grupe nego kod društva SPAN. Nadalje, SPAN Grupa je i prije i poslije provedene javne ponude dionica imala i veći koeficijent zaduženosti nego na razini društva, no koeficijent se smanjio s 0,76 na ispod 0,5 te je u 2022. godini iznosio 0,43. S druge strane, neto obrtni kapital je dodatno rastao na razini Grupe te je u 2021. godini iznosio 130 milijuna kuna, dok je na razini društva u istoj godini iznosio 115 milijuna kuna, da bi u 2022. godini neto obrtni kapital pao i na razini SPAN Grupe, ali i društva. Neto obrtni kapital društva u 2022. godini je iznosio 96,7 milijuna kuna, dok je na razini cijele Grupe iznosio 122 milijuna kuna, što ukazuje

da se unatoč smanjenju neto obrtnog kapitala društva, u ostatku Grupe neto obrtni kapital povećao za preko 10 milijuna kuna.

Tablica 13. Odabrani financijski pokazatelji SPAN Grupe

	2020.	2021.	2022.
Povrat na imovinu (ROA)	3,25 %	6,78 %	12,14 %
Povrat na kapital (ROE)	13,42 %	12,30 %	21,22 %
Koeficijent zaduženosti	0,76	0,45	0,43
Koeficijent vlastitog financiranja	0,24	0,55	0,57
Neto obrtni kapital	10,3 milijuna kuna	130,1 milijun kuna	122,3 milijuna kuna
Novčana pozicija	0,13	0,40	0,34
Koeficijent obrta ukupne imovine	2,69	2,22	2,10
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	4,21	3,04	3,14
Koeficijent obrta dugotrajne imovine	7,47	8,20	6,34

Izvor: izrada autora

Nadalje, novčana pozicija, odnosno omjer novca u ukupnoj imovini je u 2021. godini bio jednak na razini društva SPAN te SPAN Grupe, da bi se omjer na razini društva smanjio na 0,30 u 2022. godini, dok je na razini Grupe omjer bio 0,34 što upućuje na zaključak da se na razini SPAN Grupe drži još veći omjer novca u banci i blagajni u odnosu na ukupnu imovinu Grupe nego je to slučaj kod samog društva. Na kraju, pokazatelji aktivnosti, odnosno koeficijenti obrta imovine su veći na razini SPAN Grupe u odnosu na društvo, gdje je jedina iznimka koeficijent obrta kratkotrajne imovine u 2022. godini koji je na razini Grupe bio niži zbog značajnog porasta kratkotrajnih potraživanja usred rasta poslovanja Grupe.

#### 4.5. Analiza promjena cijene dionice društva SPAN d.d. na Zagrebačkoj burzi

Javnom ponudom dionica cijena dionice društva je postigla vrijednost od 175 kuna te je u rujnu 2021. godine uvrštena na Službeno tržište Zagrebačke burze, gdje je već prvim danom trgovanja dosegnuta cijena trgovanja od 218 kuna (SPAN, 2022a). Kretanje cijene dionice u kunama u razdoblju od početka trgovanja 23. rujna 2021. godine do 23. lipnja 2023. godine prikazano je Grafikonom 6. u nastavku.



Grafikon 6. Kretanje cijene dionice društva SPAN d.d.

Izvor: izrada autora prema podacima Zagrebačke burze (2023g)

Cijena dionice je već prvog dana trgovanja narasla preko 200 kuna te se ispod te razine nije spustila sve do ožujka 2022. godine. Već tijekom istog mjeseca cijena je ponovno premašila granicu od 200 kuna te imala blagi rast da bi 2022. godinu zaključila sa cijenom od 268 kuna. U 2023. godini cijena doživljava značajan rast, da bi vrhunac zaključne dnevne cijene tijekom promatranog vremena ostvarila 15. lipnja kada je cijena iznosila 63 eura, odnosno 474,67 kuna. Na kraju promatranog razdoblja, odnosno 23. lipnja 2023. zaključna cijena je bila 61 euro, odnosno 459,60 kuna.

Nadalje, u promatranom razdoblju prosječni dnevni geometrijski prinos dionice SPAN iznosio je 0,22 % uz prosječno odstupanje 2,14 %, dok je prosječni dnevni aritmetički prinos iznosio 0,25 % uz prosječno standardno odstupanje od 2,18 %.

Nadalje, *Value-at-Risk* ili VaR kao mjera tržišnog rizika pokazuje koliko je rizično ulagati u dionicu pri određenoj razini signifikantnosti. Stoga, u nastavku je Tablicom 14. prikazan *Value-at-Risk* korigiran za prosječni prinos za dionicu SPAN prema metodama varijance-kovarijance te povijesnoj metodi.

