

# FINANCIRANJE PREUZIMANJA, SPAJANJA I PRIPAJANJA PODUZEĆA

---

**Antolašić, Ivana**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2021**

*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:145:928042>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-05**



*Repository / Repozitorij:*

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



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Stručni studij (Računovodstvo)

Ivana Antolašić

**FINANCIRANJE PREUZIMANJA, SPAJANJA I PRIPAJANJA  
PODUZEĆA**

Završni rad

Osijek, 2021.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Stručni studij (Računovodstvo)

Ivana Antolašić

**FINANCIRANJE PREUZIMANJA, SPAJANJA I PRIPAJANJA  
PODUZEĆA**

Završni rad

**Kolegij: Poslovne financije**

JMBAG: 0010115682

e-mail: iantolasic@efos.hr

Mentor: prof.dr.sc. Domagoj Sajter

Osijek, 2021.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek  
Faculty of Economics in Osijek  
Professional Study (Accounting)


Ivana Antolašić

**FINANCING OF ACQUISITIONS, MERGERS AND  
MERGERS OF COMPANIES**

Final paper

Osijek, 2021.

**IZJAVA**  
**O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,**  
**PRAVU PRIJENOSA INTELKTUALNOG VLASNIŠTVA,**  
**SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA**  
**I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA**

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je ZAVRŠNI (navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) 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 znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
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:** Ivana Antolašić

**JMBAG:** 0010115682

**OIB:** 18731536714

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

**Naziv studija:** Stručni preddiplomski studij Osijek

**Naslov rada:** Financiranje preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća

**Mentor/mentorica diplomskog rada:** prof.dr.sc. Domagoj Sajter

U Osijeku, rujan 2021. godine

Potpis



## Sadržaj

<b>1</b>	<b>Uvod .....</b>	<b>5</b>
1.1	Definicija rada .....	5
1.2	Svrha i ciljevi rada .....	5
1.3	Metodologija rada.....	5
1.4	Struktura rada .....	5
<b>2</b>	<b>Općenito o financiranju preuzimanja, spajanju i pripajanju poduzeća.....</b>	<b>7</b>
<b>3</b>	<b>Procjene vrijednosti poduzeća.....</b>	<b>13</b>
3.1	Statičke metode.....	13
3.1.1	Knjigovodstvena vrijednost .....	13
3.1.2	Likvidacijska metoda .....	14
3.2	Dinamičke metode .....	15
3.2.1	Procjena vrijednosti metodom multiplikatora.....	15
3.2.2	Diskontirani novčani tok (engl. Discounted Cash Flow).....	16
<b>4</b>	<b>Metode i načini financiranja akvizicija .....</b>	<b>19</b>
<b>5</b>	<b>Primjeri uspješne akvizicije – AT&amp;T i Time Warner .....</b>	<b>23</b>
5.1	O kompaniji AT&T .....	23
5.2	O kompaniji Time Warner Inc.....	24
5.3	Vrednovanje Time Warnera Inc. ....	24
5.3.1	Profitabilnost imovine (ROA) i profitabilnost vlasničke glavnice (ROE).....	25
5.3.2	Izračun slobodnih novčanih tokova Time Warnera Inc.....	26
5.3.3	Proces stjecanja.....	28
5.4	Zaključak o transakciji.....	29
<b>6</b>	<b>Primjer neuspješne akvizicije – RJR Nabisco .....</b>	<b>31</b>
6.1	O kompaniji Nabisco .....	31

6.2	O kompaniji R.J.Reynolds.....	31
6.2.1	Vrednovanje R.J. Rynolds tobacco company .....	32
6.2.2	Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice .....	33
6.2.3	Izračun novčanih tokova R.J. Reynoldsa.....	34
6.2.4	Proces stjecanja.....	36
6.3	Zaključak o transakciji.....	37
<b>7</b>	<b>Zaključak.....</b>	<b>39</b>
<b>8</b>	<b>Literatura .....</b>	<b>40</b>
<b>9</b>	<b>Popis tablica .....</b>	<b>43</b>

## **Sažetak**

Predmet ovog rada je analiza procesa financiranja preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća, odnosno strategije strukturiranja, pripreme, provođenja i zaključenja akvizicije druge tvrtke.

U posljednjem desetljeću su spajanja i akvizicije, uz strateške saveze, najzastupljeniji oblik poslovanja, a kroz ovaj rad će se istražiti koliko su određena poduzeća i njihov menadžment prepoznali važnost spajanja i akvizicija te koliko su uspješni u tome.

Prvi dio rada obrađuje pojam akvizicije, koji su razlozi te ciljevi spajanja i pripajanja poduzeća, metode i načine procjene vrijednosti poduzeća, gdje se ukazuje i na mogući rizik. Vrlo je bitno odabrati što efikasniju metodu procjene poduzeća čija točnost ovisi o velikom broju čimbenika te svaka od njih ima svoje prednosti i nedostatke što će se vidjeti nastavno u tekstu.

Nadalje, financiranje akvizicije omogućava korisnicima da ispune svoje trenutne težnje za akvizicijom pružajući neposredne resurse koji se mogu primijeniti na transakciju.

U drugom dijelu rada obrađuju se uspješno i neuspješno preuzimanje poduzeća gdje se analiziraju metode preuzimanja na konkretnim primjerima na temelju kojih se može vidjeti zašto se uopće krenulo u proces preuzimanja.

Ključne riječi: financiranje, preuzimanje, spajanje poduzeća, akvizicije, procjena poduzeća



## **Summary**

The subject of this thesis is the financing and of takeovers, merger and acquisitions, in fact the strategy of structuring, preparing, implementing and concluding the acquisition of another company.

In the last decade, mergers and acquisitions, along with the strategic alliances, are the most common form of business, and this paper will explore how certain companies and their management have recognized the importance of mergers and acquisitions and how successful they are.

The first part of this thesis deals with the concept of acquisition, what are the reasons and objectives of mergers and acquisitions, methods and was of assessing the value of the company, where the possible risk is indicated. It is important to choose the most efficient method of assessing companies whose accuracy depends on a big number of factors, and each of them has its advantages and disadvantages, which will be seen later in the text.

Furthermore, the financing of the acquisitions enables the users to fulfill their current aspirations for the acquisitions by providing immediate resources that can be applied to the transaction, which are the resources, sources of funding are addressed in the paper.

The second part of the paper deals with successful and unsuccessful takeovers of companies, where the methods of takeovers are analyzed on concrete examples based on which it is possible to see why the takeover process started.

Keywords: financing, takeovers, mergers, acquisitions, the value of the company

# **1 Uvod**

## **1.1 Definicija rada**

Spajanje poduzeća i stjecanja omogućavaju i označavaju brojne operacije koje obuhvaćaju reorganizaciju trgovačkih društava tj. kada se pogonska poduzeća stapaju ili preuzimaju kontrolu cjelokupnog ili djelomičnog poslovanja drugih trgovačkih društava odnosno poduzeća u stvaranju zajedničkih ciljeva. Tada je nužno procijeniti vrijednost nekog poduzeća čija je svrha određivanje vrijednosti cijelog poduzeća ili njihovih dijelova za procjenu isplativosti kupnje, prodaje ili spajanja. Ovim radom će se prikazati primjena procjene poduzeća te financiranje preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća.

## **1.2 Svrha i ciljevi rada**

Cilj rada je istražiti procjene vrijednosti poduzeća, razraditi načine financiranja, spajanja i pripajanja poduzeća te analiza uspješnosti istih.

## **1.3 Metodologija rada**

Za izradu ovog rada prikupljena je potrebna stručna literatura, dokumenti te dostupne informacije sa web stranica koje sadrže znanja iz područja spajanja poduzeća, akvizicija i procjene vrijednosti istih. Prilikom izrade ovog završnog rada razmatrano je poduzeće Warner Media kao primjer uspješnog spajanja, te poduzeće RJR Nabisco kao primjer neuspješnog spajanja, a ti primjeri su dali uvid u informacije koje su potrebne za ovu tematiku.

## **1.4 Struktura rada**

Prvo poglavlje sadržava definicije tj. značenje samog pojma preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća, ciljeve i svrhu istih.

Drugo poglavlje sastoji se od analize i popisa metoda procjene vrijednosti ciljanog poduzeća te objašnjenja tih metoda.

Treće poglavlje objašnjava metode i načina financiranja preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća.

U četvrtom poglavlju tema je analiza uspješnog primjera preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća, dok je u petom poglavlju tema primjer neuspješnog preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća.

Zaključak rada nalazi se na samom kraju te nam ujedno daje osvrt na cjelokupni završni rad i njegovu tematiku.

## 2 Općenito o financiranju preuzimanja, spajanju i pripajanju poduzeća

Spajanje poduzeća je postupak koji obuhvaća operacije kao što su kupnje, stapanja, preuzimanja, konsolidacije itd., a pripajanje obuhvaća postupak u kojem jedno ili više poduzeća tj. društava prenosi cijelu svoju imovinu drugom društvu, bez likvidacije, i prijenosom prestaje poslovati. Iako spajanje i stjecanje poduzeća zvuči isto, to nije tako. Spajanje je oblik eksterne ekspanzije gdje poslovni subjekti kupuju tekući posao putem korporativnih kombinacija te pomaže u poslovanju u maksimiziranju profita i rasta.

Prema definiciji Ministarstva pravosuđa i uprave Republike Hrvatske, „Spajanje je propisano Zakonom o trgovačkim društvima na način da se u postupku spajanja više dioničkih društava u novo dioničko društvo upućuje na primjenu odredbi o pripajanju.

