

# **OSNOVE FINANCIRANJA PODUZEĆA**

## **DIONICE I NJIHOVO VREDNOVANJE**

**Doc. dr. Danijela Miloš Sprčić**

# OPĆENITO O DIONICAMA

- Tipični **vlasnički i korporativni** vrijednosni papiri
- Kupci dionica ostvaruju vlasništvo dijela vlasničke glavnice dioničkog poduzeća
- Financijski odnos između emitenta i vlasnika dionica je trajan
  - **permanentni** vrijednosni papiri
- **Dugoročni instrumenti financiranja**, kojima se financiraju osnovna i trajna obrtna sredstva, odnosno dugoročno vezana imovina
- Predstavlja alternativu modelu samofinanciranja kao ograničenom izvoru povećanja vlastitog kapitala

# VRSTE DIONICA

---

- **Obične dionice**

- nose sva vlasnička prava

- **Povlaštene dionice**

- “quasi vlastiti” (hibridni) vrijednosni papiri
- prioritet naplate dividendi i likvidacijske mase prema običnim dionicama

# OBIČNE DIONICE

---

- Sa stajališta investitora postoje dva motiva ulaganja u obične dionice
  - ***Buduće dividende***
  - ***Porast tržišne vrijednosti***

# PRAVA DIONIČARA

---

- **Rezidualno pravo na zarade poduzeća**
  - pravo na proporcionalni udio u ostvarenom rezultatu
- **Rezidualno pravo na imovinu poduzeća**
- **Pravo glasa**
  - obične dionice nose pravo glasa o pitanjima upravljanja dioničkim poduzećem
- **Pravo prvokupa**
  - pravo prvenstva kupnje novoemitiranih dionica proporcionalno broju dionica koje posjeduju
- **Ostala prava**
  - pravo prodaje, limitirana odgovornost, pravo uvida u poslovne knjige

# POVLAŠTENE DIONICE

---

- Povlašteni položaj u odnosu na obične dionice
  - preferencije na dividende
  - preferencije na likvidacijsku masu
- Ne nose pravo glasa
  - jedino u slučaju ako se dioničarima kroz neko vrijeme ne isplaćuju dividende

# POVLAŠTENE DIVIDENDE

---

- Najčešće fiksne po dionici
  - kumulativne
  - nekumulativne
- Pravo participacije
  - dodatno pravo nekih participativnih povlaštenih dionica
  - udjel u zaradama iznad fiksnih dividendi

# VREDNOVANJE DIONICA

---

- Vrednovanje dionica znatno je kompliciranije od obveznica
  - nemaju unaprijed utvrđeno dospjeće
  - dividende nisu fiksno određene
- Tržišna vrijednost dionica određuje se kasnije na tržištima kapitala, a ovisi najčešće o uspješnosti poslovanja kompanije koja ih je emitirala



# NEKI OD MODELA VREDNOVANJA DIONICA

---

- Modeli sadašnje vrijednosti dividendi
  - Konstantne dividende
  - Konstantni rast dividendi
  - Varijabilne dividende

# MODEL SADAŠNJE VRIJEDNOSTI DIVIDENDI

## ■ **Pretpostavke modela**

- dividende: jedini novčani dohodak koji dioničari primaju od poduzeća
- infinitivni vijek trajanja prava iz modela

## ■ **Prognoza**

- budućih dividendi
- diskontne stope

## ■ ***Pretpostavke kretanja dividendi***

- *a) Konstantne dividende*
- *b) Konstantni rast dividendi*
- *C) Varijabilne dividende*

**Vrijednost dionice = Sadašnja  
vrijednost dividendi**

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{1+k_s} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \frac{D_3}{(1+k_s)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_s)^\infty}$$

