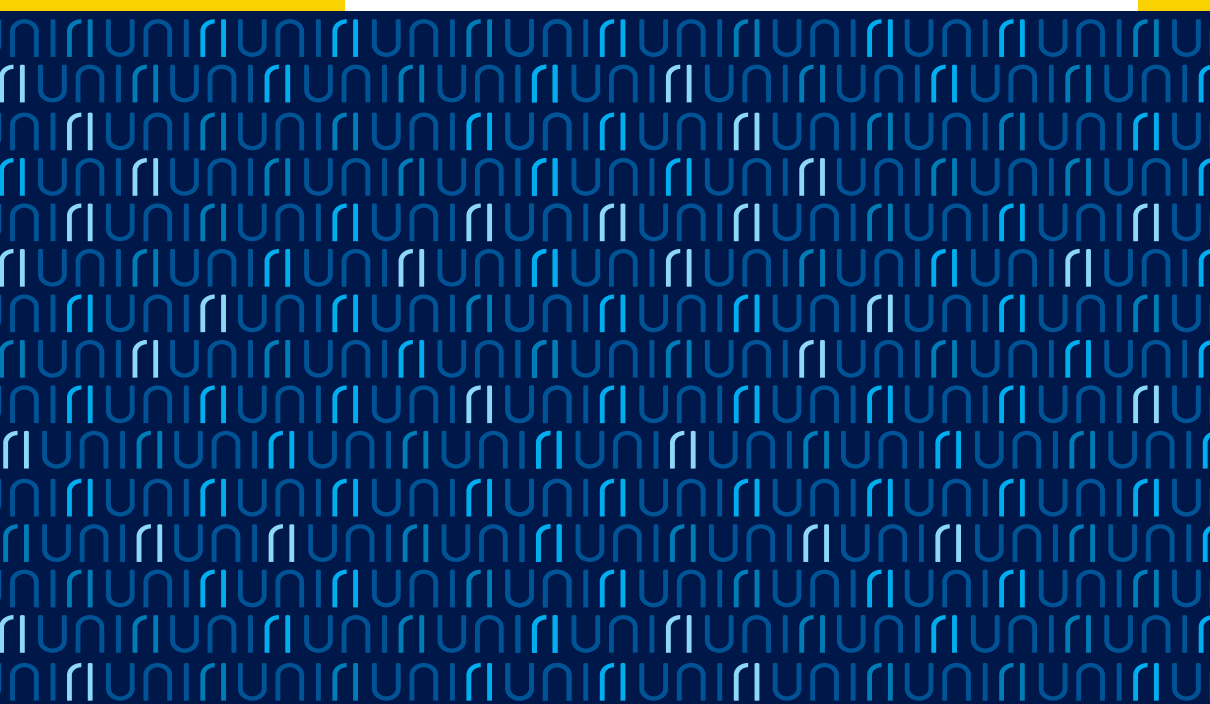


# Financije na prekretnici:

Imamo li snage za iskorak?

*In memoriam* prof. dr. sc. Ivo Sever



**Izdavač:**

Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet

**Za izdavača:**

izv. prof. dr. sc. Alen Host

**Recenzenti:**

prof. dr. sc. Nikša Nikolić

prof. dr. sc. Sead Kreso

**Lektura i korektura:**

Denisse Mandekić

**Tehnički urednik:**

doc. dr. sc. Maja Grdinić

**Grafička priprema i prijelom:**

Sanja Jovanović, Centar za elektroničko nakladništvo Sveučilišta u Rijeci

**Mjesec i godina objavljivanja:**

Srpanj, 2017.

ISBN 978-953-7813-34-5

© Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci

Sva prava pridržana. Zabranjuje se preštampavanje, umnožavanje i kopiranje ove knjige ili bilo kojeg njezinog dijela bez pisanog odobrenja vlasnika autorskih prava.

Odlukom Povjerenstva za izdavačku djelatnost Sveučilišta u Rijeci KLASA: 602-09/17-01/06, URBROJ: 2170-57-03-17-3, ovo se djelo objavljuje kao izdanje Sveučilišta u Rijeci.

Ovu je knjigu sufinanciralo Sveučilište u Rijeci potporom istraživanjima br. 13.02.1.2.02. i br. 13.02.1.2.09, te Hrvatska zaklada za znanost projektom IP-2013-11-8174 i IP-2013-11-6558.

prof. dr. sc. Mira Dimitrić  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: mira.dimitric@efri.hr

doc. dr. sc. Dunja Škalamera Alilović  
Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci  
E-mail: dunja.skalamera-alilovic@efri.hr

Stefan Spasić, mag. oec.  
The London School of Economics and Political Science  
E-mail: stefan.s788@yahoo.com

## **FINANCIJSKO VREDNOVANJE I ANALIZA AKVIZICIJE – PRIMJER: ATLANTIC GRUPA d. d. I DROGA KOLINSKA d. d.<sup>1</sup>**

### **SAŽETAK**

Popularnost akvizicije kao poslovne prakse očituje se u uzlaznom, iako cikličnom trendu u posljednjih tridesetak godina. Kao najbrži način rasta sublimira sve prednosti suvremenog poslovanja i u fokusu je istraživačkog interesa različitih ekonomskih disciplina i u okvirima različitih teorijskih koncepata, od strateškog menadžmenta, industrijske organizacije, mikroekonomike, teorije igara, pa do financija. Teorijska podloga akvizicije u užem smislu, odnosno preuzimanja, i akvizicije u širem smislu, odnosno spajanja, zajedno obuhvaćenih sintagmom *Mergers & Acquisitions*, je razmatranje motiva među kojima se unutar racionalnog koncepta prepoznaje nekoliko razina sinergije koje se ostvaruju ovim poslovnim kombinacijama te razmatranje elemenata koji prethode odluci o akviziciji, kao i vrednovanje uspješnosti ostvarene akvizicije. Vrednovanje očekivane sinergije, određivanje cijene i načina preuzimanja spadaju u aktivnosti koje prethode odluci o akviziciji dok je naknadno vrednovanje uspješnosti utemeljeno na usporedbi vrijednosti spojene tvrtke nakon akvizicije s vrijednošću tvrtki prije akvizicije. Vrednovanje analiziranoga primjera preuzimanja ilustrira primjenu odabranih metoda i različitih aspekata procjene uspješnosti preuzimanja uz naznačena ograničenja. Jednoznačna ocjena uspješnosti konkretne akvizicije nije ostvarena, ali kretanje vrijednosti Atlantic Grupe i analiza poslovanja nakon akvizicije ukazuju na uspješnost strateškog vođenja tvrtke.