Prema navedenom izvoru mogu se nabrojati sljedeće dopuštene vrste pripajanja i spajanja:

- Pripajanje jednog ili više dioničkih društava drugom dioničkom društvu
- Pripajanje jednog ili više dioničkih društava društvu s ograničenom odgovornošću
- Pripajanje jednog ili više društava s ograničenom odgovornošću drugom društvu s ograničenom odgovornošću
- Pripajanje jednog ili više društava s ograničenom odgovornošću dioničkom društvu

Prilikom postupka pripajanje potrebne su sljedeće radnje:

a) Prethodne radnje prije pripajanja i pregovori:

- svako društvo za sebe radi procjenu poslovne opravdanosti pripajanja,
- uprave tj. izvršni direktori društva pregovaraju o obveznim i dopunskim sadržajima ugovora o pripajanju, rokovima i slično,
- procjena imovine društva u svrhu utvrđivanja omjera zamjena dionica.

b) Ugovor o pripajanju sklapaju uprave društva i moraju se sklopiti u obliku javnobilježničke isprave:

- Upis u sudski registar odmah po sklapanju ugovora i pripajanju te se daje dioničarima na uvid.

c) Izvješće o pripajanju:

- kojim se pravo i gospodarski obrazlaže ugovor o pripajanju te ga sastavljaju uprave tj. izvršni direktori.

d) Revizija ugovora o pripajanju:

- sud imenuje revizore koji izrađuju izvješće o provedenoj reviziji kako bi se dioničari upoznali sa postupkom i ekonomskom opravdanošću pripajanja, na temelju kojih je nadzorni odbor dužan provjeriti postupak te mora dostaviti izvješće glavnoj skupštini.
- e) Odluka glavne skupštine: kada ugovor o pripajanju odobre glavne skupštine, on postaje valjan (*čl.516.Zakona o trgovačkim društvima, Narodne novine, br.152/2011.*).
- f) Prijava za upis pripajanja i njeni učinci:
- Svako društvo obavezno je podnijeti prijavu za upis pripajanja, a društvo preuzimatelj ovlašteno je podnijeti obje prijave.
  - Upisom pripajanja u sudski registar društva preuzimatelja prestaje pripojeno društvo, društvo preuzimatelj je sveopći pravni slijednik imovina i obveze pripojenog društva prelaze na društvo preuzimatelja.

Dopuštena spajanja:

- Dva ili više dionička društva u novo dioničko društvo tj.
- Dva ili više dionička društva s ograničenom odgovornošću u novo društvo s ograničenom odgovornošću.

Navedenim spajanjima dolazi do sljedećih pravnih posljedica:

- a) Skupština društva donosi odluku o spajanju.
- b) Dioničari/članovi društva koja se spajaju sada postaju dioničari/članovi novog društva.
- c) Provođi se postupak zamjene dionica/poslovnih udjela društava, no za razliku od pripajanja, dionice/poslovni udjeli mijenjaju se za dionice/poslovne udjele novog a ne postojećeg društva.
- d) Sve tražbine i obveze društva koje se spaja trenutkom spajanja postaju obveze i tražbine novog društva.
- e) Sva imovina društva koja se spajaju prelazi na novo društvo.
- f) Novo društvo treba donijeti novi statut/društveni ugovor koji sklapaju uprave društva koja se spajaju, imenovati prve organe.
- g) Skupštine društava koji se spajaju moraju prethodno potvrditi ugovor da bi on bio valjan.
- h) Izabrati članove nadzornog odbora/upravnog odbora i revizor novog društva.

- i) Prijavu za upis novog društva u sudski registar podnose uprave društva zajednički.
- j) Društva koja se spajaju moraju podnijeti prijavu za upis u sudski registar novog društva sudu na čijem području će biti sjedište tog novog društva. Nije potrebno posebno brisanje društva koja su se spojila u sudskom registru, a članovi društava koja su se spojila postaju članovi novoga društva upisom spajanja. Novo društvo nakon što bude upisano mora prijaviti spajanje društava radi upisa u odgovarajućim registrima spojenih društava.

Među državama članicama usklađena su pravila o pripajanjima i spajanjima društava iz iste države.

Pravila o prekograničnim pripajanjima i spajanjima:

- Propisuju da su moguće statusne promjene društva iz različitih država
- Usklađuju postupanje nadležnih tijela država članica čija društva sudjeluju u prekograničnom pripajanju i spajanju.
- Prekogranično pripajanje je pripajanje u kojem je bar jedno od društava koja sudjeluju u pripajanju (pripojeno društvo ili društvo preuzimatelj) valjano osnovano po pravu Republike Hrvatske, a drugo društvo koje sudjeluje u pripajanju je društvo koje je valjano osnovano po pravu druge države Europske unije ili države Europskog gospodarskog prostora.
- U prekograničnom pripajanju mogu sudjelovati društva kapitala: dioničko društvo (monistički i dualistički model) i društva s ograničenom odgovornošću.“  
(*Ministarstvo pravosuđa i uprave, 2021.*)

Zakonom o računovodstvu (*Narodne novine, br.78/15, 134/15, 120/16, 116/18, 42/40 i 47/20, u daljnjem tekstu: Zakon*) uređuje se računovodstvo poduzetnika, između ostaloga primjena standarda financijskog izvještavanja, sadržaj i javna objava godišnjih financijskih izvještaja te revizije istih.

Članak 20. Zakona uređuje reviziju godišnjih financijskih izvještaja te u stavku 6. propisuje da reviziji podliježu i godišnji financijski izvještaji poduzetnika koji su sudjelovali u poslovnim pripajanjima, spajanjima, odnosno podjelama kao preuzimatelj ili novoosnovana društva ako obvezi revizije ne podliježu prema stavcima 1.,2.,4. i 5. tog članka Zakona.

Također, odredbama članka 19. određuje se da je poduzetnik dužan sastaviti godišnje financijske izvještaje i u slučajevima promjene poslovne godine, statusnih promjena, otvaranja stečajnog postupka ili pokretanja postupka likvidacije nad poduzetnikom i to sa stanjem na dan koji prethodi početku promjene poslovne godine, danu nastanka statusne promjene, danu otvaranja stečajnog postupka ili pokretanja postupka likvidacije. (Ministarstvo financija, 2020.)

Tablica 1: Usporedba spajanja i akvizicije

Osnova za usporedbu	Spajanje	Akvizicija
Značenje	Spajanje podrazumijeva spajanje dviju ili više od dvije tvrtke dobrovoljno radi osnivanja nove tvrtke.	Kada jedan subjekt kupi posao drugog entiteta, poznat je pod nazivom Stjecanje.
Formiranje nove tvrtke	Da	Ne
Priroda odluke	Zajednička odluka tvrtki koje prolaze kroz spajanja.	Prijateljska ili neprijateljska odluka o stjecanju i stjecanju tvrtki.
Minimalni broj uključenih tvrtki	3	2
Svrha	Smanjenje konkurencije i povećanje operativne učinkovitosti.	Za trenutni rast.
Veličina tvrtke	Općenito gledano, veličina poduzeća koja se spajaju je manje-više ista.	Veličina društva preuzimatelja bit će veća od veličine stečene tvrtke.
Pravne formalnosti	Više	Manje

Izvor: *Razlika između spajanja i stjecanja* <https://hr.gadget-info.com/difference-between-merger> [pristupljeno: 08.lipnja 2021.]

Prema Mosleyu pri spajanju povezuju se cjelokupna trgovačka društva i tako stvaraju novu, zajedničku tvrtku, a prijašnja prestaju postojati. Ime novonastalog poslovnog subjekta najčešće preuzima imena dotada samostalnih društava, a sama spajanja se najčešće događaju između dotadašnjih konkurenata na tržištu, odnosno spajaju se poduzeća u istoj grani industrije sa ciljem ujedinjenja resursa, snage i slabosti trgovačkog društva, uklanjanjem trgovinskih barijera, smanjenje konkurencije i postizanje sinergije. Jedan on takvih primjera

je slučaj Daimler-Benz i Chrysler gdje su se zbog zajedničkog interesa spojili u tvrtku Daimler Chrysler, a od novijih primjera mogu se izdvojiti PSA Group i FCA koji su osnovali novi entitet Stellantis. (Mosley, M., 2019.)

Jednom kada su pogoni povezani kupljeno trgovačko društvo može prestati postojati na način da aktivu i pasivu tj. imovinu, obveze i ovlaštenja kupljenog društva preuzme trgovačko društvo kupac. Takvo spajanje naziva se zakonskim dok je podružno spajanje kada kupljeno trgovačko društvo postane stopostotna podružnica matičnog društva. U slučaju kada društva sudionici spajanja prestaju postojati na način da se dva društva spoje u potpuno novo, njihovi dioničari postaju dioničari novog trgovačkog društva i to se naziva spajanje konsolidacijom. Također je moguće da kupac kupi samo dio imovine ili dionica ciljanog trgovačkog društva te ih na taj način poveže sa svojim pogonima dok porezni propisi općenito propisuju porezno oslobođenje za transakcije nastale poslovnim spajanjima. Primjeri takvih pogodnosti su zajedno sa odgodom poreza na kapitalne dobitke i prijenos gubitaka s jednog društva na drugo, prijenos imovine između spojenih društava.

Spajanja se na osnovu odnosa dva trgovačka društva uključena u posao mogu strukturirati na više načina, a to su:

- Horizontalno spajanje – dva trgovačka društva koji su izravni konkurenti i dijele iste linije proizvod i tržišta.
- Okomito spajanje – kupac tj. dobavljač i trgovačko društvo (primjer – dobavljač brašna koji se spaja sa proizvođačem tjestenine) ..
- Kongenerička spajanja – dva trgovačka društva koja na različite načine opskrbljuju istu potrošačku bazu ( primjer – proizvođač tekstila i tvornica odjeće).
- Spajanje radi širenja tržišta – trgovačka društva koja prodaju iste proizvode, ali na različitim tržištima.
- Spajanje radi proširenja proizvoda – trgovačka društva koja prodaju povezane, ali različite proizvode na istom tržištu.
- Konglomeracija – Dva trgovačka društva koja nemaju zajedničke poslovne prostore.

Akvizicije i spajanja preuzimanjem kontrole nad proizvodnim objektima i nematerijalnom imovinom omogućavaju trgovačkim društvima brz ulazak na posebna tržišta.

