

PROCJENA VRIJEDNOSTI VLASNIČKOG KAPITALA PODUZEĆA KONČAR-ELEKTROINDUSTRIJA D.D.

Košćak, Filip

Graduate thesis / Diplomski rad

2024

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split / Sveučilište u Splitu**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:228:858754>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-12**



Repository / Repozitorij:

[Repository of University Department of Professional Studies](#)



SVEUČILIŠTE U SPLITU
SVEUČILIŠNI ODJEL ZA STRUČNE STUDIJE

Stručni diplomski studij Računovodstvo i financije

FILIP KOŠČAK

DIPLOMSKI RAD

**PROCJENA VRIJEDNOSTI VLASNIČKOG
KAPITALA PODUZEĆA KONČAR –
ELEKTROINDUSTRIJA D.D.**

Split, studeni 2024.

SVEUČILIŠTE U SPLITU
SVEUČILIŠNI ODJEL ZA STRUČNE STUDIJE

Stručni diplomski studij Računovodstvo i financije

Predmet: Financiranje poduzetika

DIPLOMSKI RAD

Kandidat: Filip Koščak

Tema rada: Procjena vrijednosti vlasničkog kapitala poduzeća Končar
– Elektroindustrija d.d.

Mentor: mr. sc. Stjepan Laća, pred.

Split, studeni 2024.

SADRŽAJ

SAŽETAK	1
SUMMARY	2
1. UVOD	3
2. OSNOVNI FINANCIJSKI IZVJEŠTAJI	4
2.1. Izvještaj o finansijskom položaju (bilanca)	5
2.2. Račun dobiti i gubitka	5
2.3. Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti	6
2.4. Izvještaj o novčanim tokovima	6
2.5. Izvještaj o promjenama kapitala.....	8
2.6. Bilješke uz godišnje finansijske izvještaje	8
2.7. Analiza finansijskih izvještaja.....	9
3. TEORIJSKI ASPEKT VREDNOVANJA PODUZEĆA	11
3.1. Procjena vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih slobodnih novčanih tokova	12
3.2. Vrste diskontiranih slobodnih novčanih tokova	12
3.2.1 Slobodni novčani tokovi poduzeću (FCFF)	12
3.2.2. Slobodni novčani tok za vlasnike kapitala (FCFE).....	13
4. PROCJENA TROŠKA KAPITALA.....	14
4.1. Trošak obične glavnice.....	15
4.1.1. Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM).....	16
4.2. Trošak duga	17
4.3. Trošak povlaštene glavnice	17
5. KONČAR – ELEKTROINDUSTRIJA D.D.	19
5.1. Vlasnička struktura.....	21
5.2. Poslovanje u 2023. godini	21
5.3. Tržišna pozicija	23
6. PRIMJER PROCJENE VRIJEDNOSTI VLASNIČKOG KAPITALA PODUZEĆA KONČAR – ELEKTROINDUSTRIJA D.D.	25
6.1. Bilanca.....	25
6.2. Račun dobiti i gubitka	28
6.3. Izvještaj o novčanom toku.....	30
6.4. Procjena novčanih tokova	32
6.5. Trošak kapitala	34
7. ZAKLJUČAK	45
LITERATURA	46

SAŽETAK

Procjena vrijednosti vlasničkog kapitala poduzeća Končar – Elektroindustrija d.d.

Procjena vlasničkog kapitala važan je proces u financijama koji omogućava vlasnicima, investitorima i drugim zainteresiranim stranama da razumiju vrijednost poduzeća. Vlasnički kapital predstavlja dio imovine poduzeća koji pripada vlasnicima nakon podmirenja svih obveza, čime se njegova procjena koristi za procjenu stvarne financijske pozicije poduzeća. Vrijednost vlasničkog kapitala ne ovisi samo o trenutnim prihodima i imovini, već i o očekivanjima budućih prihoda, rizicima i tržišnim uvjetima. Procjena također uključuje analiziranje vanjskih faktora, poput gospodarskih i industrijskih trendova, koji mogu utjecati na vrijednost poduzeća. Končar – Elektroindustrija d.d. jedno je od vodećih poduzeća u Hrvatskoj s dugogodišnjom tradicijom u elektroenergetici i industriji. Posluje u različitim segmentima, uključujući proizvodnju i distribuciju električne energije, transportne sustave, obnovljive izvore energije i automatizaciju. Svojim inovativnim proizvodima i rješenjima, Končar pridonosi razvoju infrastrukture u Hrvatskoj i međunarodnim tržištima. Ovaj rad istražuje ključne aspekte koji utječu na procjenu vlasničkog kapitala te naglašava važnost realističnih procjena za postizanje održivog financijskog rasta i uspješnog poslovanja.

Ključne riječi: financijska analiza, trošak kapitala, financijski izvještaji, vrijednost poduzeća

SUMMARY

Equity valuation of Končar – Elektroindustrija d.d. company

Equity valuation is an important process in finance that enables owners, investors, and other interested parties to understand the value of a company. Equity represents the portion of a company's assets that belongs to the owners after all liabilities have been settled, making its valuation essential for assessing the true financial position of the company. The value of equity depends not only on current revenues and assets but also on expectations of future income, risks, and market conditions. The valuation process also includes analysing external factors, such as economic and industry trends, which may impact the company's value. Končar – Elektroindustrija d.d. is one of the leading companies in Croatia, with a long-standing tradition in the energy and industrial sectors. It operates in various segments, including electricity generation and distribution, transportation systems, renewable energy, and automation. Through its innovative products and solutions, Končar contributes to the development of infrastructure in Croatia and international markets. This study explores the key aspects that influence equity valuation and highlights the importance of realistic valuations to achieve sustainable financial growth and successful business operations.

Keywords: financial analysis, cost of capital, financial statements, company valuation

1. UVOD

Procjena vrijednosti vlasničkog kapitala predstavlja ključni aspekt financijske analize, posebno u kontekstu donošenja odluka investitora, menadžera i analitičara. S obzirom na dinamično poslovno okruženje, točno određivanje vrijednosti poduzeća i njegovih vlasničkih udjela postaje sve važnije u cilju razumijevanja njegove stvarne tržišne pozicije i potencijala za rast. Vlasnički kapital, obuhvaća udio koji dioničari drže u poduzeću i predstavlja temelj za procjenu njegove financijske stabilnosti i održivosti.

Primjer poduzeća kao što je KONČAR – Elektroindustrija d.d., jedno od vodećih industrijskih poduzeća u Hrvatskoj, dodatno naglašava važnost točne procjene vrijednosti vlasničkog kapitala kako bi se razumjela stvarna tržišna pozicija i potencijal za rast. Končar se bavi proizvodnjom i razvojem proizvoda u elektroenergetskom sektoru, što ga čini zanimljivim za investitore i analitičare koji žele procijeniti vrijednost njegovih vlasničkih udjela.

Cilj ovog rada je procijeniti vrijednost vlasničkog kapitala poduzeća Končar primjenom financijskih metoda i analiza koje omogućuju objektivno određivanje njegove tržišne vrijednosti. Na temelju dobivenih rezultata, rad će pružiti uvid u atraktivnost ulaganja u Končar, kao i moguće rizike.

Rad je strukturiran u šest poglavlja. Uvodno poglavlje ukratko opisuje predmet i cilj istraživanja te strukturu rada. Drugo poglavlje pobliže objašnjava temeljne godišnje financijske izvještaje te načine i mogućnosti analize istih. U trećem poglavlju objašnjava se vrednovanje poduzeća, definira se metoda procjene vrijednosti diskontiranim novčanim tokovima te se pobliže objašnjavaju vrste diskontiranih slobodnih novčanih tokova. Četvrto poglavlje opisuje procjenu troška kapitala koji se sastoji od troška obične glavnice, troška povlaštene glavnice i troška duga. U petom poglavlju predstavlja se poduzeće Končar – Elektroindustrija d.d., informacije o poslovanju u prethodnoj godini te njegova tržišna pozicija. U šestom poglavlju provodi se procjena vrijednosti vlasničkog kapitala poduzeća Končar. Prikazani su osnovni financijski godišnji izvještaji, procjena novčanih tokova te procjena troška kapitala. Zaključak rada sumira najvažnije uvide i donosi konačnu procjenu vrijednosti vlasničkog kapitala Končara.

2. OSNOVNI FINANCIJSKI IZVJEŠTAJI

Osnovni financijski izvještaji predstavljaju ključne dokumente koji prikazuju financijsko stanje, poslovne rezultate i novčane tokove poduzeća na određeni dan ili za određeno razdoblje. Oni pružaju uvid u financijsko stanje poduzeća te služe kao osnova za analizu i donošenje odluka investitora, menadžera, vjerovnika i ostalih zainteresiranih strana. Tri ključne pretpostavke na kojima se temelje financijski izvještaji su: osnovica nastanka poslovnog događaja, neograničenost trajanja poslovanja i dosljednost. Njihov cilj je pružiti korisnicima koji donose poslovne odluke relevantne informacije o financijskom položaju, uspješnosti i promjenama u financijskom stanju određenog društva.¹

Godišnje financijske izvještaje čine:

1. izvještaj o financijskom položaju (bilanca)
2. račun dobiti i gubitka
3. izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti
4. izvještaj o novčanim tokovima
5. izvještaj o promjenama kapitala
6. bilješke uz godišnje financijske izvještaje²

Srednji i veliki poduzetnici obvezni su sastaviti sve navedene godišnje financijske izvještaje, dok su mali i mikro poduzetnici obvezni izraditi bilancu, račun dobiti i gubitka te bilješke uz godišnje financijske izvještaje.

Svi financijski izvještaji su međusobno povezani i upućuju jedni na druge. Neki od njih imaju statički karakter, prikazujući stanje u određenom trenutku, dok drugi odražavaju promjene ekonomskih kategorija tijekom određenog razdoblja, čime posjeduju dinamički karakter.³ Godišnji financijski izvještaji zajedno pružaju sveobuhvatan pregled financijskog položaja i poslovanja poduzeća te omogućuju usporedbu i praćenje njegove izvedbe kroz vrijeme.

¹ Ivanović, Z., Financijski menadžment, drugo izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Hotelijerski fakultet, Opatija, 1997.

² Zakon o računovodstvu, NN 85/24

³ Gulin, D. et al. (2006) Računovodstvo trgovačkih društava, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb

2.1. Izvještaj o financijskom položaju (bilanca)

Bilanca stanja financijski je izvještaj koji prikazuje imovinu, obveze i vlasnički kapital poduzeća na određeni datum.

Sastoji se od dva osnovna dijela:

1. Aktiva – prikazuje sve resurse koje društvo posjeduje i koristi za poslovanje. Dijeli se na dugotrajnu imovinu (nematerijalna imovina, nekretnine, postrojenja i oprema, dugoročna financijska ulagana) i kratkotrajnu imovinu (novac, potraživanja, zalihe)
2. Pasiva – predstavlja obveze poduzeća, odnosno sredstva koja su osigurana od kreditora i vlasnika. Dijeli se na:
 - a. Kapital – sredstva koja su uložili vlasnici poduzeća, uključujući i zadržanu dobit.
 - b. Dugoročne obveze – obveze s rokom dospijeca duljim od jedne godine (dugoročni krediti, obveznice)
 - c. Kratkoročne obveze – dugovi s rokom dospijeca unutar jedne godine (kratkoročni krediti, obveze prema dobavljačima, obveze prema zaposlenicima i sl.)

Bilanca stanja temelji se na osnovnom računovodstvenom pravilu:

$$\text{Aktiva} = \text{Kapital} + \text{Obveze}$$

Ravnoteža između aktive i pasive od važna je za ocjenu financijske stabilnosti i sposobnosti poduzeća da ispunjava vlastite obveze.

2.2. Račun dobiti i gubitka

Račun dobiti i gubitka financijski je izvještaj koji prikazuje prihode, troškove i financijski rezultat poduzeća (dobit ili gubitak) u određenom razdoblju, najčešće na kraju godine ili kvartala.

Sastavni dijelovi računa dobiti i gubitka su:

- prihodi – iznos koje poduzeće ostvaruje prodajom dobara ili usluga

- troškovi – svi troškovi koje poduzeće ima tijekom poslovanja (trošak rada, materijala i sl.)
- operativna dobit ili gubitak - razlika između prihoda i operativnih troškova
- financijskih prihodi i troškovi – dobit ili gubitak od financijskih aktivnosti
- neto dobit ili gubitak – konačan rezultat poslovanja nakon svih prihoda i troškova, uključujući poreze

Račun dobiti i gubitka pruža detaljan uvid u profitabilnost poduzeća te pomaže investitorima i menadžerima u ocjeni poslovne učinkovitosti, prepoznavanju trendova i donošenju financijskih odluka. Za razliku od bilance koji je statičan financijski izvještaj, jer prikazuje stanje na određeni datum, račun dobiti i gubitka dinamičan je izvještaj jer prikazuje poslovanje u određenom razdoblju.

2.3. Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti

Izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti sastavljaju srednja i velika poduzeća koja svoje financijske izvještaje pripremaju prema MSFI. Ovaj izvještaj može se smatrati proširenom verzijom računa dobiti i gubitka, s dodatkom podataka o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti.

Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti prikazuje promjene u kapitalu i rezervama koje se ne evidentiraju u računu dobiti i gubitka, a nisu rezultat uplata ili isplata kapitala vlasnicima. Primjeri ostale sveobuhvatne dobiti su revalorizacijske rezerve koje se pojavljuju kada se knjigovodstvena vrijednost imovine poveća uslijed revalorizacije, kao i određene dobitke i gubitke koji nastaju prilikom preračunavanja financijskih izvještaja inozemnih poslovanja, te dobitke i gubitke proizašle iz ponovnog mjerenja financijske imovine namijenjene prodaji i slično.⁴

2.4. Izvještaj o novčanim tokovima

Izvještaj o novčanim tokovima sastavni je dio temeljnih financijskih izvještaja. On prikazuje izvore novčanih sredstava kao i načine njihove upotrebe. Ovaj izvještaj detaljno prikazuje

⁴ Izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti, dostupno na <https://www.fininfo.hr/Content/lessons/finpok3/14488.htm>

novčane tokove, odnosno priljeve i odljeve novca te novčanih ekvivalenata tijekom određenog vremenskog razdoblja.⁵

Sadrži prikaz novčanih primitaka, izdataka i novčanog toka od:

1. poslovnih aktivnosti – aktivnosti povezane s redovnim poslovanjem kao što su prihodi od prodaje proizvoda i usluga, plaćanje dobavljačima, isplate plaća, troškovi kamata. Poslovne aktivnosti pokazuju sposobnost poduzeća da generira novac iz svog osnovnog poslovanja.
2. investicijskih aktivnosti – aktivnosti vezane uz dugoročne investicije kao što su kupovina ili prodaja nekretnina, opreme, postrojenja, dionica i obveznica. Pozitivan novčani tok iz financijskih aktivnosti najčešće pokazuje da poduzeće prodaje vlastitu imovinu ili povlači ulaganja, dok negativan tok govori da poduzeće ulaže u dugotrajnu imovinu.
3. financijskih aktivnosti – aktivnosti povezane s financiranjem poduzeća: izdavanje dionica, isplate dividendi dioničarima, otkup vlastitih dionica. Novčani tok iz financijskih aktivnosti pokazuje kako se poduzeće financira te upravlja kapitalom.

Praćenje te analiza novčanih tokova bitno je kako bi se izbjegli problemi s likvidnošću poduzeća, čak i kada su profitabilna, jer profit ne znači nužno posjedovanje gotovine u određenom trenutku.

Izvještaj o novčanim tokovima može se sastaviti uz pomoć dvije metode:

- direktna metoda – prikazuje konkretne novčane priljeve i odljeve iz poslovnih aktivnosti, investicijskih aktivnosti te financijskih aktivnosti. Detaljno prikazuje sve gotovinske transakcije koje su dogodile tijekom određenog razdoblja te je s toga lakše razumljiva, ali teže sastavljiva jer zahtjeva više podataka.
- indirektna metoda - neto dobit se izražava kao novčani tok iz poslovnih aktivnosti, uz korekcije za sljedeće učinke:
 - prihoda i rashoda koji ne generiraju novčane tokove (amortizacija dugotrajne imovine, usklađivanje vrijednosti, nerealizirane tečajne razlike itd.).

⁵ NN, (2015): Odluka o objavljivanju Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja, 86/2015

- prihoda i rashoda koji se povezuju s investicijskim i financijskim aktivnostima (prihodi i rashodi od prodaje dugotrajne imovine, kao i prihodi i rashodi od udjela u povezanim društvima).
- promjene radnog kapitala (povećanje ili smanjene obveza, potraživanja i zaliha).⁶

2.5. Izvještaj o promjenama kapitala

Izvještaj o promjenama kapitala financijski je izvještaj koji prikazuje strukturu kapitala te promjene na stavkama kapitala tijekom određenog razdoblja. Ovaj izvještaj detaljno prikazuje sve priljeve i odljeve unutar kapitala, uključujući unose kao što su izdavanje novih dionica, zadržana dobit, revalorizacija imovine, rezerve, isplata dividendi i sl.

2.6. Bilješke uz godišnje financijske izvještaje

Bilješke uz financijske izvještaje pružaju dodatne i dopunske informacije koje nisu uključene u bilancu, račun dobiti i gubitka, izvještaj o novčanim tokovima i izvještaj o promjenama kapitala, u skladu s odredbama relevantnih standarda financijskog izvještavanja. Bilješke uz godišnji financijski izvještaj objavljuju se u cijelosti, prema odgovarajućim propisima standarda financijskog izvještavanja. Pod pretpostavkom da su bilješke uz posljednji godišnji financijski izvještaj javno dostupne, bilješke u izvještajima za razdoblja tijekom godine sadrže isključivo objašnjenja poslovnih događaja koji su značajni za razumijevanje promjena u financijskom položaju i uspješnosti poslovanja izdavatelja od posljednjeg godišnjeg izvještaja.⁷

Pripremaju se na osnovu sastavljenih izvještaja, a najčešće se sastoje od tri segmenta:

1. osnovni podaci o društvu
2. značajne računovodstvene politike
3. pojašnjenja pojedinih pozicija financijskih izvještaja.

⁶https://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/RAC/hpercevic/financijsko_racunovodstvo/Izve%C5%A1taj%20o%20nov%C4%8Danim%20tokovima.pdf

⁷<https://www.hanfa.hr/oam/TANG/021.TFI-POD%2031.03.09.%20PG6%20BILJE%C5%A0KE.pdf>

2.7. Analiza financijskih izvještaja

„Analiza financijskih izvještaja može se definirati kao proces korištenja raznih analitičkih alata i tehnika koje omogućuju pretvaranje podataka iz financijskih izvještaja u korisne informacije važne za upravljanje.“⁸ Ova analiza koristi razne metode i pokazatelje, a među najvažnijima su:

1. Analiza financijskih pokazatelja – koristi omjere dobivene iz financijskih izvještaja kako bi se dobilo više informacija o uspješnosti poduzeća. Dijeli se na nekoliko glavnih kategorija:
 - a. Pokazatelji likvidnosti – mjere sposobnost poduzeća da podmiruje svoje kratkoročne obveze.
 - b. Pokazatelji zaduženosti – pokazuju razinu duga i sposobnost poduzeća da podmiruje dug.
 - c. Pokazatelji efikasnosti – pokazuju koliko efikasno poduzeće koristi svoje resurse.
 - d. Pokazatelji profitabilnosti – mjere koliko je poduzeće profitabilno u odnosu na prihode, imovinu ili kapital.
2. Trend analiza – sadrži usporedbu pokazatelja kroz nekoliko uzastopnih razdoblja kako bi se otkrili trendovi i obrasci u poslovanju poduzeća.
3. Analize horizontalnog i vertikalnog tipa:
 - a. Horizontalna analiza – uspoređuje stavke financijskih izvještaja tijekom nekoliko godina, prikazujući promjene u apsolutnim iznosima i postotcima.
 - b. Vertikalna analiza – prikazuje svaku stavku financijskog izvještaja kao postotak ukupnog iznosa, omogućavajući lakšu usporedbu među kompanijama različitih veličina.
4. Benchmarking – uspoređuje financijske pokazatelje poduzeća s konkurentima, sektorom ili industrijom, kako bi se ocijenila njegova relativna pozicija na tržištu.
5. Analiza slobodnog novčanog toka – usredotočuje se na iznos gotovine koji ostaje nakon podmirenja svih kapitalnih izdataka. Pokazuje koliko je poduzeće sposobno stvarati gotovinu za investiranje ili isplatu dividendi.
6. Analiza rizika – ispituje različite rizike povezane s poslovanjem poduzeća, kao što su tržišni, operativni, kreditni, rizik likvidnosti, a koristi se za donošenje procjena i financijsko planiranje.

⁸ Habek, Mladen; i ostali: Temelji računovodstva i analitika knjigovodstva, RRIF-Plus, 2004., str. 25.

7. Analiza scenarija i osjetljivosti – koristi se za predviđanje kako bi se ocijenili različiti scenariji budućih događanja i njihov utjecaj na poslovanje, čime se smanjuje neizvjesnost u financijskom planiranju i donošenju odluka.

Financijska analiza pruža vrijedne uvide za različite korisnike u donošenju informiranih odluka, identifikaciji slabosti i prednosti te planiranju budućih koraka u poslovanju.

3. TEORIJSKI ASPEKT VREDNOVANJA PODUZEĆA

Svaka imovina, bila financijska ili realna, posjeduje određenu vrijednost. Za uspješno investiranje i upravljanje investicijom, ključno je razumjeti ne samo iznos te vrijednosti, već i izvore financiranja koji je omogućuju.⁹ Vrednovanje poduzeća provodi se iz različitih razloga, a najčešći su proces prodaje ili kupovine poduzeća te spajanje dvaju poduzeća. Sam proces vrednovanja od iznimne je važnosti za sve postojeće i buduće investitore dotičnog poduzeća. Jedan od osnovnih principa ulaganja je da se za imovinu ne plaća više nego što ona vrijedi, zbog čega je važno pokušati procijeniti vrijednost imovine prije nego li se investira. Procjena vrijednosti poduzeća, odnosno ocjena njegovog poslovanja, ključna je za donošenje pravilne odluke, bez obzira na vrstu investicije.

Koncepti vrijednosti poduzeća temelje se na različitim pristupima koji odražavaju specifične aspekte i ciljeve vrednovanja. Neki od ključnih koncepata vrijednosti su:

1. Tržišna vrijednost - Temelji se na trenutnim tržišnim uvjetima i predstavlja procijenjeni iznos koji bi kupac bio spreman platiti za poduzeće na otvorenom tržištu. Ovaj pristup uzima u obzir ponudu i potražnju te usporedive transakcije sličnih poduzeća.
2. Knjigovodstvena vrijednost - Temelji se na računovodstvenim podacima poduzeća, odnosno razlici između ukupne imovine i obveza, kako je prikazano u bilanci. Knjigovodstvena vrijednost obično ne odražava punu tržišnu vrijednost, ali može dati uvid u financijsku stabilnost poduzeća.
3. Likvidacijska vrijednost - Predstavlja procijenjeni iznos koji bi se ostvario prodajom imovine poduzeća u slučaju likvidacije, odnosno gašenja poslovanja. Ova vrijednost je obično niža od tržišne jer se imovina prodaje po sniženoj cijeni radi brzog priljeva sredstava.
4. Investicijska vrijednost - Odnosi se na vrijednost poduzeća iz perspektive specifičnog investitora, koji može imati različite ciljeve, strategije i troškove kapitala. Investicijska vrijednost može se razlikovati od tržišne vrijednosti jer uzima u obzir specifične sinergije i koristi za investitora.

⁹ Damodaran, A. (2002) Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset, New York, John Wiley & Sons, Inc

3.1. Procjena vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih slobodnih novčanih tokova

Metoda procjene diskontiranjem slobodnih novčanih tokova (DCF metoda) koristi se za procjenu sadašnje vrijednosti tvrtke, projekta ili investicije na temelju očekivanih budućih novčanih tokova, koje diskontira na današnju vrijednost. Vremenska vrijednost novca kao koncept leži u srži ovih metoda. Što su novčani tokovi udaljeniji u budućnosti, to je njihova sadašnja vrijednost manja zbog troška propuštene zarade. Taj oportunitetni trošak koristi se za preračunavanje budućih troškova u sadašnju vrijednost putem postupka diskontiranja.¹⁰

Koraci za procjenu vrijednosti metodom diskontiranih slobodnih novčanih tokova uključuju sljedeće:¹¹

1. Istraživanje poduzeća i identifikacija ključnih pokretača vrijednosti
2. Prognoza slobodnih novčanih tokova
3. Izračun diskontne stope
4. Utvrđivanje terminalne vrijednosti
5. Izračun sadašnje vrijednosti i definiranje raspona procijenjene vrijednosti.

3.2. Vrste diskontiranih slobodnih novčanih tokova

Dvije glavne vrste diskontiranih slobodnih novčanih tokova koje se koriste u procjeni vrijednosti tvrtke su: slobodni novčani tok poduzeću (eng. Free Cash Flow to the Firm – FCFF) i slobodni novčani tok za vlasnike kapitala (eng. Free Cash Flow to Equity – FCFE).

3.2.1 Slobodni novčani tokovi poduzeću (FCFF)

Slobodni novčani tok za investitore predstavlja novčani tok koji je dostupan svim investitorima u poduzeću nakon podmirenja svih operativnih troškova, uključujući poreze, kao i nakon izvršenih potrebnih investicija u radni kapital i kapitalna ulaganja, koja su neophodna za neometano poslovanje poduzeća.¹²

¹⁰ CFA Institute (2020) Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods, Level I. Charlottesville: CFA Institute

¹¹ Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2013) Investment banking: Valuation, Leveraged buyout and Acquisitions, 2nd ed., New Jersey, John Wiley & Sons

¹² CFA institute (2021) CFA Programm Level II Book – Free cash flow valuation, Equity Investment, Chapter 4, CFA institute

FCFF prikazuje slobodni novčani tok koji je dostupan svim investitorima, uključujući vlasnike duga i kapitala. Koristi se za procjenu ukupne vrijednosti tvrtke, a kao diskontna stopa koristi se ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC). Diskontiranjem FCFF-a dobiva se ukupna vrijednost tvrtke, a oduzimanjem duga dolazi se do procjene vrijednosti vlasničkog kapitala.

3.2.2. Slobodni novčani tok za vlasnike kapitala (FCFE)

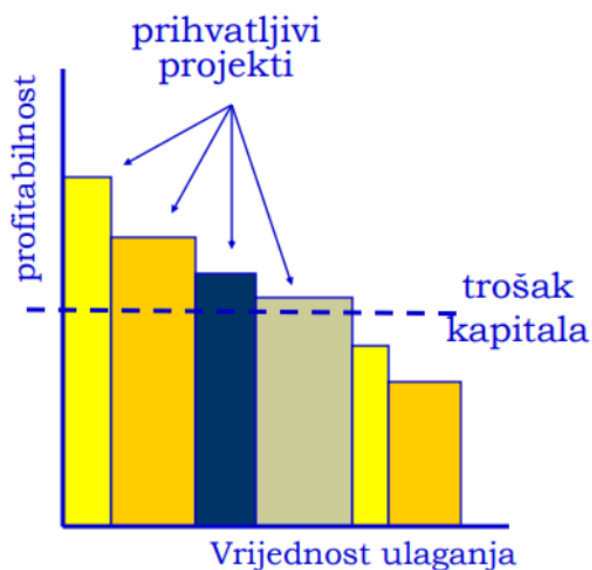
FCFE predstavlja novčane tokove koji ostaju vlasnicima dioničkog kapitala nakon što tvrtka podmiri sve svoje operativne troškove, poreze, kapitalna ulaganja te obveze prema kreditorima. Ovaj model omogućuje procjenu novčanog iznosa koji bi mogao biti raspoloživ za isplatu dividendi dioničarima ili za reinvestiranje. Koristan je za investitore jer daje uvid u novčani tok koji izravno ide u vlasnički kapital tvrtke.