**Ključne riječi:** akvizicija, sinergija, financijsko vrednovanje akvizicije

---

<sup>1</sup> Ovaj rad je nastao uz potporu Sveučilišta u Rijeci, u okviru projekta *Koncepti i metode troškovnog i upravljačkog računovodstva u javnom sektoru Republike Hrvatske* (broj projekta: 13.02.1.2.09.) i uz potporu Hrvatske zaklade za znanost, u okviru projekta *Business and Personal Insolvency – the Ways to Overcome Excessive Indebtedness/Poslovna i osobna insolventnost – putevi izlaska iz prezaduženosti* (broj projekta: IP-2013-11-6558).

## 1. Uvod

U ovome radu je, uz obrazloženje teorijske podloge akvizicije, u širem smislu istražena financijska isplativost i ekonomska opravdanost naslovljene akvizicije koja je inače čestim predmetom analiza u stručnim i specijalističkim radovima mladih istraživača. Primijenjeno je nekoliko metoda vrednovanja sinergijskog učinka i čiste sadašnje vrijednosti akvizicije uz obrazloženje ograničenja zbog kojih se navedeni rezultati mogu smatrati samo dijelom ilustracije primjene metoda na konkretnim javno dostupnim podacima iz financijskih izvještaja i s tržišta kapitala. Prevladavanje svih ograničenja ovakve primjene metoda financijskog vrednovanja i analize akvizicije prelazi okvire zadanih ciljeva i mogućnosti ovoga rada.

U radu su prezentirani: pojam, vrste i motivi akvizicije, akvizicijski trendovi i uspješnost te problematika cijene akvizicije i postakvizicijske cijene. Predstavljene su metode financijskog vrednovanja sinergije i financijske analize akvizicije te su odabrane metode primijenjene na konkretnom slučaju.

## 2. Pojam, vrste i motivi akvizicije

Akvizicije (engl. *Mergers & Acquisitions*), odnosno spajanja i preuzimanja su poslovni poduhvati kojima se vrši reorganizacija trgovačkih društava tzv. „eksternim rastom“, odnosno investiranjem u poslovne kapacitete i poslovne aktivnosti drugog poduzeća. Akvizicija je jedna od tri temeljne vrste poslovnih kombinacija, uz alijanse kompanija i *holding*-kompanije. Alijanse su kooperativni ugovori i razni interkorporativni poslovni aranžmani koji ne rezultiraju formalnim kombiniranjem uključenih poslovnih subjekata ni podređivanjem na temelju *holding*-odnosa (Orsag i Gulin, 1997, str. 20-21). *Holding*-kompanije su one koje drže dionice drugih tvrtki koje im omogućuju njihovu kontrolu poslovanja na način koji se može označiti podređivanjem uz formalnu samostalnost podređene tvrtke. Akvizicija u užem smislu je stjecanje (preuzimanje) vlasništva nad imovinom ili glavnicom drugog subjekta, a u širem smislu i udruživanje (spajanje) koje može biti fuzija i konsolidacija. Fuzija je stopostotno udruživanje vlasničkih interesa dva ili više poduzeća u fuzioniranu tvrtku kojoj su se druga poduzeća pripojila, dok je konsolidacija spajanje u sasvim novu jedinku. Obzirom da akvizicija u užem smislu (preuzimanje) najčešće prerasta u udruživanje (spajanje), predstavlja ujedno i nadpojam koji uključuje sve poslovne kombinacije osim alijansi i *holding*-kompanija. Stoga sintagma *Mergers & Acquisitions* predstavlja akviziciju u širem smislu.

Akvizicija predstavlja najbrži način rasta jer poduzeće preuzimanjem poslovnih aktivnosti drugog poduzeća eliminira vrijeme potrebno za investicijski poduhvat, kadrovsku obuku i stjecanje ugleda na tržištu. Brža ekspanzija, smanjenje rizika i ekonomija razmjera osnovne su prednosti akvizicije kao eksternog rasta u odnosu na interni. Akvizicije se, obzirom

na vrste, najčešće razmatraju sa stajališta načina ostvarivanja tržišnih prednosti, i to kao: vertikalne – spajanje s kupcem ili dobavljačem, horizontalne – spajanje kompanija iste ili srodnih djelatnosti i konglomeratne – spajanje kompanija različitih djelatnosti (Shim i Siegel, 2007, str. 458).

Osnovni motiv akvizicije je sinergijski efekt kao povećanje vrijednosti kombiniranog poduzeća iznad zbroja pojedinačnih vrijednosti poduzeća koja ulaze u poslovnu kombinaciju. Sinergijski efekt kao dodatna vrijednost nastala združivanjem tvrtki nastaje kroz financijsku i ekonomiju razmjera, kroz veću efikasnost menadžmenta ili povećanje tržišne snage kombiniranog poduzeća. Potencijalni izvori sinergije najčešće se kategoriziraju u dvije grupe (Damodaran, 2010, str. 541-543):

- a) Operativne sinergije, koje su primarno usmjerene na povećanje operativne dobiti i rasta kroz: veću efikasnost korištenja imovine (ekonomija obujma), veću cjenovnu moć (više marže zbog većeg tržišnog udjela), kombinaciju različitih dotadašnjih funkcionalnih prednosti (npr. snažnijih marketinških vještina jedne tvrtke s boljom proizvodnom linijom druge tvrtke u akviziciji), te širenje postojećeg i osvajanje novog tržišta.
- b) Financijske sinergije, koje su primarno usmjerene na povećanje neto novčanih tijekova i (ili) sniženje troškova financiranja kroz povećanu sposobnost povoljnog zaduživanja, učinkovito angažiranje viškova gotovine, porezne prednosti i povećanu diversifikaciju poslovnih aktivnosti uz posljedično sniženje rizika i povećanje vrijednosti.