Kako su dosadašnja iskustva pokazala da veliki dio akvizicija i spajanja završava neuspjehom, veoma je važno znati kako uopće odabrati relevantna usporedna društva pa je



bitno da se kompanije trgovačka društva prilikom njihove provedbe pridržavaju određena pravila:

1. Odabir prikladnog ciljnog partnera tj. da je društvo što sličnije u što više aspekata. . U slučaju međunarodnih spajanja i akvizicija pronalazak partnera je ponešto olakšan, ali uključuje postojanje brojnih drugih elemenata koje je potrebno uzeti u obzir.
2. Detaljno istraživanje tržišne te geografske pozicije potencijalnog partnera. Različite regije imaju različitu kulturu potrošnje, demografiju potrošača, navike, zakonska ograničenja itd.
3. Pokušaj određivanja kompatibilnosti kulture tvrtki i njihovog menadžmenta. Potrebno je biti što precizniji te točno utvrditi koje usluge ili proizvode društvo nudi radi usporedbe. Nije dovoljno samo reći da se radi o npr. proizvodnji čaša – bitno je odrediti radi li se o plastičnim, papirnatim ili staklenima. Naime, to je vrlo bitan korak iz razloga ako predmet procjene posluje ili ne unutar iste industrije.
4. Određivanje nove strukture organizacije nakon provedenoga spajanja ili akvizicije.
5. Zaštita ključnih resursa ciljne kompanije. Ne smije se dogoditi da resursi na osnovi kojih je ciljna kompanija odradila svoju tržišnu poziciju postanu nedostupni nakon provedenog spajanja ili akvizicije,
6. Procjena vrijednosti dionica. Organizacija koja inicira spajanje ili akviziciju mora biti sigurna da će joj njena procjena vrijednosti ciljne kompanije osigurati odgovarajući povrat na investiciju. Radi se o najvažnijem koraku koji prethodi spajanjima i akvizicijama
7. Planiranje integracije. Pošto je integracijski proces zaista proveden, potrebno je detaljno isplanirati nov način poslovanja pojedinih kompanija.

### 3 Procjene vrijednosti poduzeća

Za uspješno provođenje procjene vrijednosti poduzeća potrebna je stručnost financijskog analitičara tj. procjenitelja te je sam proces dugotrajan i zahtjevan. Također je potrebno poznavanje funkcioniranja raznih industrija kao i samog poslovanja poduzeća koji je predmet procjene. Generalno postoji više različitih načina pristupanja procjeni vrijednosti trgovačkog društva, to su statičke i dinamičke.

#### 3.1 Statičke metode

Cilj, a možemo to nazvati i ključni izazov statičke metode je odrediti fer vrijednost koja se temelji na novčanim tokovima iste, njegovom rastu i riziku te se razmatraju financijske pozicije poduzeća koje ne uvažavaju potencijal buduće zarade i stvaranja novih proizvoda te općenito postojeće situacije poduzeća.

Tržišna vrijednost obveza je najčešće jednaka knjigovodstvenoj vrijednosti te je vrlo bitno utvrditi ukoliko postoje neke neiskazane obveze koje bi također trebalo uračunati u obveze poduzeća koje se procjenjuje.

Temeljne statičke metode procjene vrijednosti poduzeća, njegove imovine i instrumenata financiranja navedene su u nastavku;

- Knjigovodstvena vrijednost
- Ispravljena knjigovodstvena vrijednost
- Zamjenska vrijednost
- Likvidacijska vrijednost

##### 3.1.1 Knjigovodstvena vrijednost

Govori o metodi koja se smatra najlakšom za procjenu i koja polazi od informacija iz prošlosti te može, ali ne mora biti stvarna vrijednost imovine. Knjigovodstvena vrijednost imovine je jednaka tržišnoj u slučaju kada je imovina nova dok se nakon upotrebe knjigovodstvena vrijednost računa kao nabavna vrijednost umanjena za akumuliranu amortizaciju. Navedena metoda je najpogodnija za procjenu poduzeća u njihovoj ranoj fazi razvoja i njena prednost je brzina, transparentnost te utemeljenost na bilančnim podacima.

Kako se procjena vrši na određeni datum nedostatak je njezina statičnost zbog toga što se u obzir ne uzimaju prijašnji poslovni događaji te potencijali tog poduzeća.

To nas vodi o izračuna knjigovodstvene vrijednosti:

$$V_k = I_k - O_k$$

Kada je:

$V_k$  – knjigovodstvena vrijednost predmeta analize

$I_k$  – knjigovodstvena vrijednost imovine u bilanci poduzeća

$O_k$  – knjigovodstvena vrijednost obaveza u bilanci poduzeća

### 3.1.2 Likvidacijska metoda

Likvidacijska vrijednost poduzeća te vrijednost trgovačkog društva kao vremenski neograničeno poslovanje se najčešće i koristi u transakciji spajanja i preuzimanja. Likvidacijom se koristi kada je cilj da se to trgovačko društvo kupuje da bi ga se uklonilo, prodalo imovinu ili jednostavno maknulo s tržišta kao konkurenciju. Sama likvidacija je najpreciznija za trgovačka društva kojima je potrebno restrukturiranje dok se neograničenim poslovanjem pretpostavlja da će se poslovanje nastaviti kroz dogledno vrijeme time dodavajući vrijednost imovini. Tada se u vrednovanje uključuje i neoperativna ili nematerijalna imovina, odnosno stavke kao što su: patenti, marke, udjeli u drugim kompanijama, zaštitni znaci, odnosi s kupcima i dobavljačima, poznavanje industrije, tehnologija, vještina upravljanja stručnosti, infrastruktura i dr., a kod obaveza se bilanci dodaju i troškovi zbrinjavanja zaposlenih i troškovi same likvidacije. (*Vidučić, Lj., 2015:120*)

Likvidacijska vrijednost poduzeća može se odrediti na sljedeći način:

$$V1 = L - O$$

Gdje je:

V1 = likvidacijska vrijednost poduzeća

L = likvidacijska vrijednost sredstava (imovine) poduzeća

O = Tržišna vrijednost obveza (duga)

*(Puntomarineo, 2019.)*

### **3.2 Dinamičke metode**

Dinamička metoda procjene poduzeća fokusirana je na buduće poslovanje poduzeća te zaradu koje će poduzeće ostvariti u ekonomskom vijeku. Temelj navedene metode je koncept vrednovanja poduzeća s vremenski neograničenog poslovanja te je vrijednost svake imovine, odnosno poduzeća onolika koliko vrijede budući novčani tokovi koje će to poduzeće generirati. Kod ove metode možemo upotrijebiti i likvidacijsku metodu u slučaju kada dinamička procjena pokaže vrijednost manju od likvidacijske te se tako više isplati prodati „mrtvo“ poduzeće.

#### **3.2.1 Procjena vrijednosti metodom multiplikatora**

Govori o jednoj on najjednostavnijih te relativnih metoda procjenjivanja poduzeća koja se dijeli na metodu usporedivih društava – cilj je utvrditi vrijednost nekog poduzeća na temelju slične imovine na tržištu, te metodu usporedivih transakcija. Kako bi se osigurala što veća usporedivost s društvom koje je predmet procjene vrijednosti potrebno je detaljno analizirati te usporediti dobivene rezultate. Iako taj koncept omogućava brzu i jednostavnu aproksimaciju vrijednosti poduzeća njegov nedostatak je da se bez dodatnih analiza može iskriviti percepcija vrijednosti poduzeća. Prema Silviju Radušić, direktoru euroMergera , metoda multiplikatora ne uključuje računovodstvo i kontroling, poslovni plan, strukturu financiranja te analizu trendova industrije, već se jednostavno pomnože dva broja i procjena vrijednosti je gotova što je ujedno i najveća zamka koje utječe na kupca i prodavatelja. *(Vidučić, LJ., 2015:121)*

Prema izvoru Lider, multiplikatori koji se često koriste su:

- Multiplikator zarade (P/E pokazatelj)

Omjer tj. odnos cijene dionice i vrijednosti zarade društva po dionici (EPS-earnings per share), izračunava se dijeljenjem tržišne cijene vlasničkog udjela s očekivanim ili objavljenim dobitkom po dionici i to je ujedno jedan od najlakših i najbržih načina na koji se može utvrditi je li cijena određene dionice temeljena na pravoj vrijednosti ili špekulaciji. To bi konkretno značilo situaciju kada je omjer neke dionice visok znači da je cijena te dionice veća od zarade poduzeća tj. da se njom već naveliko trguje i da je ista precijenjena. Kada se tržišna cijena dijeli sa objavljenim dobitkom taj odnos se naziva povijesnim dok je potencijalni odnos tržišne cijene sa očekivanim dobitkom. Koristi se kao mjera očekivanog rasta dividendi i dobiti te koliko će godina biti potrebno da dionica kupljena danas nadoknadi investitoru kupovnu cijenu

Iako je P/E odnos jedan od najpopularnijih metrika analize, nije jedini koji se uzima u obzir.

- Multiplikator neto-gotovinskog tijela (pokazatelj P/FCF)

„Nastao je kao pokušaj analitičara da objektiviziraju analizu tako da se kategorija dobiti koja je podložna manipulacijama zamjeni gotovinskim tijekom po dionici. U odnos se stavlja tržišna cijena te slobodni gotovinski tijek, dok neki koriste i gotovinski tijek iz poslovnih aktivnosti. „

Izračun slobodnog gotovinskog tijeka:

Neto gotovinski tijek = (neto dobitak + amortizacija) – (nove investicije – amortizacija)

- Multiplikator prihoda (pokazatelj P/UP)

Dobiva se stavljanjem u odnos tržišnu cijenu i ukupni prihod te se koristi za tek osnovana poduzeća koja nemaju podatke o dobiti.

### 3.2.2 Diskontirani novčani tok (engl. Discounted Cash Flow)

Omogućava detaljnu razradu i analizu novčanih tokova te pruža mogućnost razrade scenarija poslovanja nekog poduzeća te uključenje u izračun sinergijske učinke spajanja sa drugim poduzećem. Kako navedena metoda ne ovisi o tržišnim vrijednostima drugih poduzeća

prednost je da ona nije podložna problemu precijenjene vrijednosti poduzeća. To je ujedno i najčešće korištena metoda procjene vrijednosti, odnosno njena podvrsta, metoda diskontiranog novčanog toka za vlasnike i kreditore (engl. Discounted Cash Flow to the Firm).