Tablica 14. Value-at-Risk dionice SPAN

Razina signifikantnosti	METODA VARIJANCE- KOVARIJANCE		POVIJESNA METODA		
	Dnevni VaR	Mjesečni VaR	Dnevni VaR	Mjesečni VaR	CVaR
95 %	3,35 %	14,99 %	2,01 %	8,98 %	3,98 %
99 %	4,84 %	21,62 %	5,62 %	25,12 %	6,93 %

Izvor: izrada autora

Prema metodi varijance-kovarijance koja u obzir uzima prosječni prinos i standardnu devijaciju te normalnu distribuciju prinosa, postoji 95 % vjerojatnosti da se u jednom danu na dionici SPAN neće izgubiti više od 3,35 % uložениh sredstava te postoji 5-postotna vjerojatnost da će se na dionici SPAN u mjesec dana izgubiti više od 14,99 % uložениh sredstava. S druge strane, pri razini signifikantnosti od 99 % dnevni VaR dionice SPAN iznosi 4,84 %, odnosno na mjesečnoj razini postoji 1 % vjerojatnosti da će se na dionici SPAN izgubiti više od 21,62 % uložениh sredstava.

Nadalje, povijesna metoda u obzir uzima povijesne podatke, temelji se na statističkoj vjerojatnosti i pretpostavlja da je u prošlosti sadržan uzorak kretanja dionica koji bi se u budućnosti mogao ponoviti. Prema ovoj metodi, dnevni VaR pri 95 % signifikantnosti iznosi 2,01 %, dok je mjesečni VaR pri istoj razini signifikantnosti 8,98 %. Pri razini signifikantnosti od 99 %, postoji 1 % vjerojatnosti da će dionica SPAN u jednom danu izgubiti više od 5,62 % uložениh sredstava, dok na mjesečnoj razini postoji 99 % vjerojatnosti da dionica SPAN neće izgubiti više od 25,12 % uložениh sredstava.

Na kraju, prikazan je i uvjetni VaR, odnosno CVAR koji kvantificira gubitke i iza VaR-a, odnosno prikazuje očekivani gubitak pod uvjetom da je gubitak već premašio VaR. U izračunu je CVaR aproksimiran s Tail VaR-om te pri razini signifikantnosti od 95 %, CVaR iznosi 3,98 %, dok pri razini od 99 % iznosi 6,93 %. U slučaju signifikantnosti 95 %, CVaR je veći od VaR-a za svega 0,63 %, a pri razini od 99 % je veći za 2,09 %.

#### 4.6. Korelacija prinosa dionice SPAN i indeksa CROBEX

Dionica SPAN je od 21. ožujka 2022. godine uvrštena u sastav indeksa CROBEX te je u nastavku analizirana korelacija prinosa promatrane dionice i indeksa tijekom narednih 15 mjeseci, odnosno do 21. lipnja 2023. godine. Tijekom promatranog razdoblja dionica SPAN je

ostvarivala prosječni mjesečni prinos od 5,16 % uz standardno odstupanje od 6,60 %, dok je indeks CROBEX imao prosječni mjesečni prinos u iznosu od 0,93 % uz standardno odstupanje od 3,05 %. Nadalje, koeficijent korelacije kao statistički pokazatelj ukazuje na tendenciju kretanja promatranih prinosa u istom ili u suprotnom smjeru te se može nalaziti u rasponu od -1 do 1. U promatranom razdoblju koeficijent korelacije između dionice SPAN i indeksa CROBEX iznosio je 0,483 što ukazuje na istosmjernu korelaciju promatranih prinosa. Također, regresijskom analizom izračunata je beta promatrane dionice u odnosu na indeks CROBEX te je iznosila 1,003 što ukazuje na zaključak da se prinos dionice SPAN kreće zajedno s hrvatskim tržištem, odnosno indeksom CROBEX. S druge strane, alfa dionice kao mjera dodatnog prinosa dionice pokazuje specifični rizik, odnosno razliku između prinosa dionice u odnosu na tržišni prinos. Alfa dionice SPAN je iznosila 4,23 što znači da je dionica SPAN u promatranom razdoblju nadmašila mjesečni prinos indeksa CROBEX za 4,23 postotna boda. No, koeficijent determinacije  $R^2$  dionice SPAN u odnosu na indeks CROBEX iznosio je svega 0,234, što ukazuje na nisku korelaciju promatrane dionice u odnosu na indeks. Stoga, izračunate alfa i beta dionice SPAN u odnosu na indeks CROBEX nisu pouzdane. Neki od potencijalnih razloga niskog  $R^2$  su mala veličina uzorka zbog kratkog vremenskog razdoblja otkad je dionica SPAN dio indeksa CROBEX, mogući učinak kašnjenja pri čemu promjena cijene dionice kasni za tržišnim promjenama ili pak uključivanje samo tržišnog indeksa u regresijski model te zanemarivanje drugih utjecaja poput makroekonomskih uvjeta, tržišnog raspoloženja, geopolitičkih događaja ili vijesti specifičnih za društvo SPAN d.d.

