



# UPRAVLJANJE FINANCIJSKOM IMOVINOM

PREDAVANJE 6

## **1.5. DIONICE**

# DIONICE (1)

- Dionice su **vlasnički vrijednosni papiri**, što znači da vlasnik dionice posjeduje vlasnički udio u poduzeću / dioničkom društvu
- **Vlasnik dionice "ima pravo" na imovinu poduzeća nakon što se podmire sve obaveze**
  - Kapital = Imovina - Obveze
  - Ako poduzeće ostvaruje dobit, vlasnik dionice ima pravo na sudjelovanje u dobiti u obliku **dividende**
  - U slučaju likvidacije, vlasnici dionica dobiju iznos koji preostane nakon što se podmire sve obaveze -> prvi trpe gubitke, ali nemaju dodatnih obaveza ako je vrijednost imovine manja od vrijednosti obaveza (u tom slučaju će i kreditori pretrpjeti određene gubitke po danim kreditima)
  - Dioničari prema tome snose najveći rizik u poslovanju poduzeća, ali zato očekuju i najveći povrat

## DIONICE (2)

- Dioničari imaju pravo glasa na Skupštini dioničara, sukladno postotku vlasništva
- Investitori koji investiraju u dionice prinos očekuju ostvariti od:
  - **Porasta cijene** dionice
  - **Dividende** koju dionica isplati
- Osim "običnih" / redovnih dionica, postoje i **preferencijalne** dionice koje imaju **prioritet** nad redovnim dionicama kod **isplate dividendi**
- Dionice se često dijele prema zemlji i industrijskoj grani u kojoj poduzeće (=dioničko društvo) posluje (ili barem ostvaruje većinu prihoda)

# VREDNOVANJE DIONICA (1)

- Za razliku od npr. obveznica, kod dionica nisu poznati budući novčani tokovi, pa je i mnogo teže odrediti njihovu vrijednost
- Kod određivanja vrijednosti, u obzir se uzimaju **financijski izvještaji**, ali i struktura dioničara, veličina poduzeća, sektor, makroekonomski i regulatorni uvjeti u kojima poduzeće posluje i sl.
- Kod analize financijskih izvještaja, promatraju se:
  - Bilanca
  - Račun dobiti i gubitka
  - Izvještaj o novčanom toku
  - Izvještaj o promjenama kapitala
- Kod analize financijskih izvještaja, najčešće se primjenjuju sljedeća 2 pristupa:
  - Relativno određivanje vrijednosti poduzeća
  - Analiza novčanih tokova

# VREDNOVANJE DIONICA (2)

## Relativno određivanje vrijednosti poduzeća

- Za dionicu se izračunaju neke standardne mjere / omjeri, i te omjere se uspoređi s omjerima na drugim (sličnim) dionicama kako bi se odredila relativna vrijednost promatrane dionice
- Neki od najčešće korištenih omjera:
  - **P/B** (omjer cijene i knjigovodstvene vrijednosti) - cijena jedne dionice podijeljena s knjigovodstvenom vrijednošću poduzeća (po jednoj dionici)
  - **P/E** (omjer cijene i neto dobiti) - cijena jedne dionice podijeljena s neto dobiti po dionici
    - jedan od najpopularnijih omjera koji nam govori **koliko godina** će trebati poduzeću da s postojećom razinom profitabilnosti kumulativno dostigne postojeću cijenu, te je uglavnom jednak **10 godina ili više**
  - **P/EBITDA** ili **EBIT**
  - **P/S** (omjer cijene i prodaje) - cijena jedne dionice podijeljena s prihodom koji poduzeće ostvaruje po dionici
- EBITDA = Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