Prodajom svojih proizvoda i usluga poduzeće ostvaruje prihode, odnosno novčane priljeve, dok plaćanja poslovnih troškova predstavljaju novčane odljeve. Novac koji preostane nakon plaćanja svojih obaveza (materijali, zalihe, plaće, poreza itd.) raspoloživ je za otplatu duga kreditorima te isplatu sredstva vlasnicima. Taj novac zovemo slobodni novčani tok.

Tablica 2: Slobodni novčani tok

Poslovni prihodi
-
Poslovni rashodi
=
Dobit prije kamata i poreza (EBIT)
-
Porez na EBIT
=
Neto operativni rezultat umanjen za pripadajuće poreze (NOPLAT)
+
Amortizacija
=
Bruto novčani tok
+/-
Promjene u radnom kapitalu
-
Kapitalna ulaganja (investicije)
=
Slobodni novčani tok za vlasnike i kreditore

Izvor: Fininfo, Uvod u procjenu vrijednosti poduzeća metodom diskontiranog novčanog toka [online] Raspoloživo na: [https://www.fininfo.hr/content/images/uploads/blog\\_dcf.pdf](https://www.fininfo.hr/content/images/uploads/blog_dcf.pdf) [pristupljeno 15.kolovoza 2021].

Elementi slobodnog novčanog toka definirani su kao:

- Poslovni prihodi – prihodi od prodaje proizvoda i usluga te ostali poslovni prihodi
- Poslovni rashodi – rashodi povezani s prodajom proizvoda, roba i usluga
- EBIT – rezultat poslovanja prije kamata i poreza

- Porez na EBIT – porez na dobit korigiran za porez koji se odnosi na rezultat finansijskih te izvanrednih aktivnosti
- NOPLAT - Neto operativni (poslovni) rezultat umanjen za pripadajuće poreze – EBIT umanjen za pripadajući porez na dobit
- Amortizacija – trošak amortizacije u toku godine
- Bruto novčani tok – rezultat poslovanja nakon podmirenja obveza prema državi (porezi)
- Promjena radnog kapitala – razlika između kratkotrajnih aktivnih stavki radnog kapitala te kratkoročnih pasivnih stavki
- Kapitalna ulaganja – ulaganje u kapitalne investicije tijekom godine

Diskontna stopa koristi se sa ciljem utvrđivanja vrijednosti poduzeća pomoću procijenjenog novčanog toka poduzeća, a najčešće se primjenjuje WACC (eng. Weight average cost of capital), odnosno ponderirani prosječni trošak kapitala iz vlasničkih i kreditnih izvora kapitala uzimajući u obzir i činjenicu da je trošak kamate porezno priznati trošak.

Ponderirani prosječni trošak kapitala računa se na sljedeći način:

$$WACC = \left( \frac{\text{obveze po kreditima}}{\text{obveze po kreditima} + \text{vlasnički kapital}} \right) r_d (1 - t) + \left( \frac{\text{vlasnički kapital}}{\text{obveze po kreditima} + \text{vlasnički kapital}} \right) r_e$$

$r_d$  = trošak kreditnih obveza prije poreza

$r_e$  = trošak vlasničkog kapitala ( zahtijevana stopa prinosa na vlasnički kapital)

$t$  = efektivna porezna stopa

## 4 Metode i načini financiranja akvizicija

Tehnikama spajanja i preuzimanja poduzeća ili se pokušava sanirati financijska kriza poduzeća ili je poduzeće doseglo vrhunac organskim prirodnim rastom pa je akvizicija tj. spajanje logični slijed događaja.

Prema izvoru Alpha Capitalis (2018.) same provedbe akvizicije potrebno je poduzeti nekoliko koraka;

- Razvijanje strategije za akviziciju – gdje menadžment treba imati jasnu sliku u kojem području i na koji način se želi širiti tj. definirati jasan cilj i svrhu akvizicije, odnosno spajanja poduzeća
- Ciljevi akvizicije – potrebno ih je unaprijed definirati jer nemaju svi iste interese. Neki od ciljeva su pokušaj povećanja prihoda, smanjenje troškova, povećanje udjela na tržištu, dobivanje kompetitivne prednosti i drugi.
- Uspostava kriterija odabira ciljnog društva za preuzimanje – potrebno je uspostaviti ključne kriterije kod odabira željenog poduzeća, ovisno o segmentu poslovanja i u tu svrhu najčešće se koriste ključni financijski pokazatelji; veličina, prihodi, profitabilnost, veličina imovine i sl.
- Preliminarna analiza ciljanog (target) poduzeća – potrebno je strukturirano pristupiti navedenom procesu i nakon „čišćenja“ tj. normaliziranja bilance gdje se vidi realno stanje financijskih izvještaja dobiva se realnija slika vrijednosti poduzeća u svim njegovim ključnim pozicijama.
- Procjena vrijednosti poslovnih udjela/dionica – temeljem poslovnog plana od strane menadžmenta izrađuje se procjena vrijednosti poduzeća putem DCF metodologije te se multiplikatorima provjerava koliko se vrednuju slična poduzeća na tržištu kapitala i za koliko je netko kupio slično društvo.
- Procjena vrijednosti sinergije – predodžba vrijednosti akvizicije temeljem inkrementalnih novčanih tokova deriviranih iz sinergijskih učinaka.
- Dubinsko snimanje – engleski „due dilligence“ ciljanog društva gdje je potrebno provesti pravno, porezno, financijsko, komercijalno i tehničko dubinsko snimanje u cilju smanjenja iznenađenja nakon što se akvizicija provede.
- Strukturiranje pravne dokumentacije – nakon povoljnog dubinskog snimanja pristupa se izradi kupoprodajnog ugovora te novog društvenog ugovora gdje je potrebno uzeti



u obzir: datum transakcije, kupoprodajnu cijenu, uvjete i modele plaćanja te opcije koje bi mogle postojati ukoliko prodavatelj ostane u vlasničkoj strukturi. Također je važno obratiti pozornost na prvo raspodjele dobiti i gubitka, isplate dividende te na pravo upravljanja društvom.

Nakon svih navedenih koraka dolazimo do najbitnije stavke ovog rada, a to je financiranje akvizicije tj. transakcije koja dolazi nakon dogovora o kupoprodajnoj cijeni.

Neovisno radi li se manjem poduzeću ili o velikoj korporaciji potrebno je donijeti odluku o financiranju samog spajanja, odnosno akvizicije. Pravo financiranje ovisi o poslovanju poduzeća, poslovanju poduzeća koje se kupuje te o tome u kojem su stadiju poslovanja.

Postoji veliki broj izvora financiranja, kroz razne vrste kapitala od kojih nisu svi jednako prikladni za sva poduzeća te strana koja kupuje poduzeće mora proučiti različite mogućnosti financiranja akvizicije.

Najpogodniji izvori financiranja za veća poduzeća su sljedeća:

- **SREDSTVA TVRTKE** – Ukoliko poduzeće ima puno gotovine u tom slučaju je moguće stjecanje posla putem transakcije koja se financira u 100% gotovini. Međutim, to je izuzetno rijetki slučaj i vrlo je vjerojatno da će taj novac tj. njegov dio biti potreban tijekom integracije novostečenog poduzeća nakon spajanja.
- **VLASNIČKI KAPITAL TVRTKE** – Treća objektivna strana procjenjuje udio u kapitalu koji se nudi te se tako podrazumijeva davanje prodavatelju određen dio kapitala u tek spojenom poduzeću. Korist takvog načina financiranja je taj što se na taj način zadržava dio prodavateljeve stručnosti i uvida čineći tako kapital poduzeća moćnom opcijom financiranja.
- **ZARADA** - najbolje funkcionira kada prodavatelj razmišlja o izlasku i relativno je fleksibilan pod uvjetima plaćanja. Naknada za transakcije koja se plaća ovisi o stalnom uspjehu poduzeća te je time to i prednost zarade prodavatelju. Primjerice može se platiti 30% vrijednosti tvrtke unaprijed te 20% prihoda narednih pet godina nakon preuzimanja.
- **Otkup polugom** – Omogućavaju kupcu da uloži vrlo malo vlastitog kapitala te umjesto kapitala koriste polugu, odnosno dug na imovini poduzeća koje se kupuje. Takav način financiranja zahtijeva da je kupac u mogućnosti generirati dovoljno

novčanog toka da se pokrije dug stvoreni stjecanjem. može se nazvati visoko rizična strategija, ali sa visokom nagradom.

- ZAJAM BANKE – Uobičajeni način financiranja akvizicija, ali uz ograničenja. Uz vremensko ograničenje zajmodavac određuje i iznos zajma te tko ispunjava uvjete za isti. Većina banaka ima posebne odredbe za akvizicije poduzeća, a zadnjih godina su kamatne stope na zajam povijesno niske. Iskustvo pokazuje da je najbolje ostati u matičnoj banci iz razloga što im je cilj zadržati poslovanje unutar kuće
- SBA ZAJAM - atraktivna financijska opcija za mala poduzeća koja imaju ambiciju rasti. Obilježja su mu niske kamatne stope i ima duži period otplate od većine poslovnih zajmova, ali mu je mana veliki broj uvjeta koje poduzeće mora zadovoljiti za dobivanje zajma.
- ZAJAM SA IMOVINOM – Ima sličnosti sa otkupom sa polugom jer koriste vrijednost koju je stvorilo ciljno poduzeće, međutim to je zajam koji se daje na snovi da se imovina ciljanog poduzeća može likvidirati u slučaju najgoreg scenarija. Nedostatak zajma sa imovinom je da je to jedna od najrizičnijih strategija te je možda i teško naći nekog tko je voljan financirati imovinu po cijeni koja odgovara procjeni vlastitog posla prodavatelja.
- IZDAVANJE OBVEZNICA – Tehnički složeniji način financiranja kojim je potrebno u određenom vremensko periodu otplatiti dug na rate. Potrebna je značajna količina tehničkih podataka koji se razlikuju od države do države, te je nužno zadržati serijski broj svake prodane obveznice i plaćati redovito u dogovorenim intervalima.
- FINANCIRANJE TREĆE STRANE – Netradicionalne financijske tvrtke koje pomažu u svim vrstama poslovanja, uključujući spajanja i akvizicije. Radi se o privatnim vlasničkim tvrtkama čije ih osiguranje sredstava uključuje u stjecanje dijela vlasničkog kapitala novoosnovane tvrtke, a samim time mogu biti uključeni i u neke odluke uprave.
- ZAJEDNIČKO ULAGANJE – Ulazak u akviziciju putem zajedničkog ulaganja može biti odličan način za stjecanje kontrole nad poslovanjem, a prednost su i niži početni troškovi. Ukoliko dva poduzeća pronađu zajednički jezik takvim načinom financiranja može se generirati znatno veća vrijednost, ali upravo pronalaženje takvog skladnog partnera može biti jako veliki izazov.