**Model konstantnog rasta dividendi**

**Dividende rastu po konstantnoj  
godišnjoj stopi rasta  $g$**

# Moguća procjena budućih dividendi temeljem isplaćenih dividendi

$$D_1 = D_0 (1 + g)$$

$$D_2 = D_0 (1 + g)^2$$

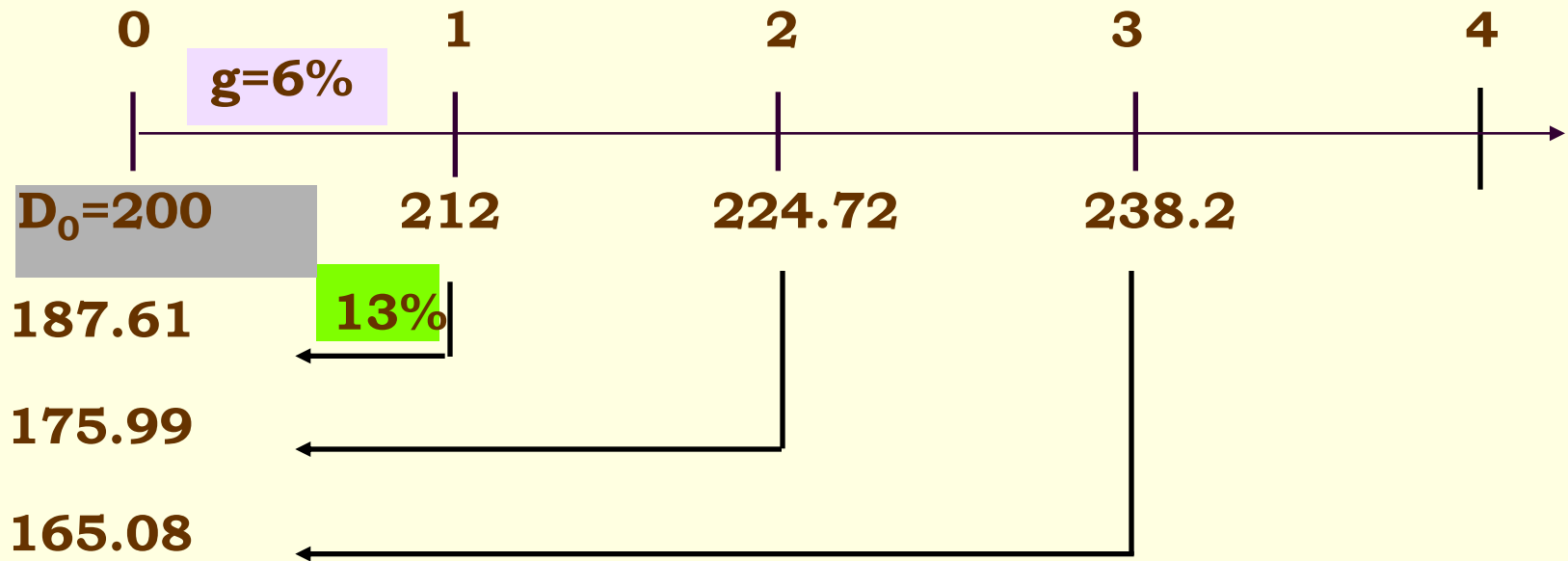
$$D_t = D_0 (1 + g)^t$$

$D_t$  - dividende u razdoblju  $t$   
 $D_0$  - sadašnje dividende  
 $g$  - stopa rasta dividendi

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0}{k_s - g} + \frac{D_1}{k_s - g}$$

$$k_s > g$$

$D_0$  iznosi 200 kn i raste po konstantnoj stopi od 6% godišnje. Izračunajte očekivane dividende u naredne 3 godine i njihovu sadašnju vrijednost ako je  $k_s = 13\%$ .



Koliko vrijedi ova dionica?