FCFE koristi se za procjenu vrijednosti vlasničkog kapitala u tvrtki. Prilikom izračuna, koristi se diskontna stopa koja odgovara trošku kapitala. Navedena stopa predstavlja očekivani prinos koji bi dioničari trebali ostvariti s obzirom na rizik ulaganja.

4. PROCJENA TROŠKA KAPITALA

Trošak kapitala predstavlja mjeru očekivanog povrata koji poduzeće očekuje od određenog ulaganja kako bi opravdalo utrošene resurse. Ovaj trošak određuje minimalnu stopu povrata potrebnu za uvjeravanje investitora da podrže investicijski projekt.¹³

Slika 1. Prihvatljivost investicije

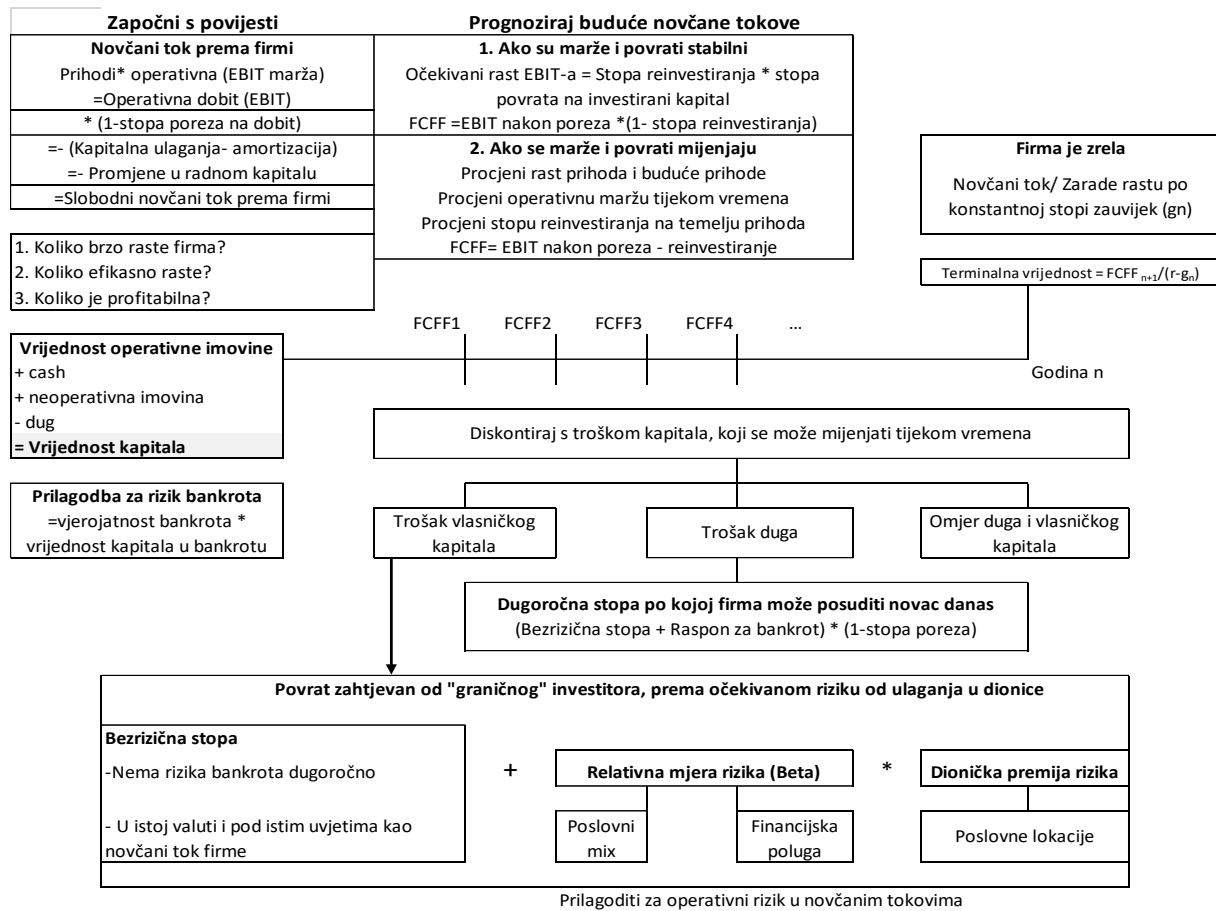


Izvor: Miloš Sprčić D., Trošak kapitala, Osnove financiranja poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, str. 6.

Slika 1 prikazuje važnost troška kapitala za poduzeće. Kada je povrat iznad troška kapitala, projekt je profitabilan i prihvatljiv za ulaganje, dok vrijednosti ispod granice troška kapitala označavaju nepovoljne projekte.

¹³ Mauboussin M.J., Callahan D. (2023), Morgan Stanley, Cost of Capital
https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_costofcapital.pdf

Slika 2. Postupak vrednovanja vlastitog kapitala poduzeća



Izvor: Laća S. (2022.) nastavni materijali Financiranje poduzetnika, Sveučilišni odjel za stručne studije u Splitu

Slika 2 prikazuje detaljan postupak vrednovanja vlastitog kapitala tvrtke te ključne korake koje je potrebno slijediti kako bi vrednovanje bilo uspješno.

Ukupna struktura kapitala poduzeća sastoji se od troška obične glavnice, troška povlaštene glavnice i troška duga.

4.1. Trošak obične glavnice

Trošak obične glavnice predstavlja stopu povrata koju investitori očekuju od ulaganja u obične dionice poduzeća. Drugim riječima, to je minimalna stopa povrata koju poduzeće mora ostvariti kako bi zadovoljilo očekivanja svojih dioničara. Trošak obične glavnice obično je viši od troška duga i troška povlaštene glavnice jer nosi najveći rizik, pa investitori očekuju i veći povrat za preuzimanje tog rizika.

Trošak obične glavnice može se izračunati na nekoliko načina, a jedan od najčešće korištenih modela je CAPM (Capital Asset Pricing Model).

4.1.1. Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM)

CAPM je financijski model koji se koristi za procjenu očekivanog povrata na ulaganje, uzimajući u obzir rizik povezan s tim ulaganjima. Ovaj model pomaže investitorima da odrede trošak vlasničkog kapitala i usporede ga s očekivanim povratima na druge investicije.

Formula CAPM modela izgleda ovako:

$$\text{Očekivani povrat} = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

gdje:

R_f = stopa bez rizika

β = beta dionice

R_m = očekivani povrat tržišta

Četiri ključna koraka u primjeni CAPM modela su:

1. Procjena nerizične kamatne stope
2. Procjena očekivane tržišne premije rizika što je razlika između očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope
3. Procjena beta koeficijenta kao mjere relevantnog rizika investicije
4. Uvrštavanje procijenjenih veličina u CAPM formulu i izračun troška kapitala.¹⁴

CAPM koristi se za procjenu troška vlasničkog kapitala, usporedbu različitih investicija, analizu i donošenje odluka o ulaganjima.

Kao što je prethodno prikazano, Model se sastoji od tri osnovne komponente:

1. Stopa bez rizika (R_f) – prinos na ulaganje koje se smatra bez rizika, najčešće se smatra kao prinos na državne obveznice s dugim rokom dospijeca.

¹⁴ Brigham, E., & Ehrhard, M. (2005) Financial Management: Theory and Practice, Mason, Ohio: Thomson Corporation.

2. Beta koeficijent – mjeri osjetljivost povrata na dionicu u odnosu na povrat ukupnog tržišta. Beta = 1 govori da se dionica kreće u skladu sa tržištem. Ako tržište poraste ili padne za 1%, očekuje se da će se povrat dionice također povećati ili smanjiti za 1%. Beta veća od 1 govori da je dionica osjetljivija od tržišta, dok beta manja od 1 ukazuje da je kretanje dionice stabilnije od kretanja tržišta.
3. Premija za tržišni rizik ($R_m - R_f$) – razlika između očekivanog povrata tržišta (R_m) i stope bez rizika. Predstavlja dodatni povrat koji investitori očekuju kao naknadu za preuzimanje rizika. Dva osnovna pristupa za procjenu tržišne premije rizika su: analize temeljem povijesnih podataka i analize temeljene na očekivanjima.¹⁵

4.2. Trošak duga

Trošak duga odnosi se na ukupne troškove koje poduzeće snosi zbog zaduživanja. Najčešće predstavlja kamatnu stopu koja se plaća kreditorima. Trošak duga najpreciznije se može izračunati koristeći prinos do dospelja dugoročnih obveznica koje je poduzeće izdalo. Ukoliko ne postoje podaci o izdanom dugu poduzeća, može se koristiti drugi pristup gdje se trošak duga računa prema kreditnom rejtingu. U navedenom pristupu, trošak duga procjenjuje se koristeći prinos na portfelj drugih obveznica koje imaju isti kreditni rejting kao i promatrano poduzeće.

Formula za izračun troška duga može se zapisati:

$$r_d = r_b \times (1 - t_m)$$

gdje:

r_d = trošak duga nakon poreza

r_b = trošak duga prije poreza

t_m = stopa poreza na dobit

4.3. Trošak povlaštene glavnice

Trošak povlaštene glavnice predstavlja stopu povrata koju očekuju povlašteni dioničari. Trošak povlaštene glavnice najčešće nema velik utjecaj na konačnu procjenu poduzeća.

¹⁵ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. i McKinsey and Company (2005) Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition, 4th Edition, New Jersey: John Wiley & Sons

Računa se uz pomoć sljedeće formule:

$$\textit{Trošak povlaštene glavnice} = \frac{\textit{godišnja dividenda na povlaštene dionice}}{\textit{tržišna cijena povlaštenih dionica}}$$

Za razliku od kamata koje se plaćaju na dug, dividende na povlaštene dionice nisu porezno priznat trošak, s toga trošak povlaštene glavnice ne uključuje poreznu prilagodbu. Trošak povlaštenih dionica obično je manji od troška običnih dionica, za koje investitori zahtijevaju još viši povrat na ulaganje.

5. KONČAR – ELEKTROINDUSTRIJA D.D.

Povijest KONČARA započinje 24. siječnja 1921. godine osnivanjem poduzeća Elektra, te iste godine postaje dio grupacije Siemens, pod čijim imenom nastavlja raditi sve do kraja Drugog svjetskog rata. Od 1946. do 1990. godine poduzeće je poslovalo pod nazivom Rade Končar, dok od 1. siječnja 1991. djeluje kao dioničko društvo pod imenom KONČAR - Elektroindustrija.

Glavne poslovne sfere obuhvaćaju rješenja, proizvode i usluge u segmentima proizvodnje, prijenosa i distribucije električne energije, urbana mobilnost i infrastrukture, kao i digitalnih rješenja i platformi. Grupa KONČAR trenutno zapošljava više od 5200 ljudi, od kojih 40% ima visoku stručnu spremu.

KONČAR – Elektroindustrija d.d. matično je poduzeće Grupe KONČAR koja u svom sastavu ima 14 ovisnih i jedno pridruženo društvo:

- KONČAR Aparati i postrojenja – tvrtka za proizvodnju opreme za prijenos i distribuciju električne energije, od niskonaponskih razvodnih sustava do visokonaponskih sklopki i energetske postrojenja.
- Dalekovod – projektiranje, proizvodnja, izgradnja i održavanje infrastrukturnih objekata u energetske sektoru. Njihovo djelovanje uključuje izgradnju dalekovoda, trafostanica, energetske postrojenja, kao i različitih vrsta vodova za prijenos električne energije, telekomunikacija i cestovne infrastrukture.
- KONČAR Digital – razvoj digitalnih rješenja i inovativnih tehnologija za potrebe industrije, energetike i infrastrukture.
- KONČAR Distributivni i specijalni transformatori – razvoj i proizvodnja distribucijskih i specijalnih transformatora za elektroenergetske mreže i industriju, uključujući usluge održavanja i servisa. Kao dio grupacije KONČAR, kompanija je poznata po visokokvalitetnim rješenjima u energetske sektoru.
- KONČAR Električna vozila – razvoj i proizvodnja električnih vlakova te sustava za elektrifikaciju željeznica, fokusirajući se na energetske učinkovita i ekološki prihvatljiva rješenja.

- KONČAR Elektronika i informatika – tvrtka specijalizirana za unapređenje i inovaciju elektroničkih i informatičkih rješenja, uključujući sustave automatizacije, upravljačke sustave i elektroničke uređaje.
- KONČAR Energetika i usluge – upravljanje izvorima energije, nekretninama te uslugama u vlasništvu Grupe kroz najam i održavanje.
- KONČAR Generatori i motori – istaknuti europski proizvođač generatora i motora, čiji sustav počiva na modernim znanjima, inovativnim alatima i održivim tehnologijama.
- KONČAR Institut za elektrotehniku – provodi istraživanja, razvoj, testiranja i certificiranje. Korištenjem naprednih tehnologija stvara novi pristup za efikasnu pretvorbu i prijenos električne energije.
- KONČAR Inženjering – inženjerske usluge u projektiranju, izgradnji i obnovi kompleksnih objekata i postrojenja u području elektroenergetike i željeznice.
- KONČAR Metalne konstrukcije – specijalisti za moderne zavarene komponente velikih dimenzija namijenjenih sektorima energetike, prijevoza i industrije.
- KONČAR Mjerni transformatori – izrada mjernih transformatora za upotrebu u elektroenergetskim postrojenjima. Korištenjem novih materijala i tehnologija prilagođavaju se potrebama svjetskog tržišta.
- KONČAR Motori i električni sustavi – elektromotori i ventilatori prilagodljivog dizajna i izrade, razvijeni prema specifičnim zahtjevima kupaca.
- KONČAR Obnovljivi izvori – razvoj, održavanje i upravljanje objektima za proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora, s fokusom na postizanje čišće budućnosti.

Impresivna lista dostignuća uključuje preko četiri stotine tisuća transformatora različitih vrsta i napona, izgradnju i obnovu nekoliko desetaka tisuća transformatorskih stanica do, te četiristo hidroelektrana, proizvodnju i revitalizaciju sedamsto generatora, a kredibilitet u izradi i razvoju tramvajske infrastrukture potvrđen je isporukom gotovo dvjesto niskopodnih tramvaja i vlakova.