- MREŽA POSLOVNIH ANĐELA – Ima ih nebrojeno mnogo i samo ime „anđeo“ zavarava jer su to privatni investitori kojim je ipak najveći interes profit, odnosno zarada.

„CRANE (Croatian Business Angel Network) hrvatska je mreža poslovnih anđela, odnosno privatnih investitora zainteresiranih za ulaganja u proizvodne i inovativne tvrtke u vrlo ranom stadiju razvoja.

Poslovni anđeli (eng. business angels) su (bivši) uspješni poduzetnici te (bivši) uspješni lideri tvrtki/korporacija koji financiraju start-up projekte visokog rizika na način da ulaze u vlasnički udio i pružaju pomoć u daljnjem razvoju i komercijalizaciji projekata. To su neformalni individualni investitori koji svojim poslovnim iskustvom savjetuju mlade tvrtke i poduzetnike i pomažu njihovom budućem rastu. Najveća vrijednost poslovnih anđela jest “pametno financiranje” — pružanje ekspertize, vještina i poslovnih kontakata. Poslovni anđeli prvenstveno ulažu u sektore koje razumiju i u regiju koju poznaju. Najčešći razlozi zašto poslovni anđeli ulažu su profit, poticanje poduzetništva, poslovna aktivnost, ali i zabava u stvaranju nove vrijednosti!

Poslovni anđeli CRANE mreže su neformalni individualni investitori koji pružaju:

- know-how (tehničko i poslovno znanje, poznavanje određene industrije, poslovne kontakte, itd.).
- ulaganje u rasponu od 25.000 do 250.000 Eura (više ulagača — sindicirano ulaganje).“

Financiranje akvizicija može, ovisno o ciljevima poduzeća, imati mnogo načina i oblika. Samo financiranje ovisi i o veličini poduzeća, radi li se o manjem poduzeću, velikoj korporaciji, privatnom vlasništvu itd. i moglo bi se reći da nisu uvjeti i pravila za sve ista.

Uz nabrojene izvore financiranja mogli bi nabrojati još sljedeće izvore;

- faktoring
- vlada
- inkubatori
- investicijski forumi
- leasing
- obitelj
- prijatelji

## 5 Primjeri uspješne akvizicije – AT&T i Time Warner

Iako veliki dio akvizicija završava neuspješno, nemali je broj uspješnih, a može se izdvojiti i nekoliko primjera „povijesnih“ razmjera.

Jedan od takvih primjera je kada je telekomunikacijski div AT&T dobio bezuvjetno odobrenje američkoga suda za preuzimanje medijske kompanije Time Warner.

### 5.1 O kompaniji AT&T

AT&T odnosno American Telephone and Telegraph Corporation američka je telekomunikacijska kompanija koja je najveći pružatelj telefonskih usluga te usluge digitalnog pristupa internetu i digitalnoj televiziji. U cilju da posluži kao državna telefonska kompanije AT&T osnovan je 1885.godine sa sjedištem u New Yorku, ali povijest kompanije seže u 1877.godinu kada je A.G.Bell zahvaljujući svom patentu za telefon osnovao Bell Telephone Company. Zajedno sa dvojicom ulagača Bell je tu kompaniju prodao skupini financijera te je osnovao 1885.godine American Telephone and Telegraph Company (AT&T) koja je bila podružnica za izgradnju međugradskih telefonskih linija te 1899.godine AT&T postaje matična kompanija Bell Systema. AT&T je do 1939.godine kontrolirao u SAD-u 83% telefona, 98% svih međugradskih poziva te 90% proizvodnje telefonske opreme što je rezultiralo sve češćim napadima i tužbama zbog prirodnog monopola. Sedamdesetih godina s gotovo milijun zaposlenih AT&T postaje najvećom svjetskom kompanijom te se nakon godina parničenja AT&T i Ministarstva pravosuđa SAD-a AT&T odrekao 22 regionalne kompanije koje su potom preustrojene i pretvorene u sedam regionalnih kompanija poznatih kao „Baby Bells“. Tim sporazumom AT&T-u omogućen je i ulazak u dotad zabranjeno područje kompjutorskih komunikacija te 1991.godine kupuje proizvođača računala i ostale elektroničke opreme „NCR Corporation“. Nedugo nakon, 1994.godine AT&T kupuje i MC Caw Cellular Communication Inc., najvećeg nacionalnog davaoca usluga u celularnoj telefoniji.

Godine 2005. kupila ga je SBC Communications INC.stvorivši tako novu AT&T korporaciju, a kupnjom kompanije Bell South 1996. i konsolidacijom vlasništva nad kompanijama Cingular Wireleson i YP.com izvršena je jedna od najznačajnijih transformacija kompanije. *(Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2021.)*

## **5.2 O kompaniji Time Warner Inc.**

Osnovana 1922. godine pod nazivom Time Inc., od 1989.godine nakon spajanja sa konglomeratom Warner Communications Inc. - Time Warner Inc. najveća je svjetska korporacija u medijskoj te zabavljačkoj industriji, sa sjedištem u New Yorku. Časopisi Time (pokrenut 1923.godine), Fortune (1930.), Sports Illustrated (1954.), Money(1972.) i People (1974.) prva su djelatnost Time Warnera, dok je osnutkom HBO-a (Home Box Office) 1972.godine Time Warner ušao u televizijsku industriju. Osim navedenih časopisa te HBO-a koji je jedan od najvećih svjetskih pružatelja usluga plaćenog televizijskog programa, u sastavu Time Warnera nalaze se i filmski studiji Warner Bros Entertainment i New Line cinema te medijska kuća CNN i vodeći američki pružatelj internetskih usluga AOL. Sa ukupno 48 800 zaposlenih ostvaruje 28,1 milijardu USD prihoda, 2016.godine. (Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2021.)

## **5.3 Vrednovanje Time Warnera Inc.**

Prilikom svakog preuzimanja tj. spajanja potrebno je prvo utvrditi isplativost investicije. Tako će se u koristiti analize vrednovanja kako bi se na temelju njih mogla utvrditi uspješnost transakcije. Analizom profitabilnosti te metoda diskontiranih novčanih tokova daju uvid u „kostur“ transakcije.

### 5.3.1 Profitabilnost imovine (ROA) i profitabilnost vlasničke glavnice (ROE)

Tablica 3: Omjeri profitabilnosti Time Warnera Inc. u razdoblju od 2013. do 2017. godine

<b>Time Warner Inc.</b>					
<b>Omjeri profitabilnosti</b>					
	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Neto profitna marža</b>					
Bruto dobit	43,57%	44,14%	42,55%	41,98%	45,55%
Marža operativne dobiti	25,33%	25,74%	24,41%	21,84%	22,17%
Neto profitna marža	16,78%	13,39%	13,63%	13,99%	12,39
<b>Povrat ulaganja</b>					
Povrat na glavnice (ROE)	18,49%	16,13%	16,23%	15,64%	12,34%
Prinos na imovinu (ROA)	7,58%	5,95%	6,00%	6,05%	5,43%

Izrada prema službenim financijskim izvještajima. Izvor: *Time Warner Inc., Analysis of profitability ratios* [online] Raspoloživo na: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Time-Warner-Inc/Ratios/Profitability>. [pristupljeno: 20.kolovoza 2021].

Iz prethodne tablice može se iščitati bruto marža dobiti, omjer profitabilnosti te neto profitna marža.

Bruto marža dobiti pokazuje postotak raspoloživog prihoda za pokriće operativnih i drugih rashoda, a na temelju podataka vidi se da se omjer bruto marže dobiti poduzeća Time Warner Inc. poboljšao od 2016. do 2016.godine, ali se blago pogoršao od 2016. do 2017.godine.

Omjer profitabilnosti izračunat kao poslovni prihod podijeljen sa prihodom poboljšan je od 2015.do 2016.godine, ali se također blago pogoršao od 2016. do 2017. godine. Zadnja stavka, neto profitna marža koja je omjer neto prihoda i prihoda pokazuje da se omjer pogoršao od 2015. do 2016.godine, ali se od 2016.do 2017.godine poboljšao premašivši tako razinu iz 2015.godine.

Osvrtom na izvješće od povratu na glavnice (ROE) izračunatom kao neto prihod podijeljen s kapitalom dioničara, ROE Time Warnera Inc. pogoršao se od 2015. do 2016., ali se zatim poboljšao od 2016. do 2017. tako premašivši razinu iz 2015. godine. Dok se omjer

profitabilnosti izračunat kao neto prihod podijeljen s ukupnom imovinom, ROA Time Warnera Inc., pogoršao od 2015. do 2016., ali se zatim poboljšao od 2016. do 2017. premašivši razinu iz 2015. godine.

### 5.3.2 Izračun slobodnih novčanih tokova Time Warnera Inc.

Cilj modela procjene vrijednosti poduzeća je odrediti njegov fer tj. intrinzičnu vrijednost, a ona se određuje tako da se vrijednost određene imovine temelji na novčanim tokovima iste, njenom rastu i riziku. Može se razlikovati od računovodstvene do sadašnje tržišne vrijednosti te se temelji na ekonomskoj vrijednosti, odnosno going-concern koncepciji. Riječ je koncepciji gdje se uvažava rizik budućih zarada i novčanih tokova te u obzir uzima vremensku vrijednost novca i vremensku neograničenost poslovanja poduzeća. Metoda vrijednosti poduzeća jedna je od najčešće korištenih koja se temelji na osnovnoj analizi financijskih izvještaja poduzeća. Također predstavlja sadašnju vrijednost očekivanih novčanih tokova poduzeća diskontiranih po stopi koja odražava rizičnost istih te se iz navedenog može zaključiti da poduzeće vrijedi onoliko koliko danas vrijede budućni novčani tokovi koje će to poduzeće generirati.