$D_0 = 200$ ,  $k_s = 13\%$ ,  $g = 6\%$

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0 + \frac{D_1}{1+r}}{k_s - \frac{r}{1+r}}$$
$$= \frac{212}{0.13 - 0.06} = \frac{212}{0.07} = 3029 \text{ kn}$$

# Primjena modela konstantnog rasta dividendi za prognozu buduće cijene dionica

---

$$P_t = \frac{D_0 (1 + g)^{t+1}}{k_s - g}$$

$$P_t = \frac{D_0 (1 + g)^t}{k_s - g}$$

Koliko će vrijediti ova dionica za godinu dana?  $P_1$ ?

$$\hat{P}_1 = \frac{D_0(1+g)^{t+1}}{k_s - g}$$

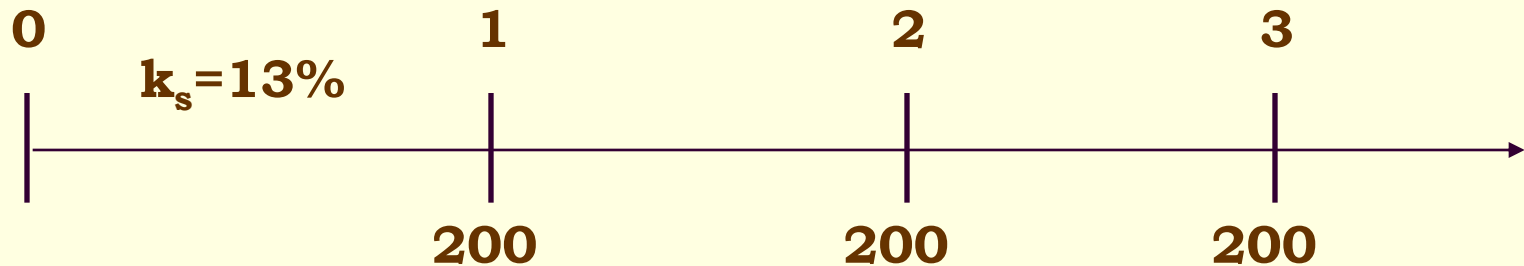
$$= \frac{224.72}{0.07} = \mathbf{3210 \text{ kn}}$$



Kolika bi vrijednost ove dionice bila danas kada bi  $g = 0$ ?

Dividende bi bile konstante pa bi se primijenio **model konstantnih dividendi**

- vrednovanje pravih povlaštenih dionica



$$\hat{P}_0 = \frac{Dt}{k} = \frac{200}{0.13} = 1538 \text{ kn}$$

Kada bi u naredne tri godine dividende rasle po super-normalnim stopama rasta od 30%, a nakon toga po konstantnoj stopi rasta od 6%, koliko bi iznosila  $P_0$  ako  $k$  iznosi 13%?