Različiti teorijski aspekti istraživanja akvizicija konceptualiziraju pet razina sinergije kojima pridružuju odgovarajuće aspekte planiranja koji su prezentirani u sljedećoj tablici:

<i>Razina sinergije</i>	<i>Temeljna disciplina i teorijski okvir</i>	<i>Temeljni cilj i aspekt planiranja</i>
ekonomija razmjera	mikroekonomika – ekonomiziranje resursima i operacijama	korištenje materijalnih resursa – efekt poslovne poluge, degresija jediničnih troškova, uštede – maksimalizacija uspješnosti
ekonomija opsega	industrijska organizacija	proizvodna diversifikacija (raznolikost) – transmisija znanja i tehnologije – maksimalizacija uspješnosti
ekonomiziranje konkurentskim pozicioniranjem	strategija konkurentnosti – teorija igara	jačanje pregovaračke moći s dobavljačima, širenje prodajnog tržišta – maksimalizacija učinkovitosti
ekonomiziranje korporativnim pozicioniranjem	korporativna strategija – teorija transakcijskih troškova	kontrola dobavljača, kontrola tržišta, korporativno integriranje – maksimalizacija učinkovitosti
ekonomiziranje financijskom strategijom	financije – teorija portfolija	sniženje troškova financiranja, poreznih troškova, povećanje dostupnosti izvora financiranja, sniženje rizika

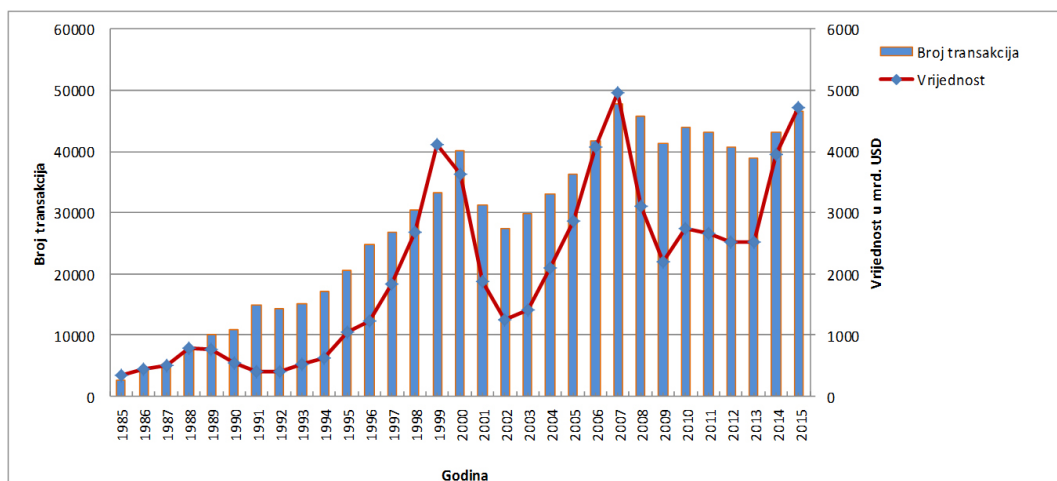
**Tablica 1.** Odrednice razina sinergije

Izvor: obrada autora prema: Sankaran i Vishwanath, 2008, str. 1-23.

Navedeni ciljevi i motivi proizlaze iz hipoteze o učinkovitom tržištu i koncepta „homo economicusa“, prema kojemu se racionalni investitor uvijek rukovodi korisnošću, koja kroz navedene sinergije povećava vrijednost, a time i bogatstvo vlasnika kompanije. No, istraživanja u okviru tzv. „bihevioralnih financija“ su pokazala da motivi ne moraju uvijek biti racionalni, što potvrđuju brojne neuspješne akvizicije, posebno u tranzicijskim ekonomijama.<sup>2</sup>

### 3. Akvizicijski trendovi i uspješnost

O važnosti spajanja i preuzimanja najbolje govore podaci prema kojima je u 2015. godini u svijetu izvršeno oko 46,5 tisuća akvizicija ukupne vrijednosti oko 4.700 milijardi američkih dolara, što je najviša ikada ostvarena vrijednost nakon 2007. godine. U nastavku su prikazane akvizicije prema vrijednosti i broju transakcija na svjetskoj razini u posljednjih trideset godina:



Slika 1. Akvizicije u razdoblju od 1985. do 2015. godine

Izvor: prema podacima IMAA-e – Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (<https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/>)

Iz prikaza se zamjećuje cikličnost ovih poslovnih kombinacija u promatranome razdoblju, ali je ona općenita karakteristika akvizicija od kraja 19. stoljeća kada je svaki veliki akvizicijski val donio određeno obilježje suvremenom gospodarstvu, od prvobitne koncentracije u glavnim industrijama, stvaranja trustova i monopola, preko oligopola i konglomerata, pa do suvremene globalizacije i pratećeg jačanja investicijskog bankarstva i konzultantske industrije. Gospodarske grane u kojima su vrijed-

<sup>2</sup> Istraživanje na primjeru Republike Slovenije pokazalo je da su pretjerani optimizam, pohlepa i prevelika samouvjerenost menadžmenta doveli do propasti poduzeća nakon preuzimanja, za što su se naknadno krivili isključivo vanjski uzroci (Žvipelj 2011).

nosno prevladavala spajanja i preuzimanja mijenjale su se od početka 20. stoljeća kada je prevladavao sektor prometa i prerade nafte i plina, do financijske industrije koja sa 16,5% prevladava u posljednjih trideset godina, prema podacima IMAA-e<sup>3</sup>, ali je 2015. godine počela zaostajati za energetikom, farmaceutskom industrijom i biotehnologijom<sup>4</sup>.

Iako spajanja i preuzimanja predstavljaju vrlo čestu praksu, brojnim empirijskim istraživanjima je ukazano na njihovu dvojbenu uspješnost (Papadakis i Thanos, 2010). Koristeći računovodstvene indikatore, npr. ROA<sup>5</sup>, za koje se smatra da najbrže reflektiraju sinergijske efekte, u 60% istraženih slučajeva na uzorku britanskih poduzeća pokazalo se da je došlo do porasta profitabilnosti u prvoj, ali i pada u sljedećih pet godina nakon preuzimanja. Istraživanje na uzorku grčkih kompanija pokazalo je neuspješnost u 50-60%. Različiti su i rezultati ispitivanja čimbenika od utjecaja na uspješnost akvizicije. Neka su istraživanja (Filipović, 2012) pokazala da je veća uspješnost spajanja poduzeća podjednake veličine, a ponekad su uspješnija preuzimanja manjeg od strane većeg poduzeća, te da su općenito uspješnija spajanja manjih poduzeća. Potvrđene su i razlike u uspješnosti spajanja po pojedinim gospodarskim granama, kao i s obzirom na prethodne veze između preuzimatelja i ciljanog poduzeća (Lahovnik i Malenković, 2011). Na uzorku hrvatskih poduzeća iz nefinancijskog sektora potvrđeno je da je manja koncentracija u industrijskoj grani ciljanog poduzeća povezana s višom uspješnošću (Kandžija; Filipović i Kandžija, 2014).