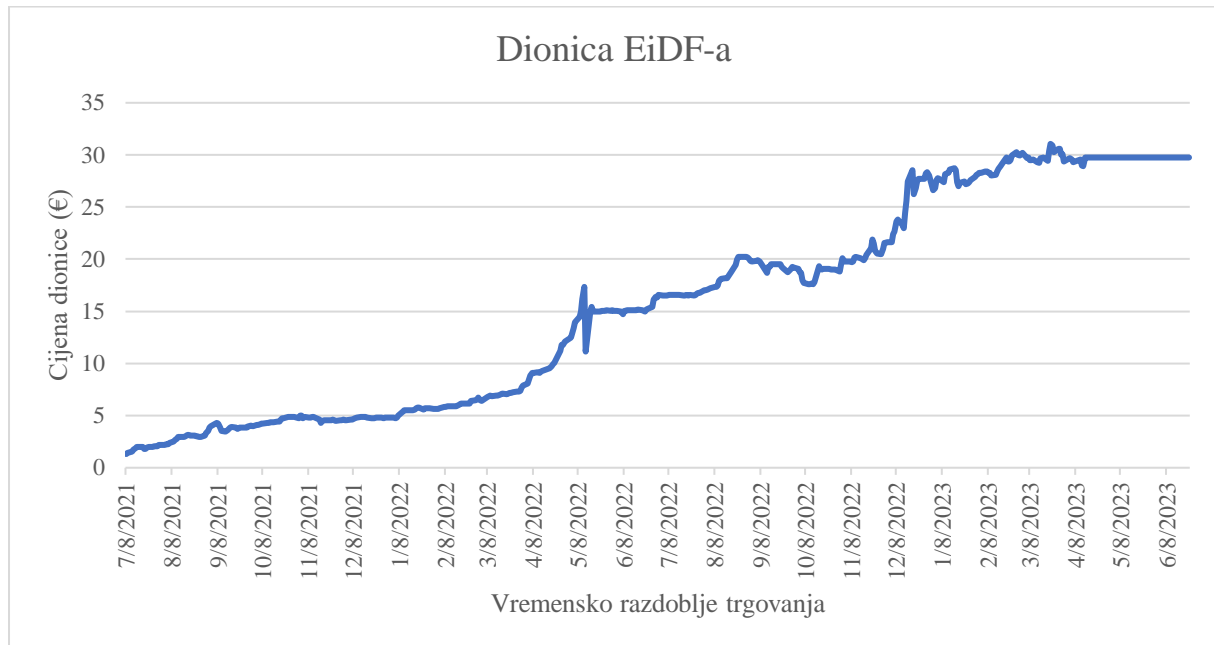
#### **4.7. Usporedba kretanja cijene dionica društva SPAN d.d. i odabranih društava**

U studenom 2022. godine društvo SPAN d.d. je od strane Europske komisije proglašeno jednom od triju najboljih europskih kompanija koje su izašle na tržište kapitala, a nagradu su dodjeljivale Europska komisija, Federacija europskih burzi i Udruženje europskih izdavatelja. Društvo je izabrano u kategoriji *Rising Star* koja uključuje najbolje europske male i srednje kompanije s tržišnom kapitalizacijom do 200 milijuna eura (SPAN, 2022b).

Preostala dva društva koja su proglašena najboljima su španjolska kompanija EiDF specijalizirana za solarnu energiju te izlistana na španjolskom tržištu za mala i srednja poduzeća BME Growth te francuska kompanija Omer-Decugis & Cie, izlistana na Euronext Paris, koja se bavi proizvodnjom, obradom i distribucijom svježeg voća i povrća. U nastavku je prikazana

cijena dionica navedenih kompanija u svrhu usporedbe kretanja cijena s cijenom dionice društva SPAN d.d.

Društvo EiDF izlistano je od 8. srpnja 2021. godine, a narednim Grafikonom 7. je prikazano kretanje cijene dionice navedenog društva.