# VREDNOVANJE DIONICA (3)

- Neki od ostalih omjera su: cijena / prihod po zaposleniku, cijena / prihod po korisniku, cijena / broj korisnika, cijena / proizvodnja...
- Prethodno nabrojani omjeri pokazuju sljedeće karakteristike:
  - P/B tipično je velik kod poduzeća koja imaju veliku nematerijalnu imovinu koja je u bilanci često podcijenjena ili podložna promjenama
  - P/E je razumljiv pokazatelj s obzirom na svoju interpretaciju (=broj godina potrebnih da poduzeće, uz postojeću profitabilnost, dosegne trenutnu cijenu), ali je podložan značajnim promjenama kroz vrijeme, naročito u industrijama koje imaju cikluse, tako da ga treba oprezno koristiti
  - P/EBITDA može biti koristan kao "zamjena" za P/E ukoliko poduzeće recimo knjiži velike iznose amortizacije zbog kojih neto dobit nije velika, ali je zato sposobno generirati velike novčane tokove
  - P/S može biti dobra "zamjena" za P/E jer je stabilniji (kod primjerice cikličkih industrija), ali se opet trebaju analizirati razlozi eventualnih problema s dobiti koje poduzeće ima

# VREDNOVANJE DIONICA (4)

## Analiza novčanih tokova

- Procijenjeni budući novčani tokovi se diskontiraju odgovarajućom diskontnom stopom
  - Problem: Kako odrediti buduće novčane tokove? Koja je diskontna stopa?
- Za razliku od prvog pristupa – relativnog određivanja vrijednosti poduzeća, gdje je cilj usporediti različite dionice, ovdje se radi procjena "stvarne" vrijednosti
- Prvi pristup:
  - Budući novčani tokovi su dividende, **k** je zahtijevana stopa povrata

$$P = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

- Pojednostavljeni (Gordonov) model: dividenda raste po stopi **g**, gdje je  $g < k$

$$D_1 = D_0(1+g) \xrightarrow{\text{slijedi}} P = \frac{D_1}{k-g}$$



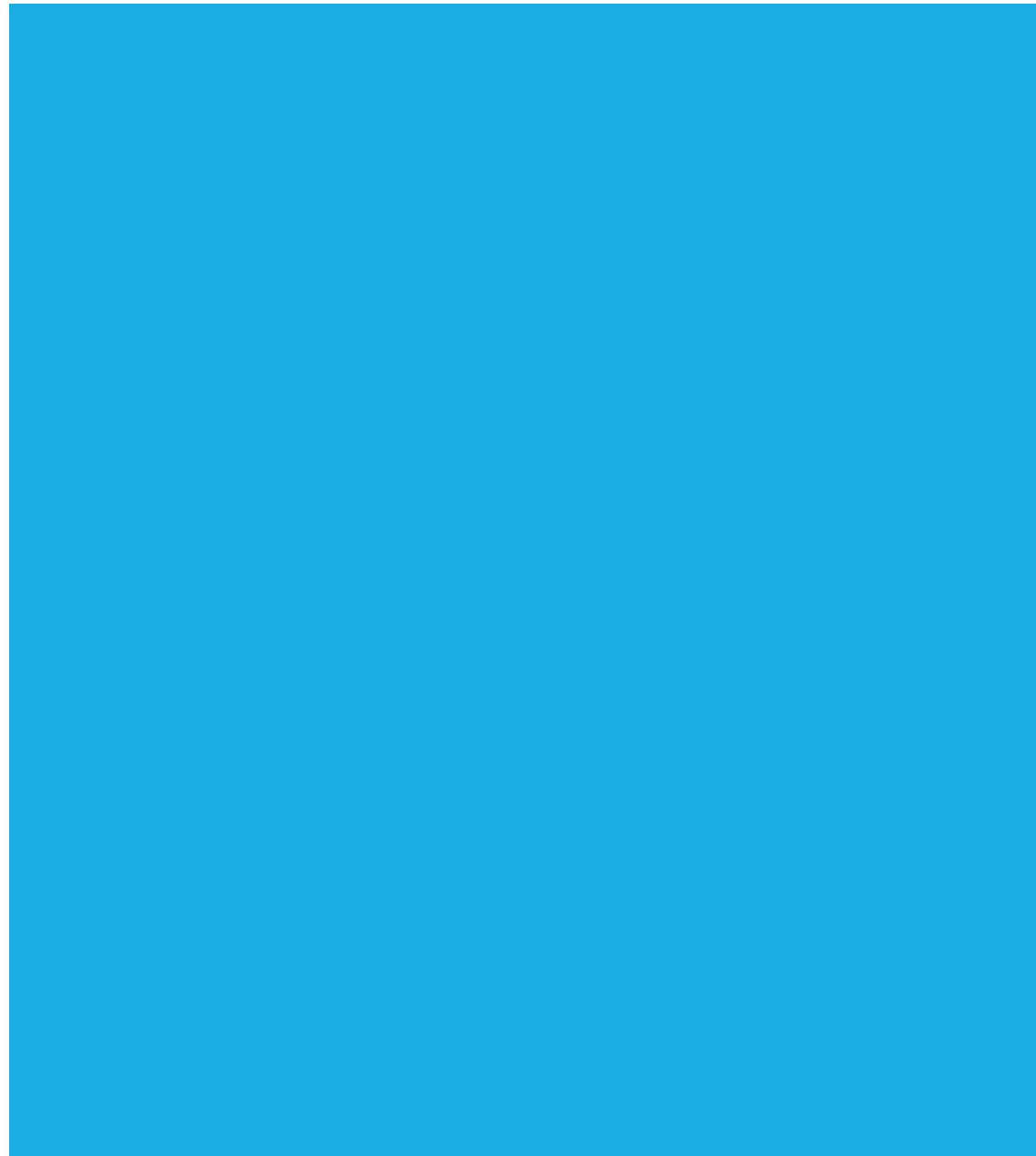
# VREDNOVANJE DIONICA (5)