Prema brojnim analizama slučajeva, glavnim uzrocima neuspjeha smatraju se: nepostojanje detaljnih postakvizicijskih integracijskih planova, nedovoljno poznavanje industrije ciljane kompanije, kulturološke razlike, nepoznato tržište i nedovoljno iskustvo menadžmenta, ali i eksterni čimbenici i promjene u poslovnom okruženju. Zato za većinu akvizicija vrijedi da je sinergija „često obećana, a rijetko isporučena“ (Damodaran, 2010, str. 573).

#### 4. Problem cijene akvizicije i postakvizicijske cijene dionica

Cijena akvizicije ovisi o nizu čimbenika, od kojih su najvažniji: procijenjena vrijednost ciljane tvrtke, procijenjeni sinergijski učinak od akvizicije i način preuzimanja.

Polazište za određivanje cijene akvizicije je fer tržišna vrijednost dionica ciljane tvrtke u trenutku preuzimanja ili na drugi način procijenjena vrijednost tvrtke koja ne kotira na tržištu kapitala. Tekuća tržišna cijena dionica može

3 Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries>

4 Prema podacima Statista Research & Analysis, <https://www.statista.com/statistics/245949/value-of-global-m-and-a-in-h1-2012-by-industry>

5 ROA = *Return on Assets*, prinos na imovinu

se smatrati minimalnom cijenom jer se ponuda ispod te cijene ne bi mogla realizirati. Zbog očekivane sinergije nakon akvizicije, cijena akvizicije, osim fer tržišne vrijednosti ciljanog poduzeća, uvećava se za akvizicijsku premiju koja, osim kompenzacije za buduće povećanje vrijednosti, služi i kao faktor motivacije na samu prodaju. Maksimalna cijena je sadašnja vrijednost inkrementalnih novčanih tokova akvizicije jer bi ponuđena viša cijena smanjila vrijednost dioničarima akvizitorske tvrtke. Dok je minimalna cijena lako utvrdiva, procjena maksimalne cijene je područje budžetiranja kapitala povezano s nizom više ili manje realnih procjena.

Akvizicijska premija je, uz troškove akvizicije, izvor razvodnjavanja zarada i razvodnjavanja kapitala akvizitorske tvrtke ako se ne ostvare očekivani sinergijski učinci, a stjecanje se vrši razmjenom dionica. Navedeno je povezano s kretanjem postakvizicijske cijene dionica. Kako se kod stjecanja za novac ne povećava broj dionica, dolazi do povećanja zarade po dionici i bez sinergijskog učinka ako akvizicijska premija ne prelazi vrijednost zarada preuzetog poduzeća. U slučaju entropije u poslovnoj kombinaciji (Orsag, 1997, str. 118-120), koja označuje smanjenje vrijednosti kombiniranog poduzeća u odnosu na zbroj vrijednosti poduzeća prije akvizicije, razvodnjavanje kapitala je još intenzivnije i više pri novčanoj akviziciji nego pri stjecanju razmjenom dionica. Ako je predakvizicijska premija koja se pri stjecanju razmjenom dionica očituje u povoljnijem odnosu razmjene prema paritetu tržišnih cijena dionica dovoljna da nadoknadi vrijednost entropije, tada dioničari preuzetoga poduzeća nemaju nikakav gubitak.

Način preuzimanja poduzeća može biti u različitim financijskim paketima i njihovim kombinacijama, ali se razmatranje utjecaja načina preuzimanja u teoriji razmatra usporedbom novčanog preuzimanja i preuzimanja razmjenom dionica, kao najčešćih oblika. Za dioničare preuzimatelja preuzimanje razmjenom dionica je uz istu predakvizicijsku premiju manje povoljno od novčanog preuzimanja. Razlog ovome je participiranje dioničara preuzete tvrtke u budućim sinergijskim efektima, što se naziva postakvizicijskom premijom koja izostaje kod novčane akvizicije (Orsag, 1997, str. 111-115). Da bi dioničari akvizitorske tvrtke bili obeštećeni za dio postakvizicijske premije koja pripada dioničarima preuzete tvrtke, omjer razmjene dionica treba biti niži od onoga koji bi zahtijevala definirana akvizicijska premija kod novčanog preuzimanja.

Iako se može očekivati da potencijalni preuzimatelji uvijek nastoje minimizirati cijenu preuzimanja čekajući što povoljnije okolnosti za preuzimanje, prema nekim istraživanjima, akvizicijske cijene su precijenjene. Prema tzv. „Hubrisovoj hipotezi“<sup>6</sup>, koja se također ubraja u biheviornalne financije, ova činjenica povećava vrijednost dioničarima ciljane tvrtke,

---

6 Uvjerjenje menadžmenta da će boljim upravljanjem resursima ciljane tvrtke u preuzimanju ostvariti značajan sinergijski učinak, koje izaziva spremnost na ponudu visoke akvizicijske premije.



a smanjuje vrijednost dioničarima preuzimatelja. Navedeno ukazuje na činjenicu da povećanje vrijednosti ciljane tvrtke proizlazi iz prijenosa vrijednosti s preuzimatelja, a ne samo iz implicitne očekivane vrijednosti sinergije. Brojna su istraživanja navedenu hipotezu potvrdila, ali i opovrgnula (Bradley, Dessay i Kim, 1988; Roll, 1986).

Postakvizicijska cijena dionica nedvojbeno ovisi o uspjehu akvizicije, odnosno realizaciji sinergije i njenom odnosu prema akvizicijskoj premiji. Iako je već navedeno da pri novčanoj akviziciji cijena dionica može rasti i bez sinergije, jer ako nema entropije, povećana se ukupna vrijednost zarada odnosi na nepromijenjeni broj dionica, trajno samo sinergija omogućuje postakvizicijsko povećanje cijena dionica.

## 5. Metode vrednovanja sinergije i financijske analize akvizicije

Financijska analiza akvizicije jedno je od najkompleksnijih područja financijske analize jer uključuje problematiku vrednovanja, portfolio-analizu instrumenata financiranja poduzeća koja ulaze u poslovnu kombinaciju, budžetiranje kapitala, analizu financijskih izvještaja te analizu pokazatelja investiranja (DPS i P/E<sup>7</sup>). Analiza akvizicije za novac uglavnom je orijentirana na tehnike budžetiranja kapitala, a nenovčane akvizicije na analizu pokazatelja investiranja.

### 5.1. Vrednovanja sinergije *ex ante*

Postoje dva oprečna stava ili škole mišljenja (Damodaran 2010, str. 543) oko toga može li se i kako vrednovati sinergija *ex ante* obzirom na ogroman broj pretpostavki koje se moraju uključiti u vrednovanje. Prema jednome, takav je posao besmislen, dok je prema drugome nužno učiniti najbolju procjenu usprkos svim ograničenjima – jer se odluka o akvizicijskoj cijeni treba temeljiti na takvoj procjeni.