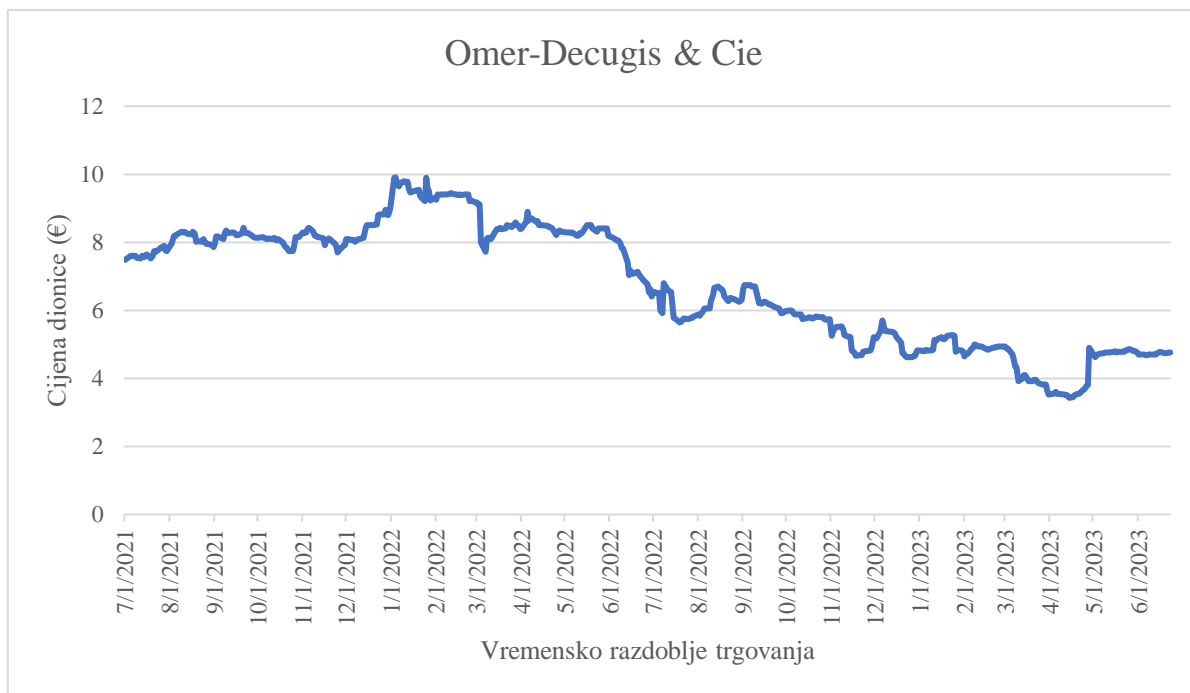


Grafikon 7. Kretanje cijene dionice kompanije EiDF

Izvor: izrada autora prema podacima Yahoo! Finance (2023)

Cijena dionice promatrane kompanije se u manje od dvije godine povećala s 1,31 euro na 29,76 eura pri čemu je nakon godine dana trgovanja cijena dionice dosegla cijenu od 16,55 eura. Nakon toga, nastavio se rast cijene te je najveću zaključnu cijenu dionica imala 22. ožujka 2023. godine kada je cijena iznosila 31,06 eura. S druge strane, dionicom se trgovalo do 14. travnja 2023. godine kada je cijena dionice iznosila 29,76 eura te je nakon toga suspendirana trgovina navedenom dionicom od strane regulatora zbog izostanka objave financijskih izvještaja nakon pronađenih odstupanja od strane revizije.

Nadalje, Grafikonom 8. prikazano je kretanje cijene dionice kompanije Omer-Decugis & Cie.



Grafikon 8. Kretanje cijene dionice kompanije Omer-Decugis & Cie

Izvor: izrada autora prema podacima Euronext (2023)

Promatrana dionica je uvrštena na Euronext Paris 1. srpnja 2021. godine te je tada njena cijena iznosila 7,49 eura. Cijena dionice nakon izlistanja raste sve do 23. veljače 2022. godine kada je cijena dionice iznosila 9,40 eura, nakon čega kreće pad cijene dionice sve do travnja 2023. godine kada je cijena iznosila svega 3,43 eura. Nakon toga slijedi rast cijene dionice te je cijena dionice na 23. lipnja 2023. godine iznosila 4,77 eura.

Nakon prikazanog kretanja cijene dionica, narednom Tablicom 15. su uspoređeni određeni pokazatelji dionica promatranih društava.

Tablica 15. Usporedba prinosa i VaR-a dionica promatranih kompanija

	<b>Prosječni dnevni prinos (geom.)</b>	<b>Prosječno odstupanje (geom. sred.)</b>	<b>Prosječni dnevni prinos (aritm.)</b>	<b>Prosje. odstupanje (aritm. sred.)</b>	<b>Dnevni VaR 99 % (povijesni)</b>	<b>CVAR 99 %</b>
<b>SPAN</b>	0,22 %	2,14 %	0,25 %	2,18 %	5,62 %	6,93 %
<b>EiDF</b>	0,69 %	3,43 %	0,75 %	3,32 %	7,71 %	12,81 %
<b>Omer-Decugis &amp; Cie</b>	-0,09 %	2,28 %	-0,06 %	2,35 %	7,41 %	8,79 %

Izvor: izrada autora

Dionica kompanije EiDF je imala prosječni dnevni geometrijski prinos od 0,69 % do suspenzije od strane regulatora, dok je prosječni prinos Omer-Decugis & Cie u razdoblju od izlistanja do 23. lipnja 2023. godine bio negativan. Dionica SPAN je u razdoblju od uvrštenja na ZSE do 23. lipnja 2023. ostvarivala prosječni geometrijski prinos od 0,22 % uz prosječno odstupanje 2,14 %, što je najmanje prosječno odstupanje od promatranih kompanija. Također, dnevni VAR dionice SPAN pri 99 % signifikantnosti je iznosio 5,62 % te je bio niži od preostale dvije promatrane kompanije, pri čemu postoji 99-postotna vjerojatnost da se na dionici kompanije Omer-Decugis & Cie u jednom danu neće izgubiti više od 7,41 % uložениh sredstava. S druge strane, dok se trgovalo s dionicom kompanije EiDF, postojalo je 99 % vjerojatnosti kako se u jednom danu ne može izgubiti više od 7,71 % uložениh sredstava, što je najveći Value-at-Risk pri signifikantnosti 99 % među promatranim kompanijama. Na kraju, dionica SPAN ima i najmanji CVAR koji pri signifikantnosti 99 % iznosi 6,93 %, dok je kod dionice EiDF-a on iznosio 12,81 %, što je gotovo dvostruko više nego kod dionice SPAN.



## 5. Rasprava

Proces javne ponude dionica društva SPAN d.d. bio je izuzetno uspješan što pokazuje velika potražnja za dionicama od strane zaposlenika, malih i profesionalnih ulagatelja te investitora. Velika potražnja za dionicom je dovela do prodaje ponuđenih dionica po maksimalnoj cijeni u ponuđenom rasponu od 170 kuna po dionici. Javnom ponudom su prodane sve ponuđene dionice koje čine 29,5 % ukupnih dionica te je prikupljeno 101.185.000 kuna.