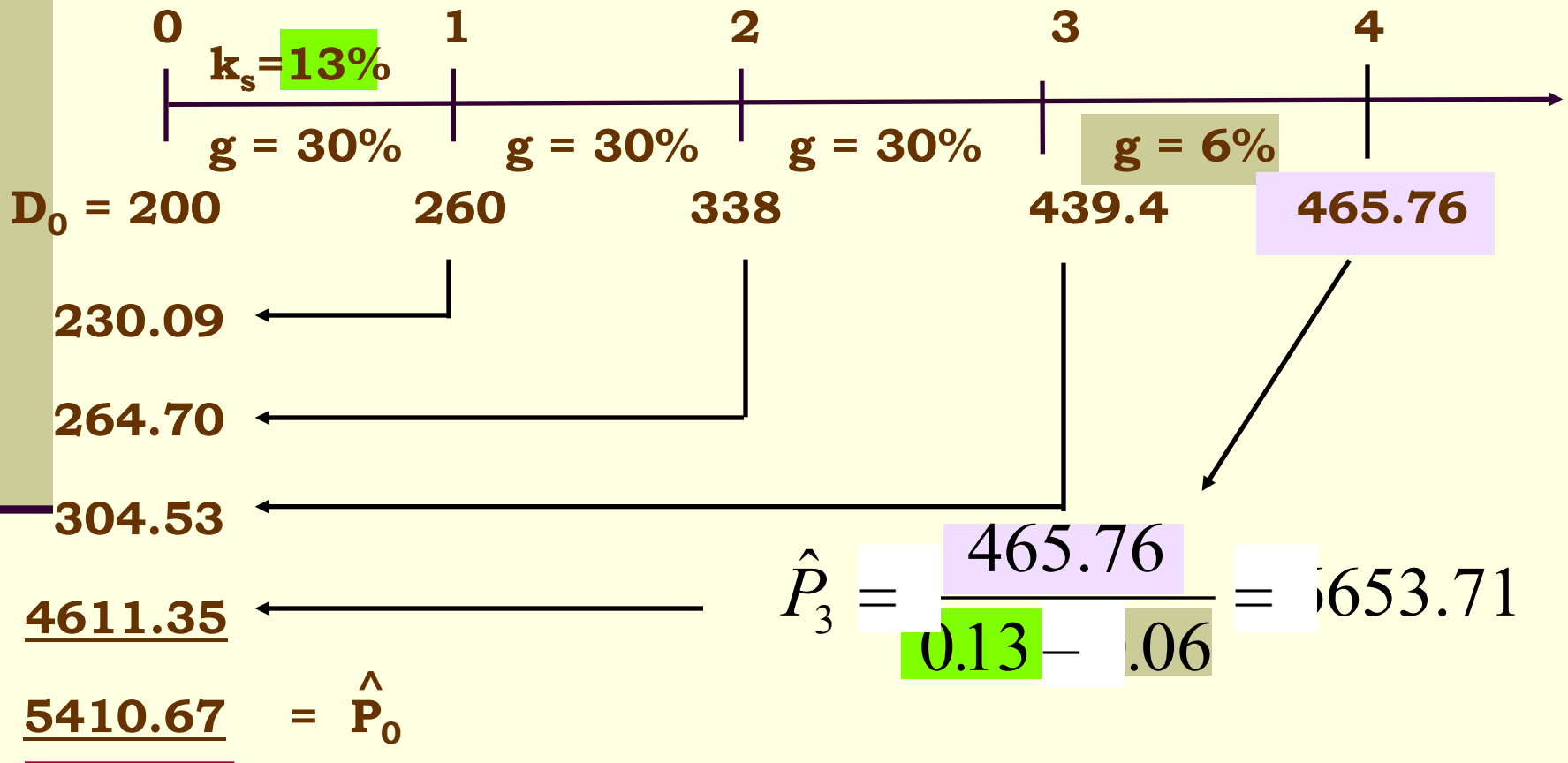
- U ovom slučaju ne može se primijeniti Gordonov model jer je  **$ks < g$**
- Ipak, rast postaje konstantan i normalan nakon 3 godine

# Model super-normalnog rasta

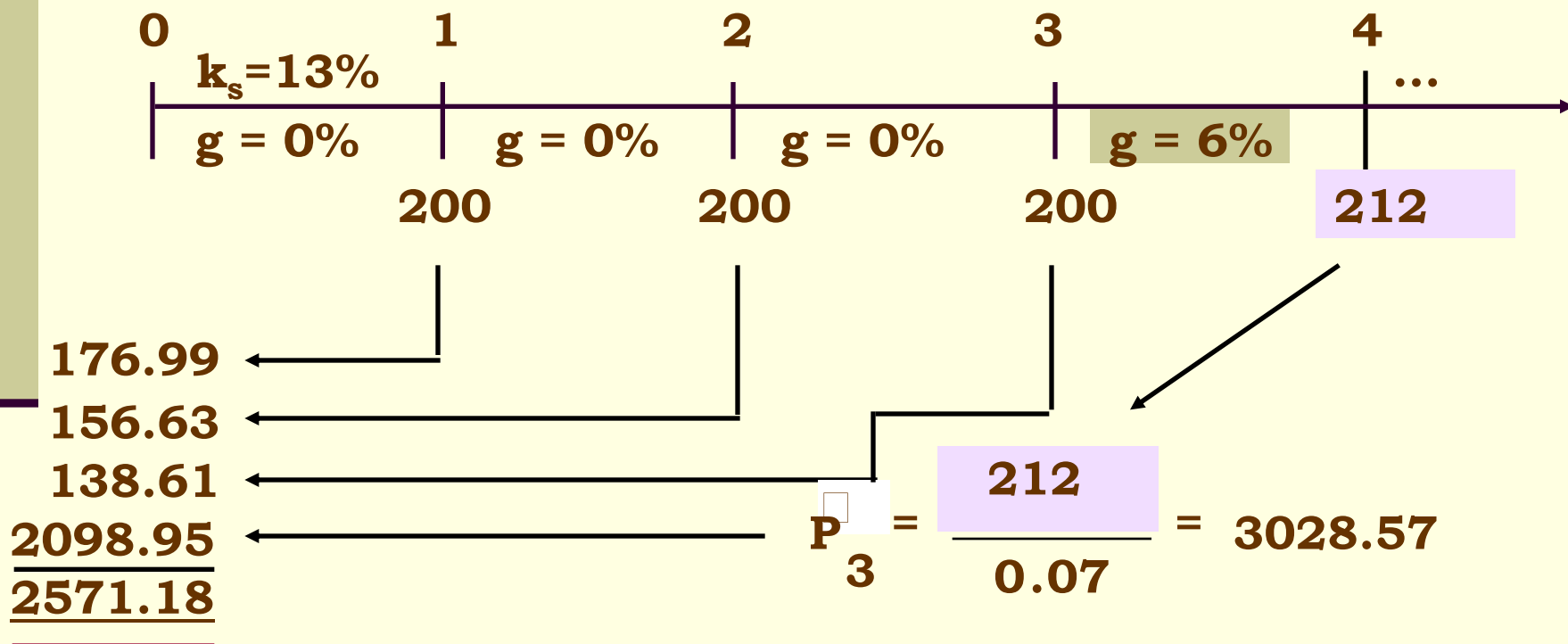
$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0 (1+g_s)^t}{1+k_s^t} + \frac{D_T (1+g_n)}{k_s - g_n} \frac{1}{1+k_s^T}$$