Sinergija *ex ante* se vrednuje prvenstveno kroz odgovor na pitanje o obliku, odnosno oblicima sinergije koji se mogu očekivati, te njihovom strukturiranju, npr. na uštedama u troškovima, potencijalu rasta i nižim troškovima financiranja, višoj novčanoj raspoloživosti, poreznoj dobrobiti, te kvantificiranju svakoga od njih, a zatim i kroz odgovor na pitanje kada će sinergija i kojom dinamikom početi utjecati na buduće novčane tokove. U tom su smislu temeljni koraci vrednovanja sinergije:

- 1) odvojeno vrednovanje akviziterske i ciljane tvrtke i zbrajanje tih vrijednosti i
- 2) ugrađivanje očekivanih efekata sinergije i vrednovanje spojene tvrtke.

7 DPS (*dividend per share*) – dividenda po dionici  
P/E (*price/earning*) – odnos cijene i zarade po dionici

Razlika između vrijednosti spojene tvrtke sa sinergijom i bez sinergije jest vrijednost sinergije.

Pri izradi elaborata o vrednovanju sinergije zahtijeva se odvajanje vrijednosti sinergije od tzv. „vrijednosti kontrole“ (Damodaran, 2010). Vrijednost kontrole proizlazi iz efikasnijeg vođenja ciljane tvrtke koje će omogućiti ostvarenje sinergije. Vrednovanjem kontrole se implicira da bi ciljana tvrtka vrijedila više da je imala sposobniji menadžment te da dio očekivane sinergije ne bi bio stvoren bez boljeg menadžmenta koji će uspostaviti preuzimatelj – što stvara prostor za fleksibilnost u oblikovanju akvizicijske ponude i cijene, odnosno premije za dioničare ciljane tvrtke. Kontrola, odnosno promjena uprave se vrednuje dokazivanjem nepovoljnog odnosa stopa reinvestiranja, povrata na financiranje i troškova financiranja, kao i samog stupnja zaduženja u odnosu na usporedne tvrtke i one koje bi bile uz efikasniju upravu. Iz navedenih odnosa proizlaze i promijenjene stope rasta i vrijednosti imovine te se samim time dio očekivane buduće povećane vrijednosti kombinirane tvrtke pripisuje vrijednosti kontrole.

Poželjno je također da se u vrednovanje sinergije uključi i vrednovanje realnih opcija obzirom da se realizacijom akvizicije ponekad otvaraju potencijalne mogućnosti koje je teško prevesti u očekivane novčane tijekove. Sve navedeno čini vrednovanje akvizicije izuzetno kompleksnim postupkom, a kompetentne procjenitelje jednom od najcjenjenijih specijalizacija u financijskoj struci.

Ono što je dvojbenu u *ex ante* procjeni uspješnosti akvizicije su tzv. „povećavajuće akvizicije“ koje zahtijevaju preuzimanje kompanija koje imaju niži P/E pokazatelj od preuzimatelja. Kod takvih preuzimanja će zbog povećanja zarade po dionici rasti i cijene dionice neposredno nakon akvizicije jer se pretpostavlja da tržište ne mijenja P/E omjer nakon akvizicije. Drugim riječima, pretpostavka je da tržište ne prepozna razloge zbog čega je zapravo akvirirana tvrtka s nižim P/E omjerom koji je vjerojatnije posljedica nižeg rasta i višeg rizika ciljane tvrtke nego posljedica tržišnog neprepoznavanja njezine stvarne vrijednosti. Slična dvojbenuost se uočava kod akvizicije tvrtke s brzim rastom u odnosu na preuzimatelja. I ovdje je uspješnost u smislu povećanja vrijednosti kombinirane tvrtke u odnosu na zbroj njihove vrijednosti prije akvizicije u kratkoročnom smislu sigurna ako rast ciljane tvrtke nije preplaćen kroz akvizicijsku premiju. Ovakvi efekti, iako pozitivni, nisu posljedica sinergije, te ih je kao takve nužno prepoznavati.

## 5.2. Vrednovanje ostvarene sinergije i financijska analiza akvizicije

Vrednovanje tvrtki prije akvizicije, kao i vrednovanje spojenih tvrtki nakon akvizicije, predmetom su različitih pristupa i mnogobrojnih metoda vrednovanja poduzeća. Obzirom da vrijednost utemeljuju tri komponente: vrijednost imovine, sposobnost zarađivanja i jedinstvenost, i metode

vrednovanja se često svrstavaju u metode temeljene na imovini, metode temeljene na profitnoj snazi i kombinirane metode (Orsag, 1997). Navedenome treba dodati i pristup tzv. „relativne valuacije“ kojim se vrijednost procjenjuje temeljem usporedbe sličnih poduzeća, i to: temeljem usporedive imovine sa sličnim novčanim tijekovima, rizikom i potencijalom rasta ili temeljem usporedive cijene dionica. U novije vrijeme razvija se i opcijski pristup pogodan kada imovina koja se stječe ima opcijska svojstva. Ipak, i uz prebogat instrumentarij vrednovanja, ostaje zaključak: „Valuacija nije objektivna disciplina i svako prejudiciranje i pristranost koju analitičar donosi u proces naći će svoj put u vrijednost.“ (Damodaran, 2010, str. 23).

Metode vrednovanja primijenjene u ovome radu na analizi slučaja akvizicije Atlantic Grupa i Droga Kolinska su metoda knjigovodstvene vrijednosti, metoda toka zarade i metoda jednostavne sredine. Knjigovodstvena metoda spada u metode temeljene na imovini, a kako je knjigovodstvena vrijednost kao razlika između ukupne imovine i ukupnih obveza eksplicitno razvidna u financijskim izvještajima, predstavlja polazište u vrednovanju. U primjeni ove metode na konkretnom primjeru isključena je vrijednost nematerijalne imovine<sup>8</sup>.