Nadalje, poslovanje društva se znatno poboljšalo nakon provedene javne ponude dionica, na što ukazuju vertikalna i horizontalna analiza financijskih izvještaja te analizirani financijski pokazatelji. Naime, društvo je u 2021. godini i 2022. godini povećalo prihode u svakom segmentu poslovanja u odnosu na prethodnu godinu, a i počelo je ostvarivati veći udio prihoda na inozemnim tržištima nego prije javne ponude dionica. Horizontalna i vertikalna analiza ukazuju na promjene u strukturi bilance prije i poslije javne ponude dionica. U dugotrajnoj imovini u 2020. godini najvrjednija stavka su bile nekretnine, postrojenja i oprema te je ta stavka poslije javne ponude dionica dodatno rasla, no rasla je i stavka ulaganja u ovisna društva koja je u 2022. godini porasla za gotovo 20 milijuna kuna, odnosno 69,61 % u odnosu na 2021. godinu. Tu se može vidjeti da je dio novca prikupljen od javne ponude usmjeren na dodatna ulaganja, preuzimanje drugih društava i širenje poslovanja. Također, nakon inicijalne ponude rasla je i stavka zaliha koja je u 2020. godini činila manje od 1 % ukupne imovine. No, najveća promjena se dogodila u stavci novca u banci i blagajni koja je u 2021. godini narasla za preko 110 milijuna eura. Takav rast je rezultat prikupljenog novca od javne ponude dionica koja se dogodila u rujnu 2021. godine, što sugerira da se prikupljeni kapital nije trošio do kraja navedene godine. U odnosu na 2021. godinu, u 2022. godini stavka novca u banci i blagajni se smanjila za 20 milijuna kuna, što odgovara rastu ulaganja u ovisna društva te rastu stavke nekretnina, postrojenja i opreme. Uz to, društvo je u 2022. godini otkupilo društvo Ekobit d.o.o. te je osnovalo Fintech Digital Services d.o.o te Span centar kibernetičke sigurnosti d.o.o. U pasivi društva ističe se promjena odnosa vlastitog i tuđeg financiranja, pri čemu je omjer u 2020. godini činio 30 % kapital, a 70 % obveze, dok se poslije javne ponude omjer preokrenuo u 60 % kapitala te 40 % obveza. Također, društvo je poslije javne ponude dionica uspjelo smanjiti dugoročne obveze, te na kraju i ukupne obveze u odnosu na 2020. godinu. Među stavkama kapitala poslije javne ponude dionica ističu se kapitalne rezerve koje iznose preko 79 milijuna kuna te značajan porast zadržane dobiti.

Vertikalnom i horizontalnom analizom računa dobiti i gubitka vidljivo je da se struktura udjela prihoda i rashoda nije značajnije mijenjala, ali se udio ukupnih rashoda u ukupnim prihodima smanjivao u vremenu nakon javne ponude dionica te se time udio neto dobiti povećavao. Uz to, i horizontalna analiza pokazuje veći rast prihoda od rashoda u promatranim godinama, što je dovelo i do stalnog rasta bruto i neto dobiti.

Također, i financijski omjeri ukazuju na znatno poboljšanje financijskog položaja i rast profitabilnosti društva nakon javne ponude dionica. Svi promatrani pokazatelji likvidnosti su se višestruko povećali nakon javne ponude dionica, što je i očekivano zbog priljeva značajne količine novca kao rezultata IPO-a. Pokazatelji zaduženosti su, kao i vertikalna analiza pasive, ukazali na promjenu u omjeru duga i glavnice te u koeficijentima tuđeg i vlastitog financiranja. S druge strane, pokazatelji aktivnosti su se smanjili neposredno nakon javne ponude dionica, no u 2022. godini su se ponovno povećali. Takvo smanjenje pokazatelja aktivnosti je očekivano zbog značajnog povećanja kratkotrajne imovine te posljedično i ukupne imovine. No, unatoč povećanju dugotrajne imovine, koeficijent obrta potraživanja se povećao, odnosno prosječno vrijeme naplate potraživanja se smanjilo, što uz stalno povećanje poslovnih prihoda koji ne prati i stalan rast stavke potraživanja sugerira na poboljšanje u politici naplate društva. Na kraju, pokazatelji profitabilnosti kroz neto profitnu maržu te povrat na imovinu i povrat na kapital ukazuju na značajno poboljšanje učinkovitosti cjelokupnog poslovanja poduzeća.