Slika 3. KONČAR d.d. logo

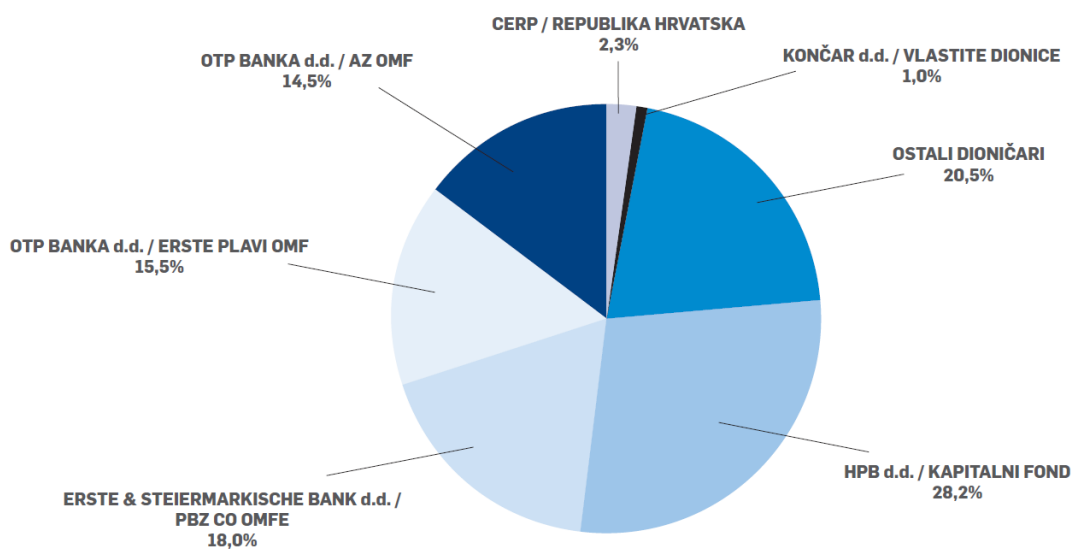


Izvor: Končar – Elektroindustrija d.d., <https://koncar.hr/hr/o-nama> [22.10.2024.]

5.1. Vlasnička struktura

Dionice KONČAR – Elektroindustrije d.d. nalaze se na kotaciji Službenog tržišta Zagrebačke burze od 2003. godine. Oznaka dionice je KOEI-R-A. Temeljni kapital iznosi 159.471.378,00 eura te je podijeljen na 2.572.119 redovnih dionica nominalnog iznosa 62,00 eura. KONČAR ima stabilnu i raznoliku vlasničku strukturu, u kojoj najveći udio drže Kapitalni fond te obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi.

Slika 4. Vlasnička struktura KONČAR – Elektroindustrije d.d.



Izvor: Končar – Elektroindustrija d.d., Godišnji financijski izvještaj za 2023., <https://koncar.hr/hr/godisnji-izvjestaji> [23.10.2024.]

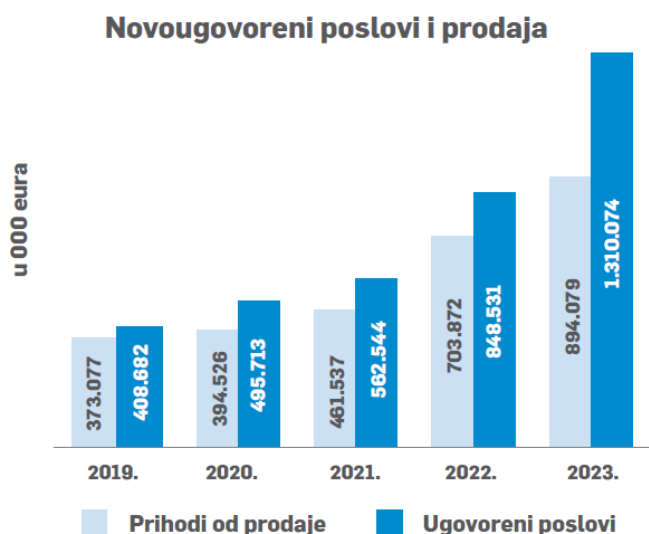
Tržišna kapitalizacija na dan 31. prosinca 2023. iznosi 476,1 milijun eura i viša je za 63% u usporedbi s 31. prosinca 2022. Dobit na jednu dionicu u 2023. godini iznosi 18,19 eura, što je povećanje od 30% u odnosu na 2022. godinu.

5.2. Poslovanje u 2023. godini

Godina 2023. za Grupnu KONČAR bila je obilježena značajnim uspjesima i postignućima. Prihodi, dobit i profitna marža dostigli su najvišu razinu u povijesti.

Grupa KONČAR 2023. godine ostvarila je poslovne prihode od 908 milijuna eura, što je 25,2% više nego u prethodnoj godini. U sastavu poslovnih prihoda prevladavaju prihodi ostvareni prodajom proizvoda i usluga koji iznose 894,1 milijun eura, odnosno 27% više nego 2022. godine. Ostali poslovni prihodi iznose 13,2 milijuna eura, što predstavlja smanjenje od 3,8 milijuna eura. Financijski prihodi su 3,3 milijuna eura, što je povećanje od 1,2 milijuna eura u usporedbi s prethodnom godinom.

Slika 5. Kretanje prihoda od prodaje i ugovorenih poslova



Izvor: Končar – Elektroindustrija d.d., Godišnji financijski izvještaj za 2023., <https://koncar.hr/hr/godisnji-izvjestaji> [23.10.2024.]

Poslovni rashodi iznose 835,7 milijuna eura te su 23,8% viši u odnosu na ostvarene rezultate iz 2022. godine. Materijalni troškovi koji podrazumijevaju troškove prodane robe, troškove materijala i sirovina te ostale vanjske troškove su najveća stavka poslovnih rashoda te oni iznose 621,3 milijuna eura, odnosno 122,2 milijuna eura ili 24,8% više nego prethodne godine. Udio ukupnih materijalnih troškova u prihodima od prodaje, prilagođenim za promjene u vrijednosti zaliha, iznosi 67,4%, što predstavlja pad od 2,1 postotnog poena u usporedbi s godinom ranije. Troškovi osoblja ostvareni su u iznosu 161,9 milijuna i veći su za 20,2% u odnosu na prethodnu godinu. Udio troškova osoblja u prihodima od prodaje iznosi 17,5%, što predstavlja smanjenje od 1,2 postotna poena u usporedbi s prethodnom godinom. Ostali troškovi poslovanja, koji se odnose na dnevnice za službena putovanja, troškove osiguranja, intelektualne usluge, bankovne usluge, efekt rezerviranja, troškove reprezentacije i sl., iznose 50,6 milijuna eura, što predstavlja rast od 53% u 2023. godini.

Operativna dobit (EBIT) u 2023. godini iznosi 72,3 milijuna eura što je povećanje od skoro 45% u odnosu na 2022. godinu. Operativna marža veća je za 1 postotni poen te je njezina vrijednost 8,1%. Neto dobit iznosi 70,9 milijuna eura, što predstavlja porast od 44,3% u odnosu na ostvarenje iz 2022. godine, unatoč spoznaji da je neto dobit u 2022. godini bila pod utjecajem značajnog iznosa jednokratnih stavki. Normalizirana neto dobit iznosi 86,8 milijuna eura, što je dvostruko više u usporedbi s 2022. godinom. EBITDA iznosi 91,4 milijuna eura što predstavlja povećanje od 37% u usporedbi s prethodnom godinom. EBITDA marža u 2023. godini veća je za 1,2 postotni poen u odnosu na 2022. godinu. Normalizirana EBITDA iznosi 107,3 milijuna eura, dok je normalizirana EBITDA marža 12,0%. EBIT i EBITDA marža računaju se uz pomoć sljedećih formula:

$$EBIT \text{ marža} = \frac{\text{operativna dobit}}{\text{poslovni prihodi}} \qquad EBITDA \text{ marža} = \frac{EBITDA}{\text{poslovni prihodi}}$$

Posljednji dan 2023. godine vrijednost ukupne imovine je 1.019,4 milijuna eura, što predstavlja rast od 27,2% u odnosu na posljednji dan 2022. godine. Stavka kapitala i rezervi iznosi 531,0 milijuna eura te je veća za 70,5 milijuna eura u odnosu na prethodnu godinu. Spomenuto povećanje rezultat je ostvarene dobiti 2023. godine te raspodjela dobiti za prethodnu godinu. Ukupne kratkoročne i dugoročne obveze na 31.12.2023. godine iznose 88,7 milijuna eura što predstavlja povećanje za 3,3 milijuna eura u odnosu 31.12.2022. godine. Od kupaca se potražuje 37,3 milijuna eura više nego na posljednji dan prethodne godine. dok su ostale i ugovorene obveze te odgođeni prihodi veći za 114,8 milijuna eura.

5.3. Tržišna pozicija

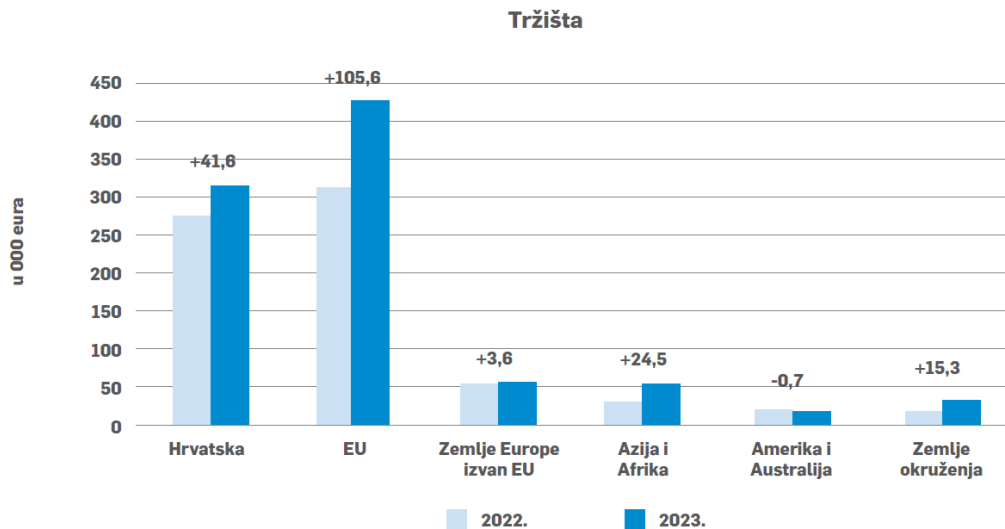
Domaće tržište generiralo je prihode u iznosu od 314,9 milijuna eura, što predstavlja rast od 15,2% u usporedbi s ostvarenjima iz 2022. godine. Ipak, udio prihoda od prodaje na domaćem tržištu u ukupnim prihodima od prodaje proizvoda i usluga nastavlja bilježiti pad te u 2023. godini iznosi 35%.

Prihodi od prodaje proizvoda i usluga na inozemnom tržištu značajno su porasli u odnosu na prethodnu godinu. Ostvaren je izvoz od 579,1 milijun eura, što predstavlja povećanje od 34,5% u odnosu na prethodnu godinu. Udio izvoza u ukupnim prihodima od prodaje povećan je 3,6 postotnih poena te on iznosi 65%.

Izvoz na pojedinačna tržišta i dalje bilježi snažan rast, pri čemu prednjači Njemačka s prodajom robe i usluga u vrijednosti od 109,2 milijuna eura, što čini 18,6% ukupnog izvoza. U Švedsku je otpremljeno 86,9 milijuna eura, što čini 14,8% ukupnog izvoza, dok je u Austriju plasirano 35,8 milijuna eura, što predstavlja 6,1% od cijelog izvoza.

Prihodi od prodaje proizvoda i usluga na svim izvoznim tržištima porasli su u odnosu na prethodnu godinu. Najveći rast zabilježen je u Europskoj uniji, gdje je izvoz povećan za 105 milijuna eura. Ukupan izvoz u države članice EU iznosio je 418,8 milijuna eura, što čini 72,3% ukupnog izvoza.

Slika 6. Tržišta na kojima poduzeće posluje



Izvor: Končar – Elektroindustrija d.d., Godišnji financijski izvještaj za 2023., <https://koncar.hr/hr/godisnji-izvjestaji> [23.10.2024.]