Metoda toka zarade spada u grupu metoda temeljenih na profitnoj snazi te se prema toj metodi vrijednost poduzeća određuje kao omjer EBITDA-e<sup>9</sup> i diskontne stope prilagođene riziku poduzeća<sup>10</sup>. Za javno kotirajuća dionička društva ta se stopa utvrđuje kao ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC<sup>11</sup>), dok je za ostala poduzeća podložna subjektivnoj procjeni, pri čemu se mogu primijeniti različiti pristupi (Orsag, 1997, str. 112-114). U analiziranome primjeru primijenjena je diskontna stopa od 20% kao referentna za nizak rizik ulaganja (Orsag, 1997, str. 114)

Metoda jednostavne sredine spada u kombinirane metode koje predstavljaju srednji put između oslanjanja na imovinu i na profitnu snagu. Kombinirane metode mogu biti metode srednje vrijednosti između vrijednosti imovine i profitne snage, integrativne metode koje integriraju te dvije vrijednosti putem određene poveznice, odnosno postavljenih standarda profitabilnosti, procjene *goodwill* ili sposobnosti imovine da se

---

8 Procjena bruto vrijednosti trebala bi se oslanjati samo na opipljivu materijalnu imovinu jer nematerijalna imovina u pravilu nema realno utvrdivu utrvu vrijednost. U konkretnome slučaju nije poznata struktura nematerijalne imovine, pa se ne može procijeniti bi li dio njezine vrijednosti ipak ušao u postupak vrednovanja. Kada bi se u konkretnom slučaju ukupna vrijednost nematerijalne imovine Droge Kolinska uključila u vrijednost poduzeća, tada bi ta vrijednost bila viša od bruto vrijednosti transakcije, pa se može sa sigurnošću utvrditi da je preuzimatelj iz vrednovanja isključio dio nematerijalne imovine.

9 EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – bruto dobit uvećana za kamate i amortizaciju – koristi se kao aproksimacija novčanog toka

10 U ovome radu korištena je diskontna stopa od 20%, za nizak rizik, prema: Orsag 1997, str. 114.

11 WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) – suma umnožaka troškova pojedinačnih komponenti izvora financiranja i njihovih udjela u ukupnim izvorima.

transformira u novac te metode indirektnog kombiniranja čija je logika procjena alternativnih troškova uz koje se može „kopirati“ poslovanje poduzeća, pa se profitna snaga procjenjuje indirektno. Obzirom da je u analiziranome slučaju vrijednost poduzeća temeljena na imovini nešto viša od vrijednosti temeljene na toku zarada, primijenjena je upravo jednostavna sredina jer nema osnove za „vaganje“ veće važnosti profitne snage kada je vrijednost prema njoj ionako niža od vrijednosti imovine.

Aspekti relativnog vrednovanja prezentirani su u analizi poslovanja Atlantic Grupe u postakvizicijskom razdoblju.

## 6. Analiza slučaja akvizicije: Atlantic Grupa i Droga Kolinska

Atlantic Grupa d. d. je multinacionalna kompanija čiji je rast i razvoj obilježen nizom akvizicija: Cedevisa 2001. godine, Neva 2003. godine, Interchem 2004. godine, Haleko 2005. godine, Sports Direct 2006. godine, Fidifarm/Dietpharm 2007. godine, nekoliko ljekarničkih ustanova 2008. godine, Kalničke Vode Bionatura i Droga Kolinska 2010. godine, Prodis 2014. godine i Foodland 2015. godine. Riječ je o strateškim akvizicijama kojima se kompanija profilirala u jednu od vodećih regionalnih kompanija u distribuciji brendova široke potrošnje.

U primjeni odabranih metoda financijskog vrednovanja akvizicije u ovakvim uvjetima učestalih akvizicija i kombiniranja sinergijskih efekata pouzdanije je utvrditi premiju ugrađenu u akvizicijsku cijenu jer se ona zasniva na razlici između akvizicijske cijene i vrijednosti ciljane tvrtke nego postakvizicijski efekt, odnosno ostvarenu sinergiju. Mjerenje ostvarene sinergije pojedinačne akvizicije zahtijeva prilagođavanja podataka iz financijskih izvještaja i druge podatke koji nisu javno dostupni, što prelazi postavljene ciljeve i mogućnosti ovoga rada.

Akvizicija Droge Kolinska iz 2010. godine posebno je zanimljiva zbog toga što predstavlja primjer akvizicije veće tvrtke od strane manje. Vrijednost ukupne aktive Droge Kolinska 2009. godine iznosila je 415 milijuna eura, a Atlantic Grupe 243 milijuna eura. Akvizicija je izvršena prema ukupnoj vrijednosti transakcije od 382 milijuna eura, od kojih je vlasnicima isplaćeno 243.109 milijuna eura, a ostatak čini preuzeti neto dug. Nakon akvizicije, bruto knjigovodstvena vrijednost preuzimatelja iznosila je u 2010. godini 689 milijuna eura<sup>12</sup>, što je za 31 mil. eura ili za 4,7% više od zbroja bruto vrijednosti tvrtki prije preuzimanja.

Budući da Droga Kolinska od 2. kolovoza 2007. godine više nije bila uvrštena na tržište kapitala, obzirom da je Istrabenz otkupljivao manjinske udjele, te je krajem 2009. godine bio u 89%-nom vlasništvu (*Letno poročilo skupine Droga Kolinska za 2009.*, str. 18-19), nije moguće akvizicijsku cijenu promatrati u odnosu na tržišnu vrijednost tvrtki u vrijeme

<sup>12</sup> Prema srednjem tečaju na dan 31. prosinca 2010. – 1 EUR = 7,4 kn

preuzimanja. Prosječna cijena dionice Atlantic Grupe u 2009. godini, posljednjoj prije akvizicijske godine, iznosila je 544,53 kn, što prema tadašnjem broju dionica čini 1.344.986.377 kn, što je skoro dvostruko više od knjigovodstvene vrijednosti glavnice. U kontekstu takvog omjera prema knjigovodstvenoj vrijednosti može se promatrati i realizirana vrijednost prema vlasnicima za Drogu Kolinska koja je za samo 27% viša od knjigovodstvene vrijednosti glavnice, što upućuje na zaključak da je preuzimatelj fer tržišnu poziciju ciljane tvrtke znatno podcijenio u odnosu na svoju tržišnu poziciju.