- $g_s$  stopa super-normalnog rasta dividendi
- $g_n$  stopa normalnog rasta dividendi
- $T$  vrijeme super-normalnog rasta dividendi

# Super-normalan rast nakon kojeg slijedi konstantan normalan rast dividendi



Kada bi u naredne tri godine dividende bile konstantne  $g = 0$ , a nakon toga počele rasti po konstantnoj stopi rasta od 6%, koliko bi iznosila  $P_0$  ako  $k$  iznosi 13%?



# Ključni problemi Gordonovog modela

---

- **Pretpostavka konstantnog rasta dividendi**
  - krivo procijenjena stopa rasta dividendi odražava se dvostruko na procjenu dionice
    - precjenjuje (podcjenjuje) brojnik
    - umanjuje (uvećava) nazivnik
- **Model je primjenjiv samo za tvrtke koje isplaćuju dividende**

# PRINOSI OD DIONICA

---

- **Prinos od dividendi**
- **Ukupni prinos – prinos za razdoblje držanja**
- **Prinos od zarada**
- **Prinos od dividendi u infinitivnom razdoblju**

# Prinos od dividendi

---

- Godišnja profitabilnost dividendi prema tržišnoj vrijednosti dionice

$$y_d = \frac{D_t}{P_t}$$



# Prinos od dividendi

---

- Prinos od dividendi ne ukazuje na ukupnu profitabilnost ulaganja u dionice jer ne uključuje potencijalni kapitalni dobitak
- Ukupna profitabilnost dionica mjeri se **profitabilnošću za razdoblje držanja**
- **Primjer:** Izračunajte prinos od dividendi za dionicu koja ima dividende po dionici **7 kn**, a cijena po dionici iznosi **153 kn**

# Ukupni prinos – prinos za razdoblje držanja

---

- Odražava profitabilnost dividendi i kapitalnog dobitka (gubitka) kroz razdoblje držanja u odnosu na tržišnu vrijednost dionice

$$r_t = \frac{D_t + P_t}{P_0} - 1$$

# Prinos od zarada

---

- Godišnja profitabilnost zarada prema tržišnoj vrijednosti dionice

$$y_z = \frac{E_t}{P_t}$$

# Prinos od dividendi u infinitivnom razdoblju

- $k_s$  iz modela sadašnje vrijednosti dividendi za procjenu vrijednosti dionice
- primjena Gordonovog modela

$$k_s = \frac{D_t}{P_0} + g$$