6. PRIMJER PROCJENE VRIJEDNOSTI VLASNIČKOG KAPITALA PODUZEĆA KONČAR – ELEKTROINDUSTRIJA D.D.

6.1. Bilanca

Slika 7. Bilanca na datum 31.12.2023.

u eurima

Obveznik: KONČAR - Elektroindustrija d.d. za proizvodnju i usluge			
Naziv pozicije	AOP oznaka	31.12.2022	31.12.2023
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	001	0	0
B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)	002	262.540.875	313.353.712
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)	003	11.794.794	25.742.275
1. Izdaci za razvoj	004	2.931.309	5.466.207
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala prava	005	3.456.994	8.659.143
3. Goodwill	006	1.135.920	8.352.686
4. Predujmovi za nabavu nematerijalne imovine	007	0	0
5. Nematerijalna imovina u pripremi	008	4.267.838	3.249.291
6. Ostala nematerijalna imovina	009	2.733	14.948
II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)	010	202.746.228	232.818.877
1. Zemljište	011	39.517.143	41.479.811
2. Građevinski objekti	012	63.068.977	76.451.357
3. Postrojenja i oprema	013	53.837.485	68.760.791
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	014	12.015.966	15.803.304
5. Biološka imovina	015	0	0
6. Predujmovi za materijalnu imovinu	016	6.588.811	8.213.025
7. Materijalna imovina u pripremi	017	11.165.793	4.009.859
8. Ostala materijalna imovina	018	316.047	98.036
9. Ulaganje u nekretnine	019	16.236.006	18.002.694
III. DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)	020	35.453.356	39.185.883
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	021	10.921	8.265
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar	022	0	0
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe	023	0	0
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	024	29.022.513	33.334.461
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom	025	0	0
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom	026	0	0
7. Ulaganja u vrijednosne papire	027	322.839	357.088
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	028	2.242.527	1.274.770
9. Ostala ulaganja koja se obračunavaju metodom udjela	029	3.100.603	3.848.230
10. Ostala dugotrajna financijska imovina	030	753.953	363.069
IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)	031	6.319.888	6.690.107
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	032	0	0
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	033	0	0
3. Potraživanja od kupaca	034	1.582.841	1.295.391
4. Ostala potraživanja	035	4.737.047	5.394.716
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	036	6.226.609	8.916.570
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)	037	532.673.112	696.811.983
I. ZALIHE (AOP 039 do 045)	038	191.523.085	220.533.216
1. Sirovine i materijal	039	114.009.424	109.032.506
2. Proizvodnja u tijeku	040	41.355.158	62.825.081
3. Gotovi proizvodi	041	24.260.468	36.842.270

4. Trgovačka roba	042	806.136	3.815.037
5. Predujmovi za zalihe	043	9.026.043	7.255.067
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	044	2.065.856	763.255
7. Biološka imovina	045	0	0
II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)	046	280.904.899	321.918.665
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	047	0	0
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	048	8.458.383	12.507.096
3. Potraživanja od kupaca	049	237.067.484	273.362.113
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	050	81.354	77.977
5. Potraživanja od države i drugih institucija	051	9.817.351	14.428.326
6. Ostala potraživanja	052	25.480.327	21.543.153
III. KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)	053	2.982.425	536.361
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	054	0	0
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar	055	0	0
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe	056	0	0
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	057	0	0
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom	058	0	0
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom	059	0	0
7. Ulaganja u vrijednosne papire	060	0	0
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	061	2.078.807	475.991
9. Ostala financijska imovina	062	903.618	60.370
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	063	57.262.703	153.823.741
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I	064	6.184.248	9.202.598
E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)	065	801.398.235	1.019.368.293
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	066	606.800.054	776.014.997
PASIVA			
A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do	067	460.468.534	530.973.632
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	068	160.448.063	159.471.379
II. KAPITALNE REZERVE	069	95.505	1.072.189
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	070	111.871.146	106.637.562
1. Zakonske rezerve	071	9.662.202	9.726.616
2. Rezerve za vlastite dionice	072	4.526.798	4.507.291
3. Vlastite dionice i udjeli (odbitna stavka)	073	-2.051.700	-2.032.193
4. Statutarne rezerve	074	67.872.168	65.869.433
5. Ostale rezerve	075	31.861.678	28.566.415
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	076	0	0
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI I OSTALO (AOP 078 do 082)	077	-16.144	624.455
1. Fer vrijednost financijske imovine kroz ostalu sveobuhvatnu dobit (odnosno raspoložive za prodaju)	078	0	830.229
2. Učinkoviti dio zaštite novčanih tokova	079	0	0
3. Učinkoviti dio zaštite neto ulaganja u inozemstvu	080	0	0
4. Ostale rezerve fer vrijednosti	081	0	0
5. Tečajne razlike iz preračuna inozemnog poslovanja (konsolidacija)	082	-16.144	-205.774
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 084-085)	083	58.812.800	92.084.350
1. Zadržana dobit	084	58.812.800	92.084.350
2. Preneseni gubitak	085	0	0
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 087-088)	086	34.555.177	46.328.381

1. Dobit poslovne godine	087	34.555.177	46.328.381
2. Gubitak poslovne godine	088	0	0
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	089	94.701.987	124.755.316
B) REZERVIRANJA (AOP 091 do 096)	090	25.364.022	31.414.110
1. Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze	091	4.781.289	6.067.206
2. Rezerviranja za porezne obveze	092	0	0
3. Rezerviranja za započete sudske sporove	093	3.402.745	3.066.319
4. Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava	094	837.337	609.529
5. Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima	095	16.302.287	21.631.366
6. Druga rezerviranja	096	40.364	39.690
C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 098 do 108)	097	30.301.402	43.200.203
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	098	0	0
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar	099	0	0
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	100	0	0
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	101	0	0
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	102	46.453	46.453
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	103	22.533.270	31.774.344
7. Obveze za predujmove	104	0	0
8. Obveze prema dobavljačima	105	0	0
9. Obveze po vrijednosnim papirima	106	1.540.381	1.345.000
10. Ostale dugoročne obveze	107	3.755.328	6.247.316
11. Odgođena porezna obveza	108	2.425.970	3.787.090
D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 110 do 123)	109	259.980.793	377.486.959
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	110	0	0
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar	111	0	0
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	112	9.390.355	15.501.708
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	113	0	0
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	114	0	10.000
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	115	52.334.533	28.081.379
7. Obveze za predujmove	116	45.502.012	132.754.442
8. Obveze prema dobavljačima	117	110.720.056	123.888.897
9. Obveze po vrijednosnim papirima	118	187.537	195.000
10. Obveze prema zaposlenicima	119	9.213.419	11.706.100
11. Obveze za poreze, doprinose i sličana davanja	120	17.022.118	24.490.575
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	121	97.265	322.252
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji	122	119.185	41.226
14. Ostale kratkoročne obveze	123	15.394.313	40.495.380
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	124	25.283.484	36.293.389
F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+090+097+109+124)	125	801.398.235	1.019.368.293
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	126	606.800.054	776.014.997

Izvor: Končar – Elektroindustrija d.d., Godišnji financijski izvještaj za 2023. godinu, <https://koncar.hr/hr/tfi-pod-i-gfi-pod> [22.10.2024.]

6.2. Račun dobiti i gubitka

Slika 8. Račun dobiti i gubitka za 2023. godinu

Obveznik: KONČAR - Elektroindustrija d.d. za proizvodnju i usluge				
Naziv pozicije	AOP oznaka	2022.	2023.	Horizontalna analiza
I. POSLOVNI PRIHODI (AOP 002 do 006)	001	725.259.834	908.029.096	25,20%
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	002	0	0	-
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	003	703.872.357	894.079.022	27,02%
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	004	0	0	-
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe	005	0	0	-
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	006	21.387.477	13.950.074	-34,77%
II. POSLOVNI RASHODI (AOP 008+009+013+017+018+019+022+029)	007	675.345.890	835.740.513	23,75%
1. Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda	008	-14.569.729	-29.605.122	103,20%
2. Materijalni troškovi (AOP 010 do 011)	009	499.092.728	619.345.778	24,09%
a) Troškovi sirovina i materijala	010	400.220.507	477.560.464	19,32%
b) Troškovi prodane robe	011	24.008.736	43.394.558	80,74%
c) Ostali vanjski troškovi	012	74.863.485	98.390.756	31,43%
3. Troškovi osoblja (AOP 014 do 016)	013	121.841.187	148.773.795	22,10%
a) Neto plaće i nadnice	014	77.408.683	93.058.314	20,22%
b) Troškovi poreza i doprinosa iz plaća	015	29.635.203	37.590.462	26,84%
c) Doprinosi na plaće	016	14.797.301	18.125.019	22,49%
4. Amortizacija	017	16.906.366	19.135.769	13,19%
5. Ostali troškovi	018	42.379.636	48.819.622	15,20%
6. Vrijednosna usklađenja (AOP 020+021)	019	6.138.389	12.464.930	103,07%
a) dugotrajne imovine osim financijske imovine	020	663.535	1.216.870	83,39%
b) kratkotrajne imovine osim financijske imovine	021	5.474.854	11.248.060	105,45%
7. Rezerviranja (AOP 023 do 028)	022	1.414.234	13.178.786	831,87%
a) Rezerviranja za mirovine, otpremnine i slične obveze	023	0	1.961.458	-
b) Rezerviranja za porezne obveze	024	0	0	-
c) Rezerviranja za započete sudske sporove	025	0	1.672.410	-
d) Rezerviranja za troškove obnavljanja prirodnih bogatstava	026	0	-227.808	-
e) Rezerviranja za troškove u jamstvenim rokovima	027	1.414.234	10.890.666	670,08%
f) Druga rezerviranja	028	0	-1.117.940	-
8. Ostali poslovni rashodi	029	2.143.079	3.626.955	69,24%
III. FINACIJSKI PRIHODI (AOP 031 do 040)	030	2.075.818	3.298.095	58,88%
1. Prihodi od ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	031	0	0	-
2. Prihodi od ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesima	032	0	0	-
3. Prihodi od ostalih dugotrajnih financijskih ulaganja i zajmova poduzetnicima unutar grupe	033	0	0	-
4. Ostali prihodi s osnove kamata iz odnosa s poduzetnicima unutar grupe	034	0	0	-
5. Tečajne razlike i ostali financijski prihodi iz odnosa s poduzetnicima unutar grupe	035	0	0	-
6. Prihodi od ostalih dugotrajnih financijskih ulaganja i zajmova	036	280.454	135.628	-51,64%
7. Ostali prihodi s osnove kamata	037	708.775	2.062.320	190,97%
8. Tečajne razlike i ostali financijski prihodi	038	830.520	727.347	-12,42%
9. Nerealizirani dobici (prihodi) od financijske imovine	039	23.144	194.705	741,28%
10. Ostali financijski prihodi	040	232.925	178.095	-23,54%
IV. FINACIJSKI RASHODI (AOP 042 do 048)	041	1.783.569	3.545.087	98,76%
1. Rashodi s osnove kamata i slični rashodi s poduzetnicima unutar grupe	042	0	0	-
2. Tečajne razlike i drugi rashodi s poduzetnicima unutar grupe	043	0	0	-
3. Rashodi s osnove kamata i slični rashodi	044	1.728.351	3.292.850	90,52%
4. Tečajne razlike i drugi rashodi	045	0	0	-
5. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	046	15.819	13	-99,92%
6. Vrijednosna usklađenja financijske imovine (neto)	047	0	0	-
7. Ostali financijski rashodi	048	39.399	252.224	540,18%
V. UDIO U DOBITI OD DRUŠTAVA POVEZANIH SUDJELUJUĆIM INTERESOM	049	2.692.207	12.428.818	361,66%
VI. UDIO U DOBITI OD ZAJEDNIČKIH POTHVATA	050	670.948	895.294	33,44%
VII. UDIO U GUBITKU OD DRUŠTAVA POVEZANIH SUDJELUJUĆIM INTERESOM	051	0	0	-
VIII. UDIO U GUBITKU OD ZAJEDNIČKIH POTHVATA	052	12.590	12.372	-1,73%
IX. UKUPNI PRIHODI (AOP 001+030+049 +050)	053	730.698.807	924.651.303	26,54%
X. UKUPNI RASHODI (AOP 007+041+051 + 052)	054	677.142.049	839.297.972	23,95%

XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA (AOP 053-054)	055	53.556.758	85.353.331	59,37%
1. Dobit prije oporezivanja (AOP 053-054)	056	53.556.758	85.353.331	59,37%
2. Gubitak prije oporezivanja (AOP 054-053)	057	0	0	-
XII. POREZ NA DOBIT	058	4.428.770	14.450.943	226,30%
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA (AOP 055-059)	059	49.127.988	70.902.388	44,32%
1. Dobit razdoblja (AOP 055-059)	060	49.127.988	70.902.388	44,32%
2. Gubitak razdoblja (AOP 059-055)	061	0	0	-
PREKINUTO POSLOVANJE (popunjavanje poduzetnik obveznika MSFI-a samo ako ima prekinuto poslovanje)				
XIV. DOBIT ILI GUBITAK PREKINUTOG POSLOVANJA PRIJE OPOREZIVANJA (AOP 063-064)	062	0	0	-
1. Dobit prekinutog poslovanja prije oporezivanja	063	0	0	-
2. Gubitak prekinutog poslovanja prije oporezivanja	064	0	0	-
XV. POREZ NA DOBIT PREKINUTOG POSLOVANJA	065	0	0	-
1. Dobit prekinutog poslovanja za razdoblje (AOP 062-065)	066	0	0	-
2. Gubitak prekinutog poslovanja za razdoblje (AOP 065-062)	067	0	0	-
UKUPNO POSLOVANJE (popunjavanje samo poduzetnik obveznik MSFI-a koji ima prekinuto poslovanje)				
XVI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA (AOP 055+062)	068	53.556.758	85.353.331	59,37%
1. Dobit prije oporezivanja (AOP 068)	069	53.556.758	85.353.331	59,37%
2. Gubitak prije oporezivanja (AOP 068)	070	0	0	-
XVII. POREZ NA DOBIT (AOP 058+065)	071	4.428.770	14.450.943	226,30%
XVIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA (AOP 068-071)	072	49.127.988	70.902.388	44,32%
1. Dobit razdoblja (AOP 068-071)	073	49.127.988	70.902.388	44,32%
2. Gubitak razdoblja (AOP 071-068)	074	0	0	-
DODATAK RDG-u (popunjavanje poduzetnik koji sastavlja konsolidirani godišnji financijski izvještaj)				
XIX. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA (AOP 076+077)	075	49.127.988	70.902.388	44,32%
1. Pripisana imateljima kapitala matice	076	34.555.176	46.328.381	34,07%
2. Pripisana manjinskom (nekontrolirajućem) interesu	077	14.572.812	24.574.007	68,63%

Izvor: Končar – Elektroindustrija d.d., Godišnji financijski izvještaj za 2023. godinu, <https://koncar.hr/hr/tfi-pod-i-gfi-pod> [22.10.2024.]

6.3. Izvještaj o novčanom toku

Izvještaj o novčanom toku sastavljen je direktnom metodom.