Za vrednovanje poduzeća potrebna su nam tri glavna inputa, a to su; slobodni novčani tokovi poduzeća, trošak kapitala te stopa dugoročnog rasta.

Na temelju podataka iz financijskih izvještaja Time Warnera Inc. od 2013. do 2017.godine, u tablici ispod, prikazani su slobodni novčani tokovi navedenog poduzeća te njihov izračun.

$$FCFF = EBIT * (1 - \text{porezna stopa}) + \text{amortizacija} - \text{CAPEX} - \text{ulaganje u obrtni kapital}$$

a) Intrinzična vrijednost

Tablica 4: Intrinzična vrijednost dionice Time Warnera Inc.

Time Warner Inc., prognoza slobodnog novčanog tijeka prema tvrtki (FCFF)

US \$ u milijunima, osim podataka po dionici

Godina	Vrijednost	FCFF <sub>t</sub> ili terminalna vrijednost(TV <sub>t</sub> )	Izračun	Sadašnja vrijednost u 9,31
0 <sup>1</sup>	FCFF <sub>0</sub>	5,498		
1	FCFF <sub>1</sub>	5,816	= 5,498 x (1 + 5.78%)	5,3
2	FCFF <sub>2</sub>	6,123	= 5,816 x (1 + 5.27%)	5,1
3	FCFF <sub>3</sub>	6,414	= 6,123 x (1 + 4.76%)	4,9
4	FCFF <sub>4</sub>	6,687	= 6,414 x (1 + 4.25%)	4,6
5	FCFF <sub>5</sub>	6,937	= 6,687 x (1 + 3.75%)	4,4
5	Terminalna vrijednost	129,450	= 6,937 x (1 + 3.75%) ÷ (9.31% - 3.75%)	82,9
Intrinzična vrijednost Time Warnera Inc.				107,4
-dugovanje (fer vrijednost)				25,3
= Intrinzična vrijednost običnih dionica Time Warnera Inc.				82,1
Intrinzična vrijednost običnih dionica Time Warnera Inc. (po dionici)				\$104
(trenutna) cijena dionice				\$98

Izrada prema službenim financijskim izvještajima. Izvor: *Time Warner Inc., Present Value of Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* [online] Raspoloživo na: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Time-Warner-Inc/DCF/Present-Value-of-FCFF>. [pristupljeno 20.kolovoza 2021].

b) Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)

Time Warner Inc. – cijena kapitala

Tablica 5: WACC Time Warnera

	Vrijednost <sup>1</sup>	Postotak	Potrebna stopa povrata <sup>2</sup>	Izračun
Vlasnički kapital (fer vrijednost)	77,270	0.75	11.27%	
Dug (fer vrijednost)	25,327	0.25	3.31%	=4.32% x (1 – 23.36%)

Izrada autorice prema službenim podacima. Izvor: *Time Warner Inc., Weighted Average Cost of Capital (WACC)* [online] Raspoloživo na: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Time-Warner-Inc/DCF/Present-Value-of-FCFF>. [pristupljeno: 20.kolovoza 2021].



<sup>1</sup> US\$ u milijunima

<sup>2</sup>Potrebna stopa povrata na kapital, procjenjuje se pomoću CAPM -a

Vlasnički kapital (fer vrijednost) = Broj običnih dionica u opticaju × Tekuća cijena dionice

$$= 782,319,431 \times \$98.77$$

$$= \$77,269,690,199.87$$

Procijenjena (prosječna) efektivna stopa poreza na dohodak

$$= (11.79\% + 25.00\% + 30.00\% + 17.00\% + 33.00\%) \div 5$$

$$= 23.36$$

**WACC = 9.31%**

### 5.3.3 Proces stjecanja

Spajanje vrijedno 85 milijardi američkih dolara 2016.,odnosno 2018.godine, prema podacima Thomson Reutersa te službenih stranica AT&T-a, uključujući dug, bilo bi četvrto najveće ikad u sektoru telekoma, medija i industrije zabave, a dvanaesto najveće ikad gledajući sve sektore. Spajanjem ova dva diva dobila se kombinacija globalnog lidera u stvaranju vrhunskih sadržaja sa najvećim filmskim studiom na svijetu, Time Warner, te neusporedivu distribuciju do kupca putem TV-a, širokopoljasnih i mobilnih mreža u SAD-u te mobilnih uređaja u Latinskoj Americi i Meksiku.

Prema objavljenim podacima dioničari Time Warnera dobili su 107,50 USD po dionici pod uvjetima spajanja, koji se sastoje od 53,75 USD po dionici u gotovini i 53,75 USD po dionici u dionicama AT&T.

Ukupna vrijednost transakcije iznosila je 108,7 milijardi dolara od čega se 85,4 milijardi dolara odnosilo na iznos kapitala te ostatak na neto dug Time Warnera.

## 5.4 Zaključak o transakciji

Unatoč jednoglasnom odobrenju upravnih strana obje tvrtke, spajanje ipak nije prošlo bez komplikacija. Naime, Ministarstvo pravosuđa Sjedinjenih Država (DOJ) podnijelo je tužbu Okružnom sudu Sjedinjenih država prema saveznom statutu protiv monopola radi spajanja. Prema DOJ-u, spajanje Time Warnera i AT&T-a bi dalo moć AT&T-u da prisili konkurentske televizijske kuće da plate stotine milijuna više za sadržaj koji je u vlasništvu Time Warnera. Također su smatrali da bi akvizicijom došlo i do povećanja cijena za potrošače. Time Warner nastojao je svim silama pobiti navode DOJ-a, a na kraju je suđenje i završilo u njihovu korist. Okružni sudac Richard Leon je kazao da vlada nije iznijela adekvatne dokaze te je njene argumente protiv spajanja nazvao vrlo tankima. AT&T-a i Time Warner pozdravili su odluku suda te zaključili akviziciju 14.lipnja 2018.godine, a već sljedećeg dana AT&T je preimenovao tvrtku u Warner Media.

Početkom 2019.godine AT&T je reorganizacijom odvojio imovinu u dvije nove divizije; WarnerMedia Entertainment i WarnerMedia News & Sports. Tako je WarnerMedia na čelu sa predsjednikom CNN-a Jeffom Zuckerom dobila HBO, TBS, TNT, TruTV te HBO Max, dok su Cartoon Network, Adult Swim, Boomerang, Turner Classic Movies i Otter Media postali dio Warner Brossa. Dotadašnji predsjednik Turner Internationala, Gerhard Zeiler, postao je glavni direktor prihoda WarnerMedije i tako nadzirao konsolidiranu prodaju oglašavanja i povezanosti.

Tvrtka je u kolovozu 2020.godine imala značajno restrukturiranje otpustivši oko 600 zaposlenika Warnera te više od 150 iz HBO-a. Taj potez najviše je pogodio bazu WarnerMedie u Atlanti gdje su bili najviše pogođeni timovi za kableske operacije te marketing. Krajem te iste godine najavljeno je dodatno otpuštanje od više od 1000 zaposlenika radi smanjenja troškova. To je ujedno bio potez kojim se nastojalo smanjiti gubitak uzrokovan pandemijom COVID-19.

U lipnju ove godine najavljeno je spajanje tvrtke sa američkom multinacionalnom televizijskom mrežom Discovery. Prema službenim objavama obiju tvrtki, Discovery i AT&T očekuju da bi se spajanje trebalo završiti sredimo 2022.godine, pod pretpostavkom da neće biti prepreka.

Tim potezom dioničari AT&T-a postati će vlasnici 71% nove tvrtke, pa ispada više kao da se WarnerMedia oslobađa AT&T -a i usput preuzima Discovery. Prema planovima navedenih tvrdki udružena tvrtka godišnje će ulagati 0 milijardi dolara u nove sadržaje čime se nadaju da će time doći do 400 milijuna korisnika.

## **6 Primjer neuspješne akvizicije – RJR Nabisco**

Američki konglomerat, RJR Nabisco, Inc., nastao je 1985.godine spajanjem Nabisco Brands i R.J. Reynolds Tobacco Company te je prestao poslovati kao entitet 1999.godine, međutim i RJR i Nabisco zasebno i dalje postoje.

RJE Nabisco kupio je 1988.godine Kohlberg Roberts&Co., što se smatra najvećim otkupom s polugom u povijesti.

### **6.1 O kompaniji Nabisco**

Skraćeno od naziva National Biscuit Company, Nabisco, američki je proizvođač kolačića i grickalica sa sjedištem u East Hannoveru te je tvrtka podružnica Mondelez Internationala sa sjedištem u Illinoisu. Počeci tvrtke datiraju u 1898.godinu kada su u New York Biscuit Company i Manufacturing Company spajali preko 100 pekarnica u National biscuit Company, kasnije nazvanu Nabisco. Tvrtka je jako brzo narasla na prvo mjesto u proizvodnji i marketingu kolačića i krepera u Americi, a danas je to najveća pekara na svijetu, sa pogonom od 1.800.000 četvornih metara, više od 1200 radnika te proizvodnjom od oko 320 milijuna funti grickalica godišnje.

Najpoznatiji proizvod u našim krajevima je Oreo keks/kolačić koji je predstavljen 1912.godine u Americi.

### **6.2 O kompaniji R.J.Reynolds**

Američka tvrtka za proizvodnju duhana sa sjedištem u Sjevernoj Karolini, gradu Winston-Salem. Osnovao ju je R.J.Reynolds, 1875.godine, i to je ujedno druga najveća duhanska tvrtka u SAD-u.

Richard Joshua „RJ“ Reynolds prodao je dionice očeve tvrtke te se odvažio otići u najbliži grad sa željezničkom vezom i tamo osnovao vlastitu duhansku tvrtku. Kupivši od Moravske crkve svoju prvu tvorničku zgradu pokrenuo je proizvodnju koja je prve godine proizvela 150.000 funti duhana dok se do 1890-ih proizvodnja povećala na nekoliko milijuna funti godišnje. Tvornica sa novim tehnologijama, kao što je parna energija te električna svjetla, bila je jedna od najveće zgrade u Winston-Salemu te je postojala do 1990.godine kada je prodana okrugu Forsyth.