## 6.1. Ocjena uspješnosti akvizicije odabranim metodama vrednovanja

Vrijednost ukupne transakcije akvizicije je iznosila 2.746.580 tisuća kn ili 382 mil. eura<sup>13</sup>, od kojih je vlasnicima isplaćeno 243.109 mil. eura ili 1.747.954 tisuće kn. U nastavku je prikazana vrijednost obiju tvrtki prije akvizicije i vrijednost spojene tvrtke nakon akvizicije primjenom odabranih metoda:

<i>Tvrtka / razdoblje procjene</i>	<i>Knjigovodstvena metoda – neto</i>	<i>Knjigovodstvena metoda</i>	<i>Metoda toka zarada</i>	<i>Metoda sredine</i>
Atlantic Grupa 2009. g.	757.807	1.325.910	985.895	1.155.903
Droga Kolinska 2009. g.	1.393.414	1.958.662	1.707.582	1.833.122
<b>Ukupno 2009. g.</b>	<b>2.151.221</b>	<b>3.284.572</b>	<b>2.693.477</b>	<b>2.989.025</b>
Atlantic Grupa 2010. g.	1.455.466	3.242.356	1.100.605	2.171.481
Atlantic Grupa 2011. g.	1.512.324	3.399.051	2.625.585	3.012.318
Atlantic Grupa 2012. g.	1.461.366	3.278.546	3.121.040	3.199.793
Atlantic Grupa 2013. g.	1.674.495	3.231.737	3.184.590	3.208.164
Atlantic Grupa 2014. g.	1.755.064	3.469.738	3.065.225	3.267.482
Atlantic Grupa 2015. g.	1.945.308	3.496.778	3.257.815	3.377.297

Tablica 2. Vrijednost tvrtki primjenom odabranih metoda vrednovanja (u tis. kn)

Kako proizlazi iz prethodne procjene, vlasnicima je isplaćeno za 355 mil. kn više od knjigovodstvene vrijednosti glavnice Droge Kolinska u godini prije preuzimanja. Ukupna je vrijednost transakcije ujedno viša za 788 mil. kn od bruto vrijednosti preuzete tvrtke ne računajući vrijednost nematerijalne imovine. Prema metodi toka zarada procijenjena vrijednost Droge Kolinska niža je od procijenjene vrijednosti njezine imovine, pa se može uzeti da je premija ugrađena u ukupnu vrijednost transakcije razlika između srednje vrijednosti ciljane tvrtke i vrijednosti bruto transakcije, a ona iznosi 913.5 mil. kn<sup>14</sup>. Dodavanjem te vrijednosti na zbroj vrijednosti tvrtki prije akvizicije, dobije se vrijednost od 3.902.483 tis. kn<sup>15</sup>. Iz prethodno prezentirane procjene vrijednosti preuzimatelja nakon akvizicije, u razdoblju do 2015. godine nije dostignuta ta vrijednost, što ukazuje na

<sup>13</sup> Prema srednjem tečaju na dan 1. srpnja 2010. kada je zaključen ugovor o akviziciji – 1 EUR=7,19 kn

<sup>14</sup> 2.746.580 – 1.833.122 = 913.458

<sup>15</sup> 2.989.025 + 913.458 = 3.902.483

još uvijek negativnu čistu sadašnju vrijednost preuzimanja. Navedenoj konstataciji nužno je postaviti ograde u smislu izuzimanja ukupne vrijednosti nematerijalne imovine iz vrednovanja i u smislu neuvažavanja akvizicijskih transakcija preuzimatelja nakon 2010. godine.

Uzimajući u obzir relativnost procijenjene premije, a promatrajući kretanje vrijednosti Atlantic Grupe nakon akvizicije, može se zaključiti da je u kontinuitetu ta vrijednost veća od zbroja vrijednosti tvrtki prije akvizicije u posljednje dvije promatrane godine, a prema pristupu vrednovanja profitne snage u posljednje četiri promatrane godine. Navedeno ukazuje da kretanje vrijednosti opravdava poduzetu poslovnu kombinaciju.

## 6.2. Ocjena uspješnosti akvizicije ocjenom financijskih omjera i ekonomskih kategorija

U sljedećoj fazi ocjene uspješnosti akvizicije izračunati su financijski omjeri poslovanja Atlantic Grupe u razdoblju od 2008. godine do 2015. godine, pri čemu je razdoblje od 2011. do 2015. godine uspoređeno s razdobljem prije 2010. godine. U sljedećoj tablici prezentirano je kretanje omjera na način da je njihova povoljnija, odnosno nepovoljnija vrijednost u odnosu na predakvizicijsko razdoblje u barem tri od analiziranih pet godina ocijenjeno kao pozitivno, odnosno negativno.

<i>R. br.</i>	<i>Pokazatelj</i>	<i>Pozitivno</i>	<i>Negativno</i>
1.	pokazatelj tekuće likvidnosti		X
2.	pokazatelj ubrzane likvidnosti	X	
3.	novčana likvidnost		X
4.	omjer ukupne zaduženosti		X
5.	omjer financiranja		X
6.	pokriće kamata		X
7.	bruto profitna marža	X	
8.	neto profitna marža		X
9.	ROA		X
10.	ROE		X
11.	koeficijent obrtaja ukupne imovine		X
12.	koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	X	
13.	koeficijent obrtaja potraživanja	X	
14.	prosječno vrijeme naplate	X	
15.	zarada po dionici (EPS)	X	
16.	odnos cijene i zarade po dionici (P/E)		X
17.	dividenda po dionici (DPS)	X	
18.	prinos od dividendi (DPS/PPS)	X	
19.	odnos isplate dividendi (DPS/EPS)		X

**Tablica 3.** Ocjena kretanja omjera poslovanja Atlantic Grupe u razdoblju 2011. do 2015. godine u odnosu na predakvizicijsko razdoblje

Može se ocijeniti da se likvidnost (pokazatelji 1-3) kretala pretežno negativno, zaduženost (pokazatelji 4-6) negativno, profitabilnost (pokazatelji

7-10) pretežno negativno, učinkovitost (pokazatelji 11-14) pozitivno, te pokazatelji investiranja (15-19) pretežno pozitivno.

U nastavku su prezentirane vrijednosti Altmanovog *Z-score* skupnog pokazatelja<sup>16</sup> u analiziranome razdoblju, kao i vrijednosti P/E pokazatelja, uključujući relativne promjene cijena i zarada po dionici:

Pokazatelj	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
<i>Z-score</i>	2,599	3,045	1,178	1,685	1,852	2,089	2,173	2,139
P/E	24,6	15,8	21,7	47,9	16,1	11,2	14,7	12,1
Indeks relativne promjene EPS-a		1,24	0,98	0,41	2,18	1,92	1,03	1,21
Indeks relativne promjene PPS-a		0,80	1,35	0,91	0,73	1,33	1,35	1,00

**Tablica 4.** *Z-score* i analiza P/E pokazatelja Atlantic Grupe u razdoblju 2008.-2015. godine

Najniža vrijednost *Z-scorea* zabilježena je u godini akvizicije, nakon čega pokazatelj raste s izuzetkom zadnje promatrane godine, ali ne dostiže referentnu vrijednost za dugoročno stabilna i financijski zdrava poduzeća. Ta je vrijednost ostvarena jedino u godini koja je prethodila akviziciji Droge Kolinska.