Slika 9. Izvještaj o novčanom toku za 2023. godinu

Obveznik: KONČAR - Elektroindustrija d.d. za proizvodnju i usluge			
Naziv pozicije	AOP oznaka	Isto razdoblje prethodne godine	Tekuće razdoblje
1	2	3	4
Novčani tokovi od poslovnih aktivnosti			
1. Novčani primici od kupaca	001	634.080.691	968.437.426
2. Novčani primici od tantijema, naknada, provizija i sl.	002	0	0
3. Novčani primici od osiguranja za naknadu šteta	003	468.139	1.416.952
4. Novčani primici s osnove povrata poreza	004	28.260.137	29.511.365
5. Ostali novčani primici od poslovnih aktivnosti	005	12.435.436	11.618.145
I. Ukupno novčani primici od poslovnih aktivnosti (AOP 001 do 005)	006	675.244.403	1.010.983.888
1. Novčani izdaci dobavljačima	007	-535.512.052	-623.931.231
2. Novčani izdaci za zaposlene	008	-125.890.934	-154.729.337
3. Novčani izdaci za osiguranje za naknade šteta	009	-2.940.438	-3.444.901
4. Novčani izdaci za kamate	010	-851.400	-1.580.507
5. Plaćeni porez na dobit	011	-4.267.899	-8.508.381
6. Ostali novčani izdaci od poslovnih aktivnosti	012	-40.173.278	-64.440.258
II. Ukupno novčani izdaci od poslovnih aktivnosti (AOP 007 do 012)	013	-709.636.001	-856.634.615
A) NETO NOVČANI TOKOVI OD POSLOVNIH AKTIVNOSTI (AOP 006 + 013)	014	-34.391.598	154.349.273
Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti			
1. Novčani primici od prodaje dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	015	2.811.471	4.594.297
2. Novčani primici od prodaje financijskih instrumenata	016	380.213	390.643
3. Novčani primici od kamata	017	1.694.000	1.447.788
4. Novčani primici od dividendi	018	5.198.656	5.437.762
5. Novčani primici s osnove povrata danih zajmova i štednih uloga	019	15.997.601	5.184.202
6. Ostali novčani primici od investicijskih aktivnosti	020	26.991.405	7.120
III. Ukupno novčani primici od investicijskih aktivnosti (AOP 015 do 020)	021	53.073.346	17.061.812
1. Novčani izdaci za kupnju dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	022	-21.863.776	-22.562.072
2. Novčani izdaci za stjecanje financijskih instrumenata	023	-216.027	-9.267.346
3. Novčani izdaci s osnove danih zajmova i štednih uloga	024	-2.597.139	-2.932.490
4. Stjecanje ovisnog društva, umanjeno za stečeni novac	025	0	0
5. Ostali novčani izdaci od investicijskih aktivnosti	026	-16.468	-14.140
IV. Ukupno novčani izdaci od investicijskih aktivnosti (AOP 022 do 026)	027	-24.693.410	-34.776.048
B) NETO NOVČANI TOKOVI OD INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI (AOP 021 + 027)	028	28.379.936	-17.714.236
Novčani tokovi od financijskih aktivnosti			
1. Novčani primici od povećanja temeljnog (upisanog) kapitala	029	63.380	169
2. Novčani primici od izdavanja vlasničkih i dužničkih financijskih instrumenata	030	0	0
3. Novčani primici od glavnice kredita, pozajmica i drugih posudbi	031	56.544.399	26.423.310
4. Ostali novčani primici od financijskih aktivnosti	032	824.768	2.013.346

V. Ukupno novčani primici od financijskih aktivnosti (AOP 029 do 032)	033	57.432.547	28.436.825
1. Novčani izdaci za otplatu glavnice kredita, pozajmica i drugih posudbi i dužničkih financijskih instrumenata	034	-22.969.493	-49.006.899
2. Novčani izdaci za isplatu dividendi	035	-7.175.884	-9.154.011
3. Novčani izdaci za financijski najam	036	-1.094.347	-1.585.152
4. Novčani izdaci za otkup vlastitih dionica i smanjenje temeljnog (upisanog) kapitala	037	0	0
5. Ostali novčani izdaci od financijskih aktivnosti	038	-18.756.941	-9.333.550
VI. Ukupno novčani izdaci od financijskih aktivnosti (AOP 034 do 038)	039	-49.996.665	-69.079.612
C) NETO NOVČANI TOKOVI OD FINANCIJSKIH AKTIVNOSTI (AOP 033+039)	040	7.435.882	-40.642.787
1. Nerealizirane tečajne razlike po novcu i novčanim ekvivalentima	041	-413.533	568.788
D) NETO POVEĆANJE ILI SMANJENJE NOVČANIH TOKOVA (AOP 014 + 028 + 040 + 041)	042	1.010.687	96.561.038
E) NOVAC I NOVČANI EKVIVALENTI NA POČETKU RAZDOBLJA	043	56.252.016	57.262.703
F) NOVAC I NOVČANI EKVIVALENTI NA KRAJU RAZDOBLJA (AOP 042+043)	044	57.262.703	153.823.741

Izvor: Končar – Elektroindustrija d.d., Godišnji financijski izvještaj za 2023. godinu, <https://koncar.hr/hr/tfi-pod-i-gfi-pod> [22.10.2024.]

6.4. Procjena novčanih tokova

Slika 10. Izračun procjene novčanih tokova

	Bazna godina	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminalna god.
Stopa rasta prihoda godišnje	27,02%	13,64%	6,44%	4,88%	3,65%	3,43%	3,21%	2,99%	2,77%	2,55%	2,33%	2,33%
Prihodi	894.079.022	1.016.031.401	1.081.463.823	1.134.239.257	1.175.638.990	1.215.967.326	1.255.007.984	1.292.545.273	1.328.366.011	1.362.261.484	1.394.029.421	1.426.538.187
EBIT (Operativna) marža	14,3%	8,06%	8,51%	8,75%	8,87%	8,85%	8,84%	8,82%	8,80%	8,79%	8,77%	8,77%
EBIT (Operativna dobit)	72.288.000	81.892.131	92.032.571	99.245.935	104.279.178	107.653.641	110.900.872	114.002.493	116.940.488	119.697.376	122.256.380	125.107.399
Efektivna stopa poreza	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%	16,93%
EBIT(1-t)		68.027.194	76.450.784	82.442.873	86.623.951	89.427.092	92.124.544	94.701.037	97.141.608	99.431.735	101.557.481	103.925.802
- Kapitalna ulaganja		27.000.000	28.000.000	29.000.000	29.428.571	29.857.143	30.285.714	30.714.286	31.142.857	31.571.429	32.000.000	32.000.000
FCFF		41.027.194	48.450.784	53.442.873	57.195.380	59.569.949	61.838.829	63.986.752	65.998.751	67.860.306	69.557.481	71.925.802
Trošak kapital		5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%
Kumulativni diskontnog faktor		0,9468	0,8964	0,8487	0,8035	0,7608	0,7203	0,6820	0,6457	0,6113	0,5788	
PV(FCFF)		38.844.085	43.431.713	45.357.491	45.959.284	45.320.283	44.543.026	43.637.675	42.614.788	41.485.230	40.260.078	
Udio capexa u prihodima	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Kapitalna ulaganja	22.562.000	27.000.000	28.000.000	29.000.000	29.428.571	29.857.143	30.285.714	30.714.286	31.142.857	31.571.429	32.000.000	32.000.000

Izvor: obrada autora

Kako bi se mogao procijeniti godišnji rast prihoda, prvo je potrebno pronaći godišnju stopu rasta prihoda. Za prvu godinu ona se izračunava uz pomoć horizontalne analize u računu dobiti i gubitka. U 2023. godini prihodi od prodaje su rasli za 27,02% u odnosu na prethodnu godinu. InterCapitalova analiza poslovanja Grupe KONČAR, za sljedeće 4 godine predviđa rast prihoda od 13,64% u prvoj godini do 3,65% u četvrtoj godini. Nakon toga, stopa rasta prihoda konvergira prema bezrizičnoj stopi, koja iznosi 2,33%, u terminalnoj godini. Iznos bezrizične stope je preuzet s internetske stranice investnig.com te označava prinos na desetogodišnju obveznicu koju je izdala Njemačka država.

Prihodi za baznu godinu preuzeti su iz računa dobiti iz gubitka, dok se za svaku sljedeću godinu računaju koristeći sljedeću formulu:

$$Prihodi_{n\text{ god.}} = prihodi_{n-1\text{ god.}} \times (1 + stopa\ rasta\ prihoda_{n\text{ god.}})$$

EBIT (operativna) marža računa se kao omjer operativne dobiti i prihoda. Međutim s obzirom da je Grupa KONČAR u posljednje vrijeme doživjela velik rast vrijednosti, vrijednost EBIT marže preuzeta je s internetske stranice mojedionice.com koja u izračun pokazatelja uzima posljednja četiri kvartalna izvješća, za razliku od promatranih izvještaja koji se odnose na 2023. godinu. Za sljedeće četiri godine, stope EBIT marže preuzete su iz InterCapitalove analize, dok nakon toga konvergiraju prema marginalnoj stopi od 8,77% u terminalnoj godini. EBIT, odnosno operativna dobit, za baznu godinu se iščita iz računa dobiti i gubitka, dok se za svaku sljedeću godinu izračunava kao umnožak prihoda od prodaje i EBIT marže. Efektivna stopa poreza predviđa se jednaka za cijelo promatrano razdoblje te ona iznosi 16,93%. EBIT umanjena za iznos poreza računa se uz pomoć formule:

$$EBIT(1 - t) = EBIT(\text{operativna dobit}) \times (1 - \text{efektivna stopa poreza})$$

FCFF (Free Cash Flow to Firm) predstavlja novac koji poduzeću ostane nakon što podmiri sve operativne troškove i investicije. Izračunava se tako da se od operativne dobiti umanje za efektivnu stopu poreza (EBIT (1-t)) oduzmu kapitalna ulaganja. FCFF za Gruppu KONČAR u prvoj godini iznosi 41.027.194 eura.

Trošak kapitala, odnosno ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) pokazuje koliki je prosječni trošak svih izvora financiranja koje poduzeće koristi. Izračun WACC-a prikazan je na slici broj 19. Kod Grupe KONČAR on iznosi 5,62% te je jednak kroz cijelo razdoblje.

Kako bi se budući novčani tokovi sveli na sadašnju vrijednost, potrebno je izračunati kumulativni diskontni faktor. On se računa formulom:

$$\text{Kumulativni diskontni faktor} = \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova (PV FCFF) računa se kao umnožak FCFF i kumulativnog diskontnog faktora.

Kapitalna ulaganja za baznu godinu se nalaze u izvještaju o novčanom toku među novčanim izdacima iz investicijskih aktivnosti. Iznose za nadolazeće godine predviđa InterCapital te oni konvergiraju prema iznosu od 32 milijuna eura u terminalnoj godini. Uz pomoć InterCapitalove analize, izračunat je udio kapitalnih ulaganja u prihodima te se taj omjer koristi za izračun kapitalnih ulaganja korištenih u izračunu sadašnje vrijednosti slobodnog novčanog toka.

6.5. Trošak kapitala

Trošak kapitala predstavlja cijenu koju poduzeće mora platiti kako bi osiguralo financijska sredstva potrebna za svoje poslovanje ili investicijske projekte. Taj trošak uključuje troškove duga i vlasničkog kapitala, a izražava se kao postotak koji pokazuje koliko poduzeće mora vratiti investitorima i vjerovnicima kako bi opravdalo korištenje njihovog kapitala.

Glavne komponente troška kapitala:

1. Trošak duga – uključuje kamate koje poduzeće mora plaćati na posuđeni kapital.
2. Trošak vlasničkog kapitala – povrat koji vlasnici ili dioničari očekuju kao naknadu za ulaganje u poduzeće. Obično je viši od troška duga jer dioničari preuzimaju veći rizik.

Kombinacija ovih dvaju elemenata čini ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC), koji poduzeća koriste za procjenu novih investicija.

Slika 11. Izračun tržišne kapitalizacije

Broj dionica u opticaju	2.572.119
Trenutna cijena dionice	410,00 €
Tržišna kapitalizacija vl.kapitala	1.054.568.790 €

Izvor: obrada autora

Podaci o broju dionica u opticaju kao i o trenutnoj cijeni dionica preuzeti su sa web stranice Zagrebačke burze. Na dan 23. listopada 2023. godine broj dionica u opticaju bio je 2.572.119. Cijena jedne dionice iznosila je 410,00 eura. Tržišna kapitalizacija dobije se kao umnožak broja dionica u opticaju i cijene jedne dionice. 23. listopada 2023. godine tržišna kapitalizacija poduzeća KONČAR - Elektroindustrija d.d. za proizvodnju i usluge iznosila je 1.054.568.790 eura.

Slika 12. Izračun WACC komponenti

Beta bez duga	0,62
Bezrizična stopa	2,29%
ERP korišten u izračunu	5,13%

Izvor: obrada autora

Bezrizična stopa je kamatna stopa koja predstavlja minimalni prinos koji investitor može očekivati bez preuzimanja bilo kakvog rizika gubitka kapitala. Prilikom izračuna, za bezrizičnu stopu, uzeo se prinos na Njemačke državne obveznice s rokom dospjeća od 10 godina. Državne obveznice smatraju se sigurnima jer država ima vrlo nisku vjerojatnost neispunjavanja svojih obveza. Prema podacima preuzetima sa internetske stranice investing.com, na dan 23. listopada 2023. godine, prinos na njemačku desetogodišnju obveznicu iznosio je 2,33%.

Slika 13. Izračun ponderiranog ERP

<i>Države</i>	<i>Prihodi</i>	<i>ERP</i>	<i>Udio</i>	<i>Ponderirani ERP</i>
Hrvatska	314.930.000 €	6,45%	35,22%	2,27%
Njemačka	418.759.000 €	4,12%	46,84%	1,93%
Japan	54.309.000 €	4,98%	6,07%	0,30%
Srbija	32.562.000 €	7,79%	3,64%	0,28%
SAD	18.173.000 €	4,12%	2,03%	0,08%
Švedska	55.346.000 €	4,12%	6,19%	0,26%
Ukupno	894.079.000 €			5,13%

Izvor: obrada autora

Equity risk premium predstavlja dodatni povrat koji investitori očekuju kako bi nadoknadili rizik ulaganja u rizičniju imovinu u odnosu na sigurnije investicije, poput državnih obveznica razvijenih zemalja, odnosno to je dodatna zarada koju investitori traže da bi kompenzirali neizvjesnosti povezane s investicijama koje su podložne ekonomskim, političkim i tržišnim rizicima.

Kako bi se dobio ponderirani ERP koji je potreban za daljnje računanje, potrebno je ERP država u kojima poduzeće ostvaruje najveće prihode pomnožiti sa udjelom prihoda države u ukupnim prihodima. Vrijednost ERP-a za svaku državu može se vidjeti na slici 15. Ponderirani ERP za svaku državu se zbroji te se dobije ukupni ponderirani ERP koji se koristi u daljnjim izračunima.