Reynolds je početkom 1900-ih kupio većinu konkurentskih tvornica duhana u Winston-Salmu te je tvrtka proizvodila 25% američkog duhana za žvakanje. Duhan za pušenje princa Alberta oz 1907.godine postao je nacionalni proizvod tvrtke dok je cigareta Camel postala najpopularnija cigareta u zemlji. Prema povijesnim podacima tvrtka Reynolds uvezla je toliko francuskog papira za cigarete i turskog duhana da je federalna vlada Sjedinjenih Država odredila Winston- Salem kao službenu ulaznu luku za Sjedinjene Države i to unatoč tome što je grad udaljen 320 kilometara u unutrašnjosti zemlje. Plaćajući 1USD za svakih 2,50USD plaćenih poreza na dohodak u državi, RJ Reynolds bila je jedna od najprofitabilnijih korporacija na svijetu.

Danas je tvrtka podružnica u stopostotnom vlasništvu Reynolds American Inc., nakon što se spojila s američkom kompanijom British American Tobacco 2004.godine.

#### 6.2.1 Vrednovanje R.J. Reynolds tobacco company

Kao i u primjeru AT&T-a i Time Warnera koristiti će se analiza profitabilnosti te metoda diskontiranih novčanih tokova čime se pokušava doći što bliže stvarnoj vrijednosti R.J.Reynoldsa u vrijeme Nabiscovog stjecanja 1985.godine.

## 6.2.2 Profitabilnost imovine i profitabilnost vlasničke glavnice

Tablica 6: Omjeri profitabilnosti R.J.Reynoldsa u razdoblju od 1985. do 1988.godine

R.J.Reynolds				
Omjeri profitabilnosti				
	1988	1987	1986	1985
Neto profitna marža				
Bruto dobit	65,60%	62,75%	53,61%	67,60%
Marža operativne dobiti	90,73%	84,21%	94,39%	84,47%
Neto profitna marža	31,88%	47,11%	42,92%	41,84%
Povrat ulaganja				
Povrat na glavnicu (ROE)	17,11%	20,78%	19,03%	26,04%
Prinos na imovinu (ROA)	11,50%	13,73%	14,13%	15,46%

Izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima. Izvor: *Allen M., Israel S., RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, Financial Analysts Journal; Sep/Oct 1991; 47, 5; ABI/INFORM Global, pg. 15.* (online) Raspoloživo na: <https://homepage.univie.ac.at/youchang.wu/RJB.pdf>. (Pristupljeno 01.rujna 2021.)

Kao i u primjeru uspješne akvizicije u prikazanoj tabeli može se iščitati bruto marža dobiti, omjer profitabilnosti te neto profitna marža. Kako je do određene akvizicije došlo prije više od trideset godina potrebno je bilo iz dostupnih podataka izračunati bruto maržu dobiti koja pokazuje kako se ista poduzeća R.J. Reynolds pogoršao od 1985. do 1986. godine, ali se od 1987. do 1988. godine blago poboljšao.

Omjer profitabilnosti, marža operativne dobiti, iz dostupnih podataka pokazuje povećanje od 10% od 1985. do 1986. godine, manji pad od 1986. do 1987. godine te se opet poboljšava od 1987. do 1988. godine, ali ne premašivši razinu iz 1986.godine.

Neto profitna marža bila je u konstantnom rastu od 1985. do 1987. godine, da bi 1988. drastično pala tj.10% u odnosu na 1985. godinu.

Povrat na glavnici (ROE), kao i prinos na kapital (ROA) zabilježili su pad od 1985. do 1988. godine.

### 6.2.3 Izračun novčanih tokova R.J. Reynoldsa

Modelom procjene vrijednosti poduzeća u nastavku odrediti će se njegova fer, odnosno intrinzična vrijednost, koja je objašnjena u primjeru uspješne akvizicije. Istim modelom na temelju financijskih podataka R.J.Reynoldsa u nastavku će se prikazati slobodni novčani tokovi navedenog poduzeća te njihov izračun.

a) Intrinzična vrijednost

Tablica 7: Intrinzična vrijednost dionice R.J. Reynoldsa

R.J. Reynolds, prognoza slobodnog novčanog tijeka prema tvrtki (FCFF)

US \$ u milijunima, osim podataka po dionici

Godina	Vrijednost	FCFF <sub>t</sub> ili terminalna vrijednost (TV <sub>t</sub> )	Izračun	Sadašnja vrijednost diskontirana po stopi 8,68
0 <sup>1</sup>	FCFF <sub>0</sub>	794		
1	FCFF <sub>1</sub>	1,299	= 794 x (1 + 61.12%)	3,91
2	FCFF <sub>2</sub>	1,760	= 1,299 x (1 + 73.81%)	6,40
3	FCFF <sub>3</sub>	2,438	= 1,760 x (1 + 72.19%)	8,67
4	FCFF <sub>4</sub>	2,909	= 2,438 x (1 + 83.81%)	12,01
5	FCFF <sub>5</sub>	3,200	= 2,909 x (1 + 90.91%)	14,33
5	Terminalna vrijednost	232,166	=3,200 x (1 + 90.91%) ÷ (8.68% - 90.91%)	78,28
Intrinzična vrijednost R.J. Reynoldsa				123,60
-dugovanje (fer vrijednost)				41,00
= Intrinzična vrijednost običnih dionica R.J. Reynoldsa (po dionici)				82,60
Intrinzična vrijednost običnih dionica R.J. Reynoldsa (po dionici)				\$121
(trenutna) cijena dionice				\$109

Izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima. Izvor: *Allen M., Israel S., RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, Financial Analysts Journal; Sep/Oct 1991; 47, 5; ABI/INFORM Global, pg. 15.* [online] Raspoloživo na: <https://homepage.univie.ac.at/youchang.wu/RJB.pdf> [pristupljeno 01.rujna 2021.]



b) Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)

R.J. Reynolds – cijena kapitala

Tablica 8: WACC R.J. Reynoldsa

	Vrijednost <sup>1</sup>	Postotak	Potrebna stopa povrata <sup>2</sup>	Izračun
Vlasnički kapital (fer vrijednost)	31,904	0,82	9,65%	
Dug (fer vrijednost)	26,162	0,18	7,52%	11,66x(1-35,5%)

Izrada autorice prema službenim financijskim izvještajima. Izvor: *Allen M.,Israel S., RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, Financial Analysts Journal; Sep/Oct 1991; 47, 5; ABI/INFORM Global, pg. 15.* [online] Raspoloživo na: <https://homepage.univie.ac.at/youchang.wu/RJB.pdf> [pristupljeno 01.rujna 2021.]

<sup>1</sup> US\$ u milijunima

<sup>2</sup> Potrebna stopa povrata na kapital, procjenjuje se pomoću CAPM-a

Vlasnički kapital (fer vrijednost) = Broj običnih dionica u opticaju x tekuća cijena dionice

$$= 142,738,36 \times 223,52$$

$$= \$31,904,878,05$$

Procijenjena (prosječna) efektivna stopa poreza na dohodak = 35,5

$$\text{WACC} = 8,68\%$$

#### 6.2.4 Proces stjecanja

R.J. Reynolds, kao tvrtka sa jednim proizvodom – cigaretama, koje su postajale sve omraženije, postala je svjesna svoje neizvjesne budućnosti te je izvršni direktor, J.Tyler Wilson, tražio drugi posao sa kojim bi se spojio. Prema savjetnicima Wall Streeta Nabisco Brands bio je najbolji kandidat kojemu je s druge strane R.J.Reynolds bio zanimljiv zbog

niske razine duga te su njegovi novčani tokovi bili stabilni i predvidljivi. Izvršni direktor izvornih Standardnih robnih marki Nabisca, F. Ross Johnson, te Wilson sastali su se početkom 1985.godine kako bi razgovarali o prijateljskom spajanju. Kako se Johnsonu nije svidjelo Wilsonovo mjesto izvršnog direktora, a njegovo potpredsjednika, zatražio je i mjesto predsjednika i glavnog operativnog direktora. Iako se Wilson suprotstavio na kraju je povukao deblji kraj jer je morao platiti visoku premiju za Nabisco, dok je Johnson progurao zahtjeve za razne pogodnosti u drugom sporazumu. Rekordno spajanje od 4,9 milijardi dolara u to je vrijeme bilo najveće spajanje ikad. Uz epitet najneuspješniji otkup je poznat i kao vrhunski primjer izvršne te korporativne pohlepe. Ivan Boeski, američki trgovac dionicama prije samog spajanja kupio je dionice Nabisca kojim je potezom zaradio uredan iznos koji je rezultirao istragom te osudom za trgovanje insajderskim informacijama te je kažnjen sa rekordnih sto milijuna dolara. Uz Boeskog novi problem je nastao kada je dvojica izvršnih direktora otkrilo da imaju različite poglede prioritete. Dok je Wilson bio svjestan troškova, Johnson je drsko trošio te je približivši se upravnom odboru za manje od godinu dana preoteo poziciju Wilsona. Kako su plaće te povlastice porasle do velikih razmjera Johnson je naišao na problem sa novom predsjednicom uprave te je počeo popunjavati ključne pozicije sa svojim prijateljima. Logičnim slijedom dionice RJR Nabisca 1987.godine pale su sa 70USD na niskih 40 USD, ali je Johnson bio uvjeren da je uzrok tome loš publicitet duhanskih proizvoda.

Američka globalna investicijska tvrtka Kohlberg Kravis Roberts & Co., poznata kao KKR 1988.godine sastala se sa Johnsonom u namjeri da kupi RJR Nabisco, što se kasnije i dogodilo.

### **6.3 Zaključak o transakciji**

Američki proizvođač kolačića i grickalica Nabisco te tvrtka za proizvodnju duhana R.J Reynolds spojili su se u RJR Nabisco koja je postala sinonim za najneuspješnije spajanje svih vremena.