- Drugi pristup:
  - Poduzeća u pravilu ne isplaćuju puni iznos dividende koji bi mogli
  - Zbog toga je umjesto dividende smislenije promatrati slobodni novčani tok dioničarima (Free Cash Flow to Equity) = FCFE
  - Izračun vrijednosti se onda bazira na pristupu da se procijeni FCFE u sljedećih 5 godina (generalno, u sljedećih 4-6), te terminalna vrijednost (TV) na kraju razdoblja procjene (primjenom omjera iz relativnog određivanja vrijednosti poduzeća)

$$P = \frac{FCFE_1}{(1+k)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCFE_5}{(1+k)^5} + \frac{TV}{(1+k)^5}$$

- FCFE = Neto dobit – (Kapitalni troškovi – Amortizacija) – Promjene u negotovinskom obrtnom kapitalu – (Otplate glavnice duga – Nova zaduženja)
- Negotovinski obrtni kapital = Potraživanja (od kupaca) + zalihe – obveze (prema dobavljačima) = razlika kratkoročne imovine (bez gotovine) i kratkoročnih obveza

## **1.6. NEKRETNINE**



# NEKRETNINE (1)

- Investiranje u nekretninu s ciljem **zarade od iznajmljivanja ili porasta cijene**
- Najčešće je riječ o stambenoj nekretnini, ali to mogu biti i zemljišta (poljoprivredno zemljište - uzgoj kultura, razvoj zemljišta u smislu pribavljanja dozvola da bi postalo građevinsko i sl.)
- Najčešće se investiranje u nekretninu smatra "nerizičnim" u smislu da se ne može izgubiti na vrijednosti, ali povijesni primjeri pokazuju da to nije točno
- Povijesne podatke o kretanju cijena nekretnina nije lako prikupiti jer su svake 2 nekretnine različite - postoje neki indeksi kao na primjer Case-Shillerov indeks (SAD), Herengracht-ov indeks (Nizozemska, Herengracht je amsterdamski kanal) i sl.
- <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/cijene/indeks-cijena-stambenih-nekretnina/>

# NEKRETNINE (2)

- Generalno, promatranjem povijesnih kretanja može se uočiti:
  - **Povrat** od ulaganja u nekretnine koji dolazi od **promjene / porasta cijene dugoročno** je tek **nešto veći od stope inflacije** (=realna stopa povrata je dosta mala)
  - Cijene nekretnina pokazuju oscilacije, tako da je **moгуće imati i gubitke**, te rizik svakako postoji
  - Da bi se ostvarili povrati iznad inflacije, potrebno je **iznajmljivati** nekretninu (prihod od iznajmljivanja iznosi oko **4-8%** cijene nekretnine), ali treba uzeti u obzir i **trošak održavanja** nekretnine