Beta bez poluge uklanja utjecaj duga, tako da odražava samo poslovni rizik industrije u kojoj poduzeće djeluje. Ova se vrijednost koristi kao referenca za usporedbu tvrtki unutar iste industrije, čak i ako se značajno razlikuju po razini duga. Za izračun bete bez poluge potrebno je u ukupnim prihodima izračunati udio prihoda svake industrije kojom se poduzeće bavi. Kao što je već ranije navedeno, djelatnost Grupe KONČAR podijeljena je u četiri djelatnosti:

1. Proizvodnja električne energije
2. Prijenos i distribucija električne energije
3. Urbana mobilnost i infrastruktura
4. Digitalna rješenja i platforme.

Beta bez poluge za svaku od navedenih industrija množi se s udjelom prihoda svake industrije te se dobije beta bez poluge.

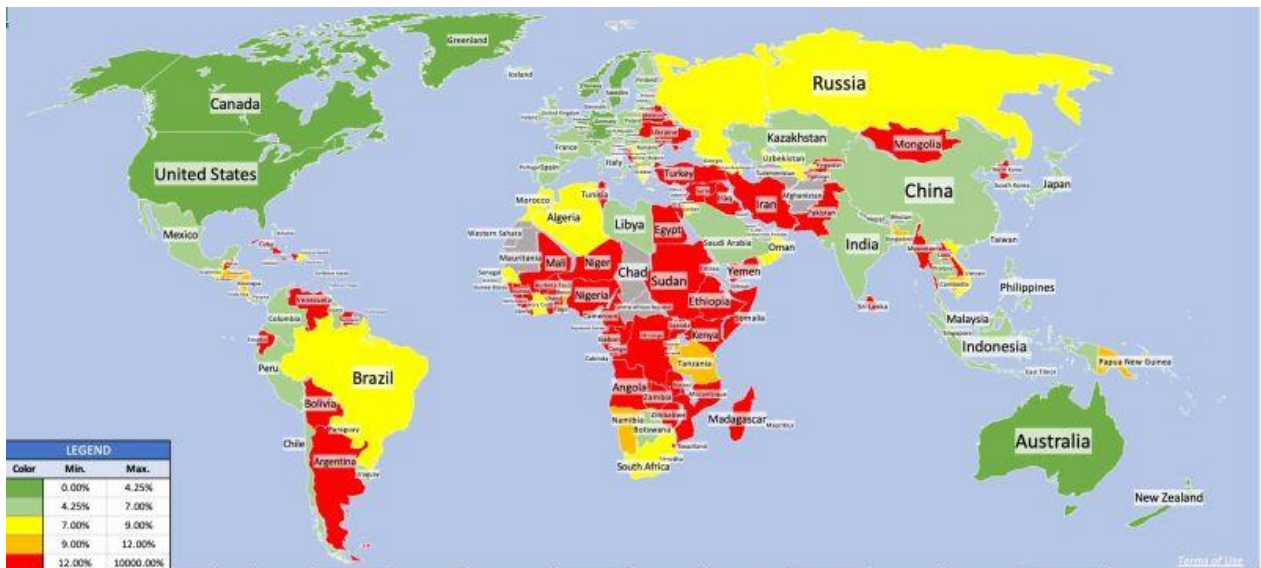
Slika 14. Izračun bete bez poluge

<i>Industrije</i>	<i>Prihodi</i>	<i>Beta inudustrije bez poluge</i>	<i>Udio</i>	<i>Beta bez poluge</i>
Proizvodnja električne energije	80.430.000 €	0,54	9,00%	0,05
Prijenos i distribucija električne energije	686.270.000 €	0,54	76,76%	0,41
Tračnička vozila i infrastruktura	104.051.000 €	1,13	11,64%	0,13
Digitalna rješenja i platforme	23.328.000 €	1,20	2,61%	0,03
Ukupno	894.079.000 €			0,62

Izvor: obrada autora

Beta bez poluge Grupe KONČAR iznosi 0,62. Ako je beta bez poluge manja od 1, poduzeće je stabilnije od tržišta, odnosno ima manji poslovni rizik od prosjeka.

Slika 15. ERP država



Country	Rating	ERP	Country	Rating	ERP	Country	Rating	ERP	Country	Rating	ERP	Country	Rating	ERP	
Abu Dhabi	Aa2	4.71%	Congo (Reps)	Caa2	15.11%	Indonesia	Baa2	6.44%	Mongolia	B3	12.05%	Somalia	NR	18.77%	
Albania	B1	9.61%	Cook Islands	B1	9.61%	Iran	NR	12.05%	Montenegro	B1	9.61%	South Africa	Ba2	7.78%	
Algeria	NR	7.78%	Costa Rica	B1	9.61%	Iraq	Caa1	13.27%	Montserrat	Baa3	6.79%	Spain	Baa1	6.06%	
Andorra (Principality of)	Baa1	6.06%	Côte d'Ivoire	Ba2	7.78%	Ireland	Aa3	4.84%	Morocco	Ba1	7.17%	Sri Lanka	Ca	18.77%	
Angola	B3	12.05%	Croatia	Baa2	6.44%	Isle of Man	Aa3	4.84%	Mozambique	Caa2	15.11%	St. Maarten	Ba2	7.78%	
Argentina	Ca	18.77%	Cuba	Ca	18.77%	Israel	A2	5.14%	Myanmar	NR	15.11%	St. Vincent &	B3	12.05%	
Armenia	Ba3	8.50%	Curacao	Baa3	6.79%	Italy	Baa3	6.79%	Namibia	B1	9.61%	Sudan	NR	26.83%	
Aruba	Baa3	6.79%	Cyprus	Baa2	6.44%	Jamaica	B1	9.61%	Netherlands	Aaa	4.11%	Suriname	Caa3	16.33%	
Australia	Aaa	4.11%	Czech Repub	Aa3	4.84%	Japan	A1	4.97%	New Zealand	Aaa	4.11%	Swaziland	B3	12.05%	
Austria	Aa1	4.60%	Denmark	Aaa	4.11%	Jersey (State)	Aa3	4.84%	Nicaragua	B2	10.83%	Sweden	Aaa	4.11%	
Azerbaijan	Ba1	7.17%	Dominican R	Ba3	8.50%	Jordan	Ba3	8.50%	Niger	Caa3	16.33%	Switzerland	Aaa	4.11%	
Bahamas	B1	9.61%	Ecuador	Caa3	16.33%	Kazakhstan	Baa2	6.44%	Nigeria	Caa1	13.27%	Syria	NR	26.83%	
Bahrain	B2	10.83%	Egypt	Caa1	13.27%	Kenya	B3	12.05%	Norway	Aaa	4.11%	Taiwan	Aa3	4.84%	
Bangladesh	B1	9.61%	El Salvador	Caa1	13.27%	Korea	Aa2	4.71%	Oman	Ba1	7.17%	Tajikistan	B3	12.05%	
Barbados	B3	12.05%	Estonia	A1	4.97%	Korea, D.P.R.	NR	26.83%	Pakistan	Caa3	16.33%	Tanzania	B1	9.61%	
Belarus	C	26.83%	Ethiopia	Caa2	15.11%	Kuwait	A1	4.97%	Panama	Baa3	6.79%	Thailand	Baa1	6.06%	
Belgium	Aa3	4.84%	Fiji	B1	9.61%	Kyrgyzstan	B3	12.05%	Papua New G	B2	10.83%	Togo	B3	12.05%	
Belize	Caa2	15.11%	Finland	Aa1	4.60%	Laos	Caa3	16.33%	Paraguay	Ba1	7.17%	Trinidad and	Ba2	7.78%	
Benin	B1	9.61%	France	Aa2	4.71%	Latvia	A3	5.57%	Peru	Ba1	6.06%	Tunisia	Caa2	15.11%	
Bermuda	A2	5.14%	Gabon	Caa2	15.11%	Lebanon	C	26.83%	Philippines	Baa2	6.44%	Turkey	B3	12.05%	
Bolivia	Caa3	16.33%	Gambia	NR	9.61%	Liberia	NR	13.27%	Poland	A2	5.14%	Turks and C	Baa1	6.06%	
Bosnia and Herzegovina	B3	12.05%	Georgia	Ba2	7.78%	Libya	NR	6.06%	Portugal	A3	5.57%	Uganda	B3	12.05%	
Botswana	A3	5.57%	Germany	Aaa	4.11%	Liechtenstein	Aaa	4.11%	Qatar	Aa2	4.71%	Ukraine	Ca	18.77%	
Brazil	Ba2	7.78%	Ghana	Caa3	16.33%	Lithuania	A2	5.14%	Ras Al Khai	A3	5.57%	United Arab	Aa2	4.71%	
Brunei	NR	4.84%	Greece	Ba1	7.17%	Luxembourg	Aaa	4.11%	Romania	Baa3	6.79%	United Kingd	Aa3	4.84%	
Bulgaria	Baa1	6.06%	Guatemala	Ba1	7.17%	Macao	Aa3	4.84%	Russia	NR	7.78%	United States	Aaa	4.11%	
Burkina Faso	Caa1	13.27%	Guernsey (St)	A1	4.97%	Macedonia	Ba3	8.50%	Rwanda	B2	10.83%	Uruguay	Baa1	6.06%	
Cambodia	B2	10.83%	Guinea	NR	15.11%	Madagascar	NR	12.05%	Saudi Arabia	A1	4.97%	Uzbekistan	Ba3	8.50%	
Cameroon	Caa1	13.27%	Guinea-Biss	NR	12.05%	Malawi	NR	18.77%	Senegal	Ba3	8.50%	Venezuela	C	26.83%	
Canada	Aaa	4.11%	Guyana	NR	6.06%	Malaysia	A3	5.57%	Serbia	Ba2	7.78%	Vietnam	Ba2	7.78%	
Cape Verde	B3	12.05%	Haiti	NR	18.77%	Maldives	Caa1	13.27%	Sharjah	Ba1	7.17%	Yemen, Rep	NR	18.77%	
Cayman Islands	Aa3	4.84%	Honduras	B1	9.61%	Mali	Caa2	15.11%	Sierra Leone	NR	15.11%	Zambia	Caa2	15.11%	
Chile	A2	5.14%	Hong Kong	Aa3	4.84%	Malta	A2	5.14%	Singapore	Aaa	4.11%	Zimbabwe	NR	15.11%	
China	A1	4.97%	Hungary	Ba2	6.44%	Mauritius	Baa3	6.79%	Slovakia	A2	5.14%				
Colombia	Baa2	6.44%	Iceland	A2	5.14%	Mexico	Baa2	6.44%	Slovenia	A3	5.57%				
Congo (Democratic Republic of)	B3	12.05%	India	Baa3	6.79%	Moldova	B3	12.05%	Solomon Isla	Caa1	13.27%				

Izvor: Musings on Markets; Country Risk - Measures and Implications, <https://aswathdamodaran.substack.com/p/data-update-4-for-2023-country-risk> [23.10.2024.]

Slika 16. Izračun procjene troška duga

Knjigovodstvena vrijednost duga	65.733.000 €
Trošak kamata na dug	1.580.507 €
Stopa poreza na dobit	18%
Izračun troška duga	
EBIT za prethodnu godinu	72.288.000 €
Trošak kamata	1.580.507 €
Bezrizična stopa	2,33%
pokazatelj =EBIT/ trošak kamata	
	46
Procjena rejtinga obveznica	Aaa/AAA
Procjena spreada za rizik	0,67%
Procjena spreada za državu	2,33%
Procjena troška duga	5,33%

Izvor: obrada autora

Knjigovodstvena vrijednost duga jest zbroj dugoročnih i kratkoročnih obveza prema bankama i ostalim financijskim institucijama iz bilance. Trošak kamata na dug nalazi se u izvještaju o novčanom toku pod stavkom „novčani izdaci za kamate“ te on iznosi 1.580.507 eura. Stopa poreza na dobit za poduzeća s godišnjim prihodom većim od 1.000.000 eura iznosi 18%.

Interest Coverage Ratio (ICR) ili pokazatelj pokrivenosti kamata mjeri sposobnost poduzeća da iz svojih operativnih prihoda podmiri troškove kamata na dug.

$$ICR = \frac{EBIT}{\text{trošak kamata}}$$

Pokazatelj pokrivenosti kamata kod Grupe KONČAR iznosi 46 što znači da je poduzeće ostvaruje dovoljno operativnih prihoda za pokriće troškova kamata. Prema procjeni rejtinga vodećih svjetskih agencija za procjenu kreditne sposobnosti Standard & Poor's i Moody's, rejting poduzeća je aaa/AAA što znači da je poduzeće izuzetno financijski stabilno i pouzdano, s vrlo niskim rizikom od neplaćanja duga. Zbog velike financijske stabilnosti te niskog rizika, spread za rizik iznosi 0,67% što se može vidjeti na slici broj 18. Procjena spreada za Hrvatsku je 2,33% što se može iščitati iz slike broj 17.

Zbroj bezrizične stope, procjene spreada za rizik i spreada za državu predstavlja procjenu troška duga. Kod Grupe KONČAR, procjena troška duga iznosi 5,33%.

Slika 17. Premije za rizik kapitala država

<i>Country</i>	<i>Rating</i>	<i>Default Spread</i>	<i>CRP</i>	<i>ERP</i>
Brazil	Ba2	2.83%	3.67%	7.79%
Bulgaria	Baa1	1.50%	1.95%	6.07%
Burkina Faso	Caa1	7.06%	9.16%	13.28%
Cambodia	B2	5.18%	6.72%	10.84%
Cameroon	Caa1	7.06%	9.16%	13.28%
Canada	Aaa	0.00%	0.00%	4.12%
Cape Verde	B3	6.12%	7.94%	12.06%
Cayman Islands	Aa3	0.56%	0.73%	4.85%
Chile	A2	0.80%	1.03%	5.15%
China	A1	0.66%	0.86%	4.98%
Colombia	Baa2	1.79%	2.33%	6.45%
Congo (Democratic Republic of)	B3	6.12%	7.94%	12.06%
Congo (Republic of)	Caa2	8.47%	11.00%	15.12%
Cook Islands	B1	4.24%	5.50%	9.62%
Costa Rica	B1	4.24%	5.50%	9.62%
Côte d'Ivoire	Ba2	2.83%	3.67%	7.79%
Croatia	Baa2	1.79%	2.33%	6.45%
Cuba	Ca	11.29%	14.66%	18.78%
Curacao	Baa3	2.07%	2.68%	6.80%
Cyprus	Baa2	1.79%	2.33%	6.45%
Czech Republic	Aa3	0.56%	0.73%	4.85%
Denmark	Aaa	0.00%	0.00%	4.12%
Dominican Republic	Ba3	3.38%	4.39%	8.51%
Ecuador	Caa3	9.41%	12.22%	16.34%

Izvor: Damodaran Online, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [23.10.2024.]