Spajanje koje se godilo prije tridesetak godina i danas je primjer vrhunske korporativne kleptokracije. Skupi sudski sporovi zbog štetnosti cigareta postali su zanemarivi problem naspram međusobno nadmetanja predsjednika i jedne i druge tvrtke. Borba za vlast te nerazumno trošenje brzo je uzelo svoj danak pa nije puno prošlo kada je Johnson, odnosno RJR Nabisco tražio novog partnera tj. kandidata za spajanje. Otkup polugom bila je tada najbolja ideja prema savjetima investicijskih bankara i tako je u igru došla i američka globalna investicijska tvrtka KKR koja je ponudila odboru RJR Nabisca 90 USD po dionici. Johnsonova pohlepa nije bila zadovoljena ponuđenim pa je njegov tim ponudio cijenu od 92 USD po dionici da bi na kraju odlučili da će se tvrtka prodati najboljem ponuđaču da bi na kraju ipak ugovorili spajanje vrijedno 25 milijardi dolara i time postavili još jedan rekord kao najveći otkup polugom do tad.

## 7 Zaključak

Spajanja i preuzimanja poduzeća nisu neuobičajena u poslovnom svijetu, ali svakako je svako spajanje specifično za sebe. Primjerima uspješnog i neuspješnog spajanja može se vidjeti koliko veliku ulogu zapravo uz samo poslovanje ima menadžment te ciljevi i ambicije istih.

Prvi i najvažniji korak prije svakog spajanja je isplativost istog, što se može utvrditi različitim načinima. U ovom radu na samim primjerima koristile su se metode profitabilnosti, neto profitna marža te metoda diskontiranih novčanih tokova gdje se jasno mogla utvrditi fer odnosno intrinzična vrijednost imovine ciljane tvrtke. Metoda vrijednosti poduzeća ujedno je i najčešće korištena metoda u financijskim analizama poduzeća.

No unatoč detaljnim analizama i unaprijed promišljenim odlukama upravnih odbora i izvršnih predsjednika to nije garancija i uspješnog poslovanja.

Prema velikom broju izvora korištenih u ovom radu za najviše štete poslovanju krivo je nesposobno i neodgovorno upravljanje. Uz upravljanje na krive načine, širenje u krivo vrijeme, pada poslovanja možda je najveća šteta kad je svima u cilju samo zarada, a ne i pokrenuti i održavati proizvodnju, odnosno poslovanje. Jedan od najboljih primjera je upravo i primjer iz rada, RJR Nabisco, kada je pohlepa uzela maha i gdje su na kraju svi uzeli dio kolača na štetu same tvrtke, a ni budući potezi nisu pokazali rezultat.

Ovi radom nastojalo se pobliže objasniti proces tj. financiranje preuzimanja, spajanja i pripajanja poduzeća koje je zadnjih godina imalo trend globalnog usporavanja aktivnosti. Ipak, u Hrvatskoj je zavladao suprotni trend te se sve više ulaže u razvoj i traži prilika na inozemnim tržištima. Najnoviji primjer povijesnih razmjera naše države je spajanje Rimac Automobila sa ikonom Bugatti Automobiles u novu tehnološku i automobilsku kompaniju, čija uspješnost će se tek vidjeti u narednim godinama.

## 8 Literatura

1. Alpha Capitalis: Akvizirajte društvo u 10 koraka. [online] Raspoloživo na: <https://alphacapitalis.com/2018/11/20/akvizirajte-drustvo-u-10-koraka/> [pristupljeno: 13.lipnja 2021.]
2. Allen M., Israel S., RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout, Financial Analysts Journal; Sep/Oct 1991; 47, 5; ABI/INFORM Global, pg. 15. (online) Raspoloživo na: <https://homepage.univie.ac.at/youchang.wu/RJB.pdf> [pristupljeno 01.rujna 2021.]
3. AT&T. Hrvatska enciklopedija, mrežno izdanje. Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2021. [online] Raspoloživo na: <http://www.enciklopedija.hr/Natuknica.aspx?ID=4362> [pristupljeno 15. 8. 2021].
4. AT&T official; AT&T to Acquire Time Warner [online]. Raspoloživo na: [https://about.att.com/story/att\\_to\\_acquire\\_time\\_warner.html](https://about.att.com/story/att_to_acquire_time_warner.html) [pristupljeno: 15.lipnja 2021.]
5. Businesswire: Time Warner Inc. Reports Fourth-Quarter and Full-Year 2017 Results [online]. Raspoloživo na: <https://www.businesswire.com/news/home/20180201005636/en/Time-Warner-Inc.-Reports-Full%20year%202013-2017> [pristupljeno: 15.lipnja 2021.]
6. CNBC: AT&T announces \$43 billion deal to merge WarnerMedia with Discovery [online]. Raspoloživo na: <https://www.cnbc.com/2021/05/17/att-to-combine-warnermedia-and-discovery-assets-to-create-a-new-standalone-company.html> [pristupljeno: 05.rujna 2021.]
7. Deal Room: How to Finance a Business Acquisition in 2021 [online] Raspoloživo na: <https://dealroom.net/blog/how-to-finance-a-business-acquisition> [pristupljeno: 13.lipnja 2021.]
8. Difference between merger and tender offer [online] Raspoloživo na: <https://hr.sawakinome.com/articles/business/difference-between-merger-and-tender-offer-3.html> [pristupljeno: 09.lipnja 2021.]
9. Fininfo: Uvod u procjenu vrijednosti poduzeća metodom diskontiranog novčanog toka [online]. Raspoloživo na: [https://www.fininfo.hr/content/images/uploads/blog\\_dcf.pdf](https://www.fininfo.hr/content/images/uploads/blog_dcf.pdf) [pristupljeno: 15.kolovoza 2021.]

10. Fortune: AT&T's Warner Media debacle broke the two most fundamental principles of M&A strategy [online]. Raspoloživo na: <https://fortune.com/2021/05/17/atts-warner-media-merger-hbo-warner-bros-discovery/> [pristupljeno: 17.lipnja 2021.]
11. Lider: Spajanjem AT&T-a i Discoveryja nastat će streaming div vrijedan 150 milijardi dolara [online]. Raspoloživo na: <https://lider.media/poslovna-scena/svijet/spajanjem-at-t-a-i-discoveryja-nastat-ce-streaming-div-vrijedan-150-milijardi-dolara-136792> [pristupljeno: 15.lipnja 2021.]
12. Likvidacijska vrijednost [online]. Raspoloživo na: <https://hr.puntomarinero.com/liquidation-value-is-calculation-of/> [pristupljeno: 11.lipnja 2021.]
13. LinkedIn: Croatian business Angel Network [online]. Raspoloživo na: <https://hr.linkedin.com/company/crane---croatian-business-angel-network> [pristupljeno: 14.lipnja 2021]
14. Ministarstvo financija: Financijski izvještaji i nefinancijsko izvješće. [online] Raspoloživo na: <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/financijski-sustav/financijski-izvjestaji-i-nefinancijsko-izvjesce/2359> [pristupljeno: 26.srpnja 2021.]
15. Ministarstvo pravosuđa i uprave: Spajanje društava i prodaja poduzeća. [online] Raspoloživo na: <https://mpu.gov.hr/istaknute-teme/jedinstveni-digitalni-pristupnik-teme-iz-nadleznosti-ministarstva-pravosudja-i-uprave/spajanje-drustava-ili-prodaja-poduzeca/24360>. [pristupljeno: 26.srpnja 2021.]
16. Mosley, M.(2019).: The failed Merger of Mercedes& Chrysler. [online] Raspoloživo na: <https://mwmblog.com/2019/12/01/the-failed-merger-of-mercedes-chrysler/> [pristupljeno: 08.lipnja 2021.].
17. Multiplikatori: Bez dodatnih analiza mogu jako iskriviti percepciju poduzeća [online] Raspoloživo na: <https://lider.media/sto-i-kako/multiplikatori-bez-dodatnih-analiza-mogu-jako-iskriviti-percepciju-vrijednosti-poduzeca-129377> [pristupljeno: 11.lipnja 2021.]
18. Razlika između spajanja i stjecanja <https://hr.gadget-info.com/difference-between-merger> [pristupljeno: 08.lipnja 2021.]
19. Time Warner Inc., Analysis of profitability ratios [online] Raspoloživo na: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Time-Warner-Inc/Ratios/Profitability> [pristupljeno: 20.kolovoza 2021].

20. Time Warner Inc.. Hrvatska enciklopedija, mrežno izdanje. Leksikografski zavod Miroslav Krleža, 2021 <http://www.enciklopedija.hr/Natuknica.aspx?ID=61340> [pristupljeno 15. 8. 2021.]
21. Time Warner Inc., Present Value of Free Cash Flow to the Firm (FCFF) [online] Raspoloživo na: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Time-Warner-Inc/DCF/Present-Value-of-FCFF> [pristupljeno 20.kolovoza 2021].
22. Time Warner Inc., Weighted Average Cost of Capital (WACC) [online] Raspoloživo na: <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Time-Warner-Inc/DCF/Present-Value-of-FCFF> [pristupljeno: 20.kolovoza 2021].
23. Vidučić, Lj., Pepur,S., Šimić Šarić,M.(2015): Financijski menadžment, RRIF plus, Zagreb, str.120)
24. Vidučić,LJ.,Pepur,S., Šimić Šarić,M.(2015.):Financijski menadžment,RRIF plus,Zagreb,str.121
25. Zakon o trgovačkim društvima (NN111/93, 34/99, 121/99 – vjerodostojno tumačenje, 52/00 – Odluka USRH, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 152/11 – pročišćeni tekst, 111/12, 68/13, 110/15 i 40/19 [online] Raspoloživo na [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2011\\_12\\_152\\_3144.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2011_12_152_3144.html) [pristupljeno: 26.srpnja 2021.]

## 9 Popis tablica

**Tablica 1:** Usporedba spajanja i akvizicije

**Tablica 2:** Slobodni novčani tok

**Tablica 3:** Omjeri profitabilnosti Time Warnera Inc. u razdoblju od 2013. do 2017.g.

**Tablica 4:** Intrinzična vrijednost dionice Time Warnera Inc.

**Tablica 5:** WACC Time Warnera

**Tablica 6:** Omjeri profitabilnosti R.J.Reynoldsa u razdoblju od 1985. do 1988.godine

**Tablica 7:** Intrinzična vrijednost dionice R.J. Reynoldsa

**Tablica 8:** WACC R.J. Reynoldsa