Nadalje, učinci IPO-a se više osjete na razini SPAN Grupe pošto se većina potrošenog novca prikupljenog javnom ponudom utrošila na ulaganja u povezana poduzeća, odnosno pripajanje i akvizicije drugih društava, pri čemu se ističe preuzimanje društva Ekobit d.o.o. za 37,4 milijuna kuna u 2022. godini te preuzimanje GT Tarkvare iz Estonije za procijenjenih 11,4 milijuna eura u 2023. godini. Također, poslovni rezultati Grupe znatno su se popravili nakon provedene javne ponude, pri čemu je neto dobit Grupe u 2022. godini iznosila preko 50 milijuna kuna, uz znatan rast poslovanja Grupe. Navedeni porast poslovanja i neto dobiti očituje se i kroz porast neto profitne marže, ali i rast povrata na imovinu (ROA) koji se povećao s 3,25 % u 2020. godini na 6,78 % u 2021. godini te na 12,14 % u 2022. godini. S druge strane, povrat na kapital (ROE) se u 2021. godini blago smanjio u odnosu na godinu prije s 13,42 % na 12,29 %, a na pad pokazatelja je utjecao značajan porast kapitala na kraju godine zbog provedenog IPO-a. Već u 2022. godini povrat na kapital je ponovno rastao te iznosio 21,22 %, što ukazuje da je Grupa uspješno povećala profitabilnost u odnosu na povećani kapital. Također, Grupa je IPO-om učvrstila svoju stabilnost smanjenjem koeficijenta zaduženosti ispod 50 % te posljedično

povećanjem koeficijenta vlastitog financiranja iznad 50 %, što u godini prije provedenog postupka nije bio slučaj.

Unatoč navedenim pozitivnim učincima javne ponude dionica na razini društva SPAN d.d. te na razini SPAN Grupe, i dalje se ističe stavka novca u banci i blagajni koja je u 2022. godini činila 30 % ukupne imovine na razini društva te 35 % imovine na razini Grupe. Stoga je isplativost takve financijske odluke da većina novca prikupljenog javnom ponudom stoji neiskorišteno na računu, uzevši u obzir da je u 2022. godini prosječna stopa inflacije iznosila 10,8 %, vrlo upitna.

Nakon uvrštenja na Službeno tržište Zagrebačke burze, dionica SPAN je kroz naredno razdoblje od 21 mjeseca ostvarivala prosječan dnevni prinos od 0,22 %, pri čemu se cijena dionice do kraja promatranog razdoblja povećala za više od 160 % u odnosu na početnu cijenu. Ovakav porast cijene dionice društva zajedno sa analiziranim pokazateljima ukazuje na uspješnost postupka IPO-a kako za društvo, tako i za investitore u njega, no ostaje pitanje jesu li financijski pokazatelji mogli biti još bolji da se prikupljeni novac u potpunosti iskoristio.

## 6. Zaključak

Javna ponuda dionica predstavlja prekretnicu u poslovanju društva gdje se društvo otvara prema javnosti te uključuje nove investitore u svoju vlasničku strukturu. Uspješnost ovog postupka može se primjerice očitovati kroz postignutu prodajnu cijenu ponuđenih dionica, uspješno korištenje prikupljenog kapitala nakon javne ponude, poboljšanje poslovanja ili kretanje cijene dionica na tržištu. Pozitivni efekti provedene javne ponude dionica na razini SPAN Grupe vidljivi su kroz značajno povećanje neto dobiti te povećanje imovine i kapitala uz istodobno smanjenje ukupnih obveza Grupe, što se odrazilo i na poboljšanje financijskih pokazatelja SPAN Grupe među kojima se ističu povećanje povrata na imovinu (ROA), povrata na kapital (ROE) te koeficijenta vlastitog financiranja. S druge strane, društvo SPAN d.d. kroz 2021. i 2022. godinu nije u potpunosti iskoristilo prikupljeni kapital, štoviše, većina prikupljenog kapitala se na kraju 2022. godine nalazila u novcu u banci i blagajni, što je svakako upitna financijska odluka zbog visoke stope inflacije u promatranom razdoblju te se postavlja pitanje zašto se društvo nije odlučilo na kratkoročno ulaganje prikupljenog kapitala umjesto da novac gubi vrijednost na računu u banci. Potencijalni odgovor se nalazi u preuzimanju društva GT Tarkvara za potencijalnih 11,4 milijuna eura u ožujku 2023. godine te je moguće da je društvo čuvalo prikupljeni kapital za ovu kapitalnu transakciju. Stoga, može se zaključiti da društvo postupno ulaže prikupljeni kapital u širenje poslovanja, osnivanje novih te pripajanje i akviziciju drugih društava u skladu s postavljenim planom i ciljevima IPO-a. Društvo također ulaže u nekretnine, postrojenja i opremu te smanjuje svoje obveze, uz istodobno povećanje prihoda i dobiti društva. Također, osim što je postiglo maksimalnu cijenu u rasponu prilikom javne ponude dionica, tržišna cijena dionice kontinuirano raste, što sve zajedno ukazuje na izuzetno uspješan postupak javne ponude dionica te unaprjeđenje poslovanja nakon postupka.

Među prepreke i ograničenja istraživanja prilikom analize društva SPAN d.d. može se ubrojiti kratko vrijeme nakon provedenog postupka javne ponude dionica, pri čemu je prošla samo jedna cijela financijska godina za koju su objavljeni financijski izvještaji te je teško odrediti svrhu korištenja prikupljenog kapitala u cijelosti. Također, društvo SPAN d.d. je prvo IT društvo nakon 20 godina koje je izašlo na Zagrebačku burzu te stoga nema drugih društava na Zagrebačkoj burzi iz istog sektora s kojim bi se mogla usporediti uspješnost postupka javne ponude dionica te kretanje cijene dionica. Također, zbog malog broja povijesnih podataka, odnosno nepune dvije godine, određivanje VaR-a i CVaR-a pokazuje nedostatke te su njihovi iznosi gotovo identični. Sličan problem se javlja i pri analiziranju korelacije prinosa dionice

SPAN s indeksom CROBEX zbog još kraćeg vremenskog razdoblja i iznimno malog koeficijenta determinacije.