P/E pokazatelj je u promatranom razdoblju značajno oscilirao, a njegove promjene nisu dosljedno odražavale kretanje cijena i zarada po dionici. Najvišu vrijednost je dostigao 2011. godine, nakon akvizicije Droge Kolinska, a tada je došlo i do najvećeg pada zarade po dionici. Povećanja, odnosno smanjenja nakon toga posljedica su različitog kretanja cijena i zarada, iako su zarade po dionici od 2012. godine u stalnom povećanju.

Prezentirana analiza i ocjena financijskih omjera ne ukazuje na nedvojbenu uspješnost akvizicije, no treba uzeti u obzir sva ograničenja prezentirane analize i činjenicu da naknadne poslovne kombinacije nisu zasebno razmatrane. Analiza se odnosi na ukupno poslovanje Atlantic Grupe te se zaključci ne mogu pripisivati samo predmetnoj akviziciji, kao ni podaci i usporedba u nastavku prezentiranih vrijednosti odabranih temeljnih ekonomskih kategorija prije akvizicije i danas:

<i>Kategorija</i>	<i>2009.</i>	<i>2015. (2016. za vrijednost dionice)</i>	<i>Indeks</i>
Prihod iz poslovanja (u tis. kn)	2.221.815	5.450.955	2,45
Ukupna imovina (u tis. kn)	1.775.324	5.294.569	2,98
Glavnica (u tis. kn)	775.807	1.945.309	2,51
Neto dobit (u tis. kn)	97.329	242.523	2,49
Prosječna vrijednost dionice	544	814	1,50

**Tablica 5.** Odabrane ekonomske kategorije Atlantic Grupe 2009. i 2015. (2016.) godine

16 Prvi model (iz 1968. godine) u kojemu se primjenjuje multivarijatan pristup u procjeni rizika poslovanja i predviđanju bankrota. Referentne vrijednosti pokazatelja su:  $Z > 2.99$  – za financijski zdrava i dugoročno stabilna poduzeća;  $1.81 < Z < 2.99$  – za poduzeća koja su ušla u zonu rizika od bankrota, te su nužne mjere restrukturiranja i  $Z < 1.81$  – za poduzeća u velikim financijskim teškoćama i visokom riziku od bankrota ([https://en.wikipedia.org/wiki/Altman\\_Z-score](https://en.wikipedia.org/wiki/Altman_Z-score)).

Usporedbom vrijednosti odabranih kategorija može se zaključiti da sve pokazuju značajno višu vrijednost u odnosu na predakvizicijsku godinu. To naznačuje pozitivnu ocjenu uspješnosti poslovanja, čiji je značajan element razmatrana akvizicija Droge Kolinska.

## 7. Zaključak

Predstavljeni teorijski aspekti akvizicije kao vrste poslovnih kombinacija ukazuju na više razina sinergije kao osnovnog motiva akvizicije čiji se izvori najčešće kategoriziraju kao operativni i financijski. Relativno visoka zastupljenost neuspješnih akvizicija i brojna istraživanja čimbenika od utjecaja na uspješnost ukazuju i na prisutnost neracionalnih motiva poduzimanja ovih poslovnih poduhvata, kao i na nerealne procjene akvizicijske cijene. Analizirani slučaj akvizicije Droge Kolinska od strane Atlantic Grupe, uz u radu naznačena ograničenja u primjeni odabranih metoda vrednovanja, pokazuje složenost donošenja ocjene o uspješnosti, koja nije jednoznačna. Time je potvrđen Damodaranov zaključak da valuacija nije objektivna disciplina, osobito *ex ante* vrednovanje sinergije. S druge strane, ona je nužna za donošenje odluke o akvizicijskoj cijeni, koja uz uspješnost vođenja poslovanja tvrtke potvrđuje ili opovrgava stratešku opravdanost poduzimanja akvizicije.



## Literatura:

- Bradley, M., Desai, A. i Kim, H. E., (1988.), Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Divisions Between the Stockholders of Target and Acquiring Firm, *Journal of Financial Economics*, 1 (21), str. 3-40.
- Damodaran, A., (2010.), Damodaran o valuaciji, Mate, Zagreb
- Filipović, D., (2012.), Impact of company's size on takeover success, *Economic Research*, 2 (25), str. 435-444.
- Financijski izvještaji Atlantic Grupe za razdoblje 2009.-2015. Godine  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Altman\\_Z-score](https://en.wikipedia.org/wiki/Altman_Z-score) (pregledano 20. 10. 2016.)
- Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, <https://imaa-institute.org/m-and-a-by-industries> (pregledano 20. 10. 2016.)
- Kandžija, V., Filipović, D. i Kandžija, T., (2014.), Impact of Industry Structure on Success of Mergers and Acquisitions, *Tehnički vjesnik*, 21, 1, str. 17-25.
- Lahovnik, M., Malenković, V., (2011.), Corporate acquisition strategies and economic performance – A case of Slovenia, *Zbornik radova Ekonomskoga fakulteta u Rijeci*, I (29), str. 33-50.
- Letno poročilo skupine Droga Kolinska za 2009, <https://www.google.hr/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=Letno+poro%C4%8Dilo+droga+kolinska> (pregledano 25. 10. 2016.)
- Orsag, S., (1997.), Vrednovanje poduzeća, Informator, Zagreb
- Orsag, S., Gulin, D., (1997.), Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb
- Papadakis, V. M., Thanos, I. C., (2010.), Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria, *British Journal of Management*, 4 (21), str. 859-873.
- Podaci o kretanju cijena dionice Atlantic Grupe, Zagrebačka burza, <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=ATGR-R-A> (pregledano 25. 10. 2016.)
- Računovodsko poročilo SDK 2009, file:///D:/Users/Mira/Downloads/racunovodsko%20porocilo%20SDK%202009%20SLO%20(2).pdf (pregledano 25. 10. 2016.)
- Roll, R., (1986.), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, 2(59), str. 197-216.
- Sankaran, K., Vishwanath, S. R., (2008.), Diversification via Acquisition u: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, Chandrashekar Krishnamurti Vishwanath S. R., str. 1-23.

Shim, J. K., Siegel, J. G., (2007.), Upravljačke financije, Zgombić & Partneri, Zagreb

Statista Research & Analysis, <https://www.statista.com/statistics/245949/value-of-global-m-and-a-in-h1-2012-by-industry> (pregledano 20. 10. 2016.)

Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L., (2008.), Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb

Žvipelj, G., (2011.), Racionalnost managerskih odkupov z vidika vedenjske ekonomije, *Management*, 2 (6), str. 191-204.