Slika 18. Procjena kreditnog rejtinga

<i>If interest coverage ratio is</i>			
<i>></i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0,199999	D2/D	14,34%
0,2	0,649999	C2/C	10,76%
0,65	0,799999	Ca2/CC	8,80%
0,8	1,249999	Caa/CCC	7,78%
1,25	1,499999	B3/B-	4,62%
1,5	1,749999	B2/B	3,78%
1,75	1,999999	B1/B+	3,15%
2	2,249999	Ba2/BB	2,15%
2,25	2,499999	Ba1/BB+	1,93%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,59%
3	4,249999	A3/A-	1,29%
4,25	5,499999	A2/A	1,14%
5,5	6,499999	A1/A+	1,03%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,82%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,67%

Izvor: Moody's Investors Service, <https://www.moody.com/> [23.10.2024.]

Slika 19. Izračun WACC-a

Beta s polugom za vl.kapital =	0,66
--------------------------------	------

	<i>Vl.kapital</i>	<i>Dug</i>	<i>Kapital</i>
Tržišna vrijednost	1.054.568.790 €	65.733.000 €	1.120.301.790 €
Udio u ukupnom kapitalu	94,13%	5,87%	100,00%
Udio pojedine vrste	5,70%	4,37%	5,62%

Izvor: obrada autora

Beta s polugom za vlasnički kapital mjeri promjenjivost prinosa na vlasnički kapital kompanije u odnosu na tržišni indeks, uzimajući u obzir utjecaj duga. Pokazuje koliko je rizičan prinos na vlasnički kapital kompanije u usporedbi s tržištem, gdje beta veća od 1 znači da je kapital rizičniji i nestabilniji od tržišta, dok beta manja od 1 znači da je manje rizičan. Beta s polugom računa se formulom:

$$Beta\ s\ polugom = beta\ bez\ poluge \times \left(1 + \frac{dug}{kapital} \times (1 - stopa\ poreza)\right)$$

Beta s polugom iznosi 0,66 što označava da je kapital Grupe KONČAR manje rizičan i nestabilniji od tržišta.

Ponderirani prosječni trošak kapitala, odnosno WACC, pokazuje prosječan trošak financiranja kompanije, uzimajući u obzir udio vlastitog kapitala i duga u strukturi kapitala kompanije.

$$WACC = (\text{udio vlasničkog kapitala} \times \text{trošak vlasničkog kapitala}) \\ + (\text{udio duga} \times \text{trošak duga})$$

Udio vlasničkog kapitala i duga u ukupnom kapitalu poduzeća računa se uz pomoć sljedećih formula:

$$\text{udio vlasničkog kapitala} = \frac{\text{tržišna kapitalizacija}}{\text{ukupni kapital}}$$

$$\text{udio duga} = \frac{\text{knjigovodstvena vrijednost duga}}{\text{ukupni kapital}}$$

Udio vlasničkog kapitala Grupe KONČAR iznosi 94,13%, a udio duga 5,87%.

Trošak vlasničkog kapitala i trošak duga računaju se koristeći sljedeće formule:

$$\text{trošak vlasničkog kapitala} = \text{bezrizična stopa} + \text{beta s polugom} \times \text{ERP} \\ \text{trošak duga} = \text{procjena troška duga} \times (1 - \text{stopa poreza})$$

Ponderirani prosječni trošak kapitala iznosi 5,62%, što znači da je prosječni trošak financiranja njenog poslovanja 5,62%. Drugim riječima, kompanija mora ostvariti povrat na svoja ulaganja od najmanje 5,62% kako bi opravdala troškove kapitala i zadovoljila očekivanja svojih dioničara i vjerovnika.

Slika 20. Izračun vrijednosti vlastitog kapitala

Terminalni novčani tok	€ 71.925.802
Terminalni trošak kapitala	5,62%
Terminalna vrijednost	€ 2.187.401.348
PV(Terminalne vrijednosti)	€ 1.266.074.435
PV (novčani tok sljedećih 10 godina)	€ 431.453.652
Vrijednost operativne firme	€ 1.697.528.088
- Dug	€ 65.733.000
+ novac	€ 153.823.741
Vrijednost vlasničkog kapitala	€ 1.785.618.829
Broj dionica	2.572.119
Procijenjena vrijednost po dionici	€ 694,22
Cijena	€ 410,00
Cijena kao postotak vrijednosti	59,06%

Izvor: obrada autora

Kako bi se utvrdila trenutna vrijednost dionice Grupe KONČAR, potrebno je izračunati procijenjenu vrijednost po dionici te je usporediti sa trenutnom cijenom na burzi.

Terminalni novčani tok predstavlja FCFF u terminalnoj godini u procjeni novčanih tokova. Terminalna vrijednost računa se kao omjer terminalnog novčanog toka te razlike terminalnog troška kapitala i stope rasta prihoda u terminalnoj godini. Sadašnja vrijednost terminalne vrijednosti predstavlja umnožak terminalne vrijednosti i kumulativnog diskontnog faktora posljednje godine. Novčani tok sljedećih 10 godina jest zbroj sadašnjih vrijednosti FCFF iz procjene novčanog toka. Zbroj sadašnje vrijednosti terminalne vrijednosti i sadašnje vrijednosti novčanih tokova sljedećih 10 godina, predstavlja vrijednost operativne firme. Oduzimanjem iznosa koje je poduzeće dužno te dodavanjem iznosa novca koje poduzeće posjeduje, dobije se vrijednost vlasničkog kapitala.

Procijenjena vrijednost po dionici izračunava se na sljedeći način:

$$\text{Procijenjena vrijednost po dionici} = \frac{\text{vrijednost vlasničkog kapitala}}{\text{broj dionica}}$$

Trenutna procijenjena vrijednost dionica Grupe KONČAR iznosi 694,22 eura, dok službena cijena na burzi iznosi 410,00 eura. Procijenjena vrijednost dionice veća je od njene trenutne

tržišne vrijednosti, što znači da dionica podcijenjena na tržištu. U slučaju ostvarenja pretpostavki iz navedenih izračuna, ulaganje u dionice Grupe KONČAR prilika je za investitore jer dionice vrijede više nego što tržište trenutno prikazuje te bi vrijednost dionice u budućnosti trebala rast.

7. ZAKLJUČAK

Procjena vrijednosti poduzeća ključan je proces za razumijevanje njegove stvarne financijske vrijednosti i prepoznavanje mogućnosti za rast i ulaganje. Prilikom procjene, potrebno je analizirati financijske izvještaje, kao što su bilanca stanja, račun dobiti i gubitka te izvještaj o novčanim tokovima, kroz više uzastopnih razdoblja. Jedna od najčešće korištenih metoda za procjenu vlasničkog kapitala je metoda ponderiranog prosječnog troška kapitala, poznata i pod kraticom WACC.

Predmet analize ovog rada bilo je poslovanje te procjena vlasničkog kapitala poduzeća Končar – Elektroindustrija d.d. Končar je jedno od vodećih industrijskih poduzeća u Hrvatskoj, s više od 100 godina iskustva u proizvodnji i razvoju električnih uređaja, energetske postrojenja i transportnih rješenja, čime se pozicionirao kao ključni igrač u energetskom sektoru i na domaćem i na međunarodnom tržištu. Na temelju podataka iz godišnjih financijskih izvještaja, napravljena je njihova analiza, procjena troška kapitala te procjena budućih novčanih tokova. Prosječni ponderirani trošak kapitala od 5,62% pokazuje da je Končar stabilno poduzeće koje svojim poslovanjem zadovoljava očekivanja investitora. Niži WACC također može značiti i lakšu pristupačnost kapitalu što je pozitivno jer Končar može osigurati sredstva za rast po relativno nižem trošku. Na temelju financijske analize, izračunata cijena dionice iznosi 694,22 eura, što značajno nadmašuje njezinu trenutnu tržišnu cijenu na burzi od 410 eura. Ovaj nesrazmjer upućuje na to da je dionica Končara podcijenjena te predstavlja atraktivnu priliku za investitore zainteresirane za stabilna ulaganja, uz očekivani daljnji rast vrijednosti i snažan tržišni potencijal.

Narednih godina, Končar će nastaviti razvijati svoje proizvode i usluge s naglaskom na digitalizaciju i inovacije u transportnim i energetskim rješenjima. Također, očekuje se rast investicija u istraživanje i razvoj kako bi se poboljšala energetska efikasnost proizvoda te ojačala konkurentna pozicija na globalnom tržištu. Uz fokus na održivi razvoj i digitalizaciju, Končar ima priliku za značajan rast prihoda i daljnje proširenje prisutnosti u regiji i na međunarodnim tržištima.

LITERATURA

ZAKONI I PRAVILNICI

1. Narodne novine, Odluka o objavljivanju hrvatskih standarda financijskog izvještavanja 86/15
2. Narodne novine, Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja, 95/16
3. Narodne novine, Zakon o računovodstvu 85/24

STRUČNA LITERATURA

1. Antolić M., Grčević D., Pevac T. (2024) Company Analysis – Končar Group, InterCapital Research
2. Brigham, E., & Ehrhard, M. (2005) Financial Management: Theory and Practice, Mason, Ohio: Thomson Corporation.
3. CFA institute (2021) CFA Programm Level II Book – Free cash flow valuation, Equity Investment, Chapter 4, CFA institute
4. Damodaran, A. (2002) Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset, New York, John Wiley & Sons, Inc
5. Damodaran A. (2009) The Dark Side of Valuation, New York University
6. Damodaran A. (2014) Corporate Finance, Stern School of Business, New York University
7. Gulin, D. et al. (2006) Računovodstvo trgovačkih društava, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb
8. Habek, Mladen; i ostali (2004) Temelji računovodstva i analitika knjigovodstva, RRIF-Plus
9. Ivanović, Z., (1997) Financijski menadžment, drugo izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Hotelijerski fakultet, Opatija
10. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. i McKinsey and Company (2005) Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition, 4th Edition, New Jersey: John Wiley & Sons
11. Rosenbaum, J. i Pearl, J. (2013) Investment banking: Valuation, Leveraged buyout and Acquisitions, 2nd ed., New Jersey, John Wiley & Sons

INTERNET IZVORI

1. Damodaran Online, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> [23.10.2024.]
2. Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti, <https://www.fininfo.hr/Content/lessons/finpok3/14488.html> [22.10.2024]
3. HANFA, Bilješke uz financijske izvještaje, <https://www.hanfa.hr/oam/TANG/021.TFI-POD%2031.03.09.%20PG6%20BILJE%C5%A0KE.pdf> [22.10.2024]
4. Investing.com, <https://www.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield> [22.10.2024]
5. Investopedia, Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Assumptions Explained, <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> [23.10.2024]
6. Končar <https://koncar.hr/hr/o-nama> [22.10.2024]
7. Končar, Financijski izvještaji, <https://koncar.hr/hr/financijski-izvjestaji> [22.10.2024]
8. Mauboussin M.J., Callahan D. (2023), Morgan Stanley, Cost of Capital https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_costofcapital.pdf [23.10.2024]
9. Miloš Sprčić D., Trošak kapitala, Osnove financiranja poduzeća, Ekonomski fakultet Zagreb, https://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofpmaterijali/OFP_6.TRO%C5%A0AK_KAPITALA.pdf [22.10.2024]
10. MojeDionice.com, <https://www.mojedionice.com/dionica/KOEI-R-A> [22.10.2024]
11. Musings on Markets; Country Risk - Measures and Implications, <https://aswathdamodaran.substack.com/p/data-update-4-for-2023-country-risk> [23.10.2024.]
12. Moody's Investors Service, <https://www.moody.com> [23.10.2024.]
13. Perčević H., Izvještaj o novčanom toku, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, https://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/RAC/hpercevic/financijsko_racunovodstvo/Izvje%C5%A1taj%20o%20nov%C4%8Danim%20tokovima.pdf [22.10.2024]
14. Zagrebačka burza, <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRKOEIRA0009> [22.10.2024]
15. Wall Street Prep, Cost of debt (kd), <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/cost-of-debt/> [23.10.2024]
16. Wall Street Prep, Cost of Preferred Stock, <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/cost-of-preferred-stock/> [23.10.2024]

POPIS SLIKA

Slika 1. Prihvatljivost investicije.....	14
Slika 2. Postupak vrednovanja vlastitog kapitala poduzeća.....	15
Slika 3. KONČAR d.d. logo.....	20
Slika 4. Vlasnička struktura KONČAR – Elektroindustrije d.d.....	21
Slika 5. Kretanje prihoda od prodaje i ugovorenih poslova.....	22
Slika 6. Tržišta na kojima poduzeće posluje	24
Slika 7. Bilanca na datum 31.12.2023.....	25
Slika 8. Račun dobiti i gubitka za 2023. godinu	28
Slika 9. Izvještaj o novčanom toku za 2023. godinu.....	30
Slika 10. Izračun procjene novčanih tokova	32
Slika 11. Izračun tržišne kapitalizacije	35
Slika 12. Izračun WACC komponenti	35
Slika 13. Izračun ponderiranog ERP	36
Slika 14. Izračun bete bez poluge.....	37
Slika 15. ERP država.....	38
Slika 16. Izračun procjene troška duga	39
Slika 17. Premije za rizik kapitala država	40
Slika 18. Procjena kreditnog rejtinga	41
Slika 19. Izračun WACC-a	41
Slika 20. Izračun vrijednosti vlastitog kapitala	43