Stoga, preporučuje se nakon nekoliko godina ponoviti analizu promatranog društva i utvrditi svrhu prikupljenog kapitala kada bude iskorišten u cijelosti te se usmjeriti na analizu grupe SPAN u cijelosti, a ne samo društva SPAN d.d. Također, kako je dionica SPAN uključena u sastav indeksa CROBEX i CROBEXtr, preporučuje se analizirati kretanje cijene dionice SPAN, navedenih indeksa te drugih dionica u sastavu navedenih indeksa nakon proteka dužeg vremenskog perioda.

Zaključno, SPAN d.d. je društvo iz atraktivne industrije koje izuzetno uspješno posluje na domaćem i inozemnim tržištima, ostvaruje dobit te ispunjava očekivanja svojih dioničara. Svojom uspješnom javnom ponudom dionica i uvrštenjem na Zagrebačku burzu pokazalo je mogući put ka uspjehu i drugim poduzećima iz IT sektora.

## Popis literature

1. Divjak, S., Topić, D. i Bahtijarević, E. (2020). Capital Markets in Croatia. Dostupno na: <https://ceelegalmatters.com/capital-markets-2020/capital-markets-croatia-2020> (pristupljeno 22.6.2023.)
2. Euronext (2023). Omer-Decugis & Cie. Dostupno na: <https://live.euronext.com/fr/product/equities/FR0014003T71-ALXP> (pristupljeno 26.6.2023.)
3. Fernando, J. (2023). Initial Public Offering (IPO): What It Is and How It Works. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp#toc-advantages-and-disadvantages-of-an-ipo> (pristupljeno 22.6.2023.)
4. Ibbotson, R. G. i Ritter, J. R. (1995). Initial public offerings. *Handbooks in operations research and management science*, 9, 993-1016. Dostupno na: [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S092705070580074X?ref=pdf\\_download&fr=RR-2&rr=7dc65dcf6efbc205](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S092705070580074X?ref=pdf_download&fr=RR-2&rr=7dc65dcf6efbc205) (pristupljeno 22.6.2023.)
5. Hrportfolio (2021). Odobren izlazak Spana na ZSE. Dostupno na: <https://hrportfolio.hr/vijesti/trziste-kapitala/odobren-izlazak-spana-na-zse-65651> (pristupljeno 24.6.2023.)
6. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (2023). Popis odobrenih prospekata. Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/trziste-kapitala/prospekti/popis-odobrenih-prospekata/#section1> (pristupljeno 22.6.2023.)
7. Rončević, A., Vuković, J. i Gregorić, M. (2021). Financiranje poslovanja poduzeća emisijom dionica - pregled i trendovi u Republici Hrvatskoj. *Obrazovanje za poduzetništvo/Education for Enterprenuership: znanstveno stručni časopis o obrazovanju za poduzetništvo*, 11(2), 119-129. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/388895> (pristupljeno 23.6.2023.)
8. SPAN (2021a). Javni poziv na podnošenje izjava o prihvatu ponude na kupnju dionica društva SPAN d.d. Dostupno na: <https://www.span.eu/hr/media/javni-poziv/> (pristupljeno 24.6.2023.)
9. SPAN (2021b). Pravila alokacije kupljenih ponuđenih dionica. Dostupno na: <https://www.span.eu/en/media/pravila-alokacije/> (pristupljeno 24.6.2023.)

10. SPAN (2021c). Prospekt u vezi s javnom ponudom i uvrštenjem dionica na uređeno tržište. Dostupno na: <https://www.span.eu/media/cksjwagk/prospekt-span.pdf> (pristupljeno 23.6.2023.)
11. SPAN (2021d). Spanove dionice na Zagrebačkoj burzi - Javnom ponudom prikupljeno 101 milijun kuna. Dostupno na: <https://www.span.eu/hr/price/spanove-dionice-na-zagrebackoj-burzi/> (pristupljeno 24.6.2023.)
12. SPAN (2022a). Godišnje izvješće 2021. Dostupno na: <https://www.span.eu/hr/media/godisnji-izvjestaj-za-2021-span-grupa-i-span-d-d/> (pristupljeno 27.6.2023.)
13. SPAN (2022b). Span među tri najbolje Rising Star kompanije izlistane na europskim burzama. Dostupno na: <https://www.span.eu/hr/price/span-medu-tri-najbolje-rising-star-kompanije-izlistane-na-europskim-burzama/> (pristupljeno 26.6.2023.)
14. SPAN (2023a). Godišnje izvješće 2022. Dostupno na: <https://www.span.eu/hr/media/span-godisnje-izvjesce-2022/> (pristupljeno 24.6.2023.)
15. SPAN (2023b). O nama. Dostupno na: <https://www.span.eu/hr/o-nama/> (pristupljeno 23.6.2023.)
16. SPAN (2023c). Span preuzeo GT Tarkvaru, vodećeg estonskog Microsoft partnera. Dostupno na: <https://www.span.eu/hr/price/span-preuzeo-gt-tarkvaru-vodeceg-estonskog-microsoft-partnera/> (pristupljeno 23.6.2023.)
17. Trust Capital Group (2011a). IPO benefits. Dostupno na: <https://www.trust-capital.com/page.php?id=73&&PHPSESSID=798a964978326d6fb0a20625b21ecca6> (pristupljeno 23.6.2023)
18. Trust Capital Group (2011b). Is IPO for your company?. Dostupno na: <https://www.trust-capital.com/page.php?id=72&> (pristupljeno 23.6.2023)
19. Van Horne, J. C. i Wachowicz, J. M. (2014). *Osnove financijskog menadžmenta*. Zagreb: Naklada MATE.
20. Yahoo! Finance (2023). Energía, Innovación y Desarrollo Fotovoltaico, S.A. Dostupno na: <https://finance.yahoo.com/quote/EIDF.MC?p=EIDF.MC> (pristupljeno 26.6.2023.)
21. Zagrebačka burza (2023a). Financiranje putem tržišta kapitala: Inicijalne javne ponude. Dostupno na: <https://zse.hr/hr/inicijalne-javne-ponude/206> (pristupljeno 22.6.2023.)
22. Zagrebačka burza (2023b). Financiranje putem tržišta kapitala: Prednosti uvrštavanja na uređeno tržište. Dostupno na: <https://zse.hr/hr/prednosti-uvrstjenja-na-uredjeno-trziste/204> (pristupljeno 22.6.2023.)

23. Zagrebačka burza (2023c). Segmenti uređenog tržišta: Redovito tržište. Dostupno na: <https://zse.hr/hr/redovito-trziste-208/208> (pristupljeno 22.6.2023.)
24. Zagrebačka burza (2023d). Segmenti uređenog tržišta: Službeno tržište. Dostupno na: <https://zse.hr/hr/sluzbeno-trziste-210/210> (pristupljeno 22.6.2023.)
25. Zagrebačka burza (2023e). Segmenti uređenog tržišta: Vodeće tržište. Dostupno na: <https://zse.hr/hr/vodece-trziste-212/212> (pristupljeno 22.6.2023.)
26. Zagrebačka burza (2023f). Trgovanje: Segmenti tržišta. Dostupno na: <https://zse.hr/hr/segmenti-trzista/96> (pristupljeno 22.6.2023.)
27. Zagrebačka burza (2023g). SPAN d.d. Dostupno na: [https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRSPANRA0007&tab=security\\_history&date\\_from=2021-06-03&date\\_to=2023-06-29&model=ALL](https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRSPANRA0007&tab=security_history&date_from=2021-06-03&date_to=2023-06-29&model=ALL) (pristupljeno 27.6.2023.)



## Popis tablica

Tablica 1. Horizontalna analiza aktive društva SPAN d.d.....	18
Tablica 2. Horizontalna analiza pasive društva SPAN d.d. ....	20
Tablica 3. Vertikalna analiza aktive društva SPAN d.d. ....	22
Tablica 4. Vertikalna analiza pasive društva SPAN d.d.....	23
Tablica 5. Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka društva SPAN d.d. ....	25
Tablica 6. Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka društva SPAN d.d.....	26
Tablica 7. Pokazatelji likvidnosti društva SPAN d.d.....	28
Tablica 8. Pokazatelji zaduženosti društva SPAN d.d. ....	29
Tablica 9. Pokazatelji aktivnosti društva SPAN d.d. ....	30
Tablica 10. Pokazatelji ekonomičnosti društva SPAN d.d. ....	30
Tablica 11. Pokazatelji profitabilnosti društva SPAN d.d. ....	31
Tablica 12. Osnovni financijski podaci SPAN Grupe .....	32
Tablica 13. Odabrani financijski pokazatelji SPAN Grupe .....	34
Tablica 14. Value-at-Risk dionice SPAN.....	36
Tablica 15. Usporedba prinosa i VaR-a dionica promatranih kompanija.....	39

## **Popis slika**

Slika 1. Organizacija društva SPAN i ovisnih društava u 2022. godini ..... 10

## Popis grafikona

Grafikon 1. Kretanje prihoda poslovnih segmenata društva SPAN d.d. u razdoblju od 2020. do 2022. godine .....	13
Grafikon 2. Udio pojedinog segmenta poslovanja u poslovnim приходima društva SPAN d.d. u razdoblju od 2020. do 2022. godine .....	14
Grafikon 3. Prihodi po geografskim tržištima društva SPAN d.d. u 2020. godini .....	15
Grafikon 4. Prihodi po geografskim tržištima društva SPAN d.d. u 2021. godini .....	16
Grafikon 5. Prihodi po geografskim tržištima društva SPAN d.d. u 2022. godini .....	17
Grafikon 6. Kretanje cijene dionice društva SPAN d.d. ....	35
Grafikon 7. Kretanje cijene dionice kompanije EiDF .....	38
Grafikon 8. Kretanje cijene dionice kompanije Omer-Decugis & Cie .....	39