



Procena vrednosti kapitala

Predavač: Nina Milenković

Banja Luka, 10-11. decembar 2004. godine

I

Teorija procene

Teorija procene

OSNOVNI KONCEPTI

- **CENA** – Novčani iznos tražen, ponuđen ili plaćen za dobro ili uslugu
- **TROŠAK** – Cena plaćena za dobro ili uslugu ili iznos potreban da se napravi (proizvede) dobro ili usluga
- **VREDNOST** – Ekonomski koncept: cena koja će najverovatnije biti ustanovljena između kupca i prodavca za dobro ili uslugu namenjene razmeni. Vrednost nije činjenica nego ocena koja se odnosi na odgovarajući vremenski trenutak

Teorija procene

- **IMOVINA (PROPERTY)** – Pravni koncept; podrazumeva sve interese, prava i koristi koji proizilaze iz vlasništva nad imovinom
- **SREDSTVA (ASSETS)** – Računovodstveni koncept; resursi koje preduzeće koristi kao rezultat proteklih događaja i od kojih očekuje koristi u budućnosti
 - Vlasništvo nad sredstvima je po prirodi nematerijalno
 - Sredstva mogu biti materijalna i nematerijalna
- **KORISNOST (UTILITY)** – Ekonomski koncept; relativan pojam koji se često se meri produktivnošću i uvek se posmatra na duži rok

Teorija procene

Šta je procena vrednosti?

- **Procena vrednosti preduzeća predstavlja donošenje suda o vrednosti datog preduzeća u određenom vremenskom trenutku i zasniva se na:**
 - **razumevanju prošlih, trenutnih i budućih operacija preduzeća;**
 - **analizi ekonomskog okruženja u kom preduzeće posluje;**
 - **analizi industrije u kojoj se preduzeće takmiči;**
 - **analizi finansijskih informacija preduzeća i**
 - **primeni prigodnih metoda procene kako bi se došlo do logičnih rezultata procene vrednosti preduzeća**

Teorija procene

- **Procena podrazumeva primenu**

- metodologije

- standarda

- etičkih pravila

Teorija procene

KORACI PROCENE

- **Definisanje angažmana**
- **Prikupljanje podataka**
- **Analiza podataka**
- **Izbor metoda procene**
- **Primena metoda procene**
- **Donošenje zaključka o vrednosti**
- **Pisanje/prezentacija izveštaja**

Teorija procene

DEFINISANJE (ANGAŽMANA) PROCENE

- **Predmet procene**
- **Datum procene**
- **Svrha procene**
- **Primenljivi standardi**
- **Definicija vrednosti**

Teorija procene

Predmet i datum procene

● Datum procene	● Šta se procenjuje?
<ul style="list-style-type: none">● Specifičan datum obično u prošlosti● Sadašnji vs. protekli datum● Razlikuje se od datuma "izveštaja"● Mišljenje o proceni se zasniva na informaciji koja je na raspolaganju <i>samo</i> do datuma procene	<ul style="list-style-type: none">● Ukupna aktiva (imovina)● Specifična imovina● Investirani kapital● Sopstveni kapital (kontrolni ili manjinski)

Teorija procene

Tipovi imovine/subjekta procene

- **Nepokretna imovina (real property*) – zemljište i građevine**
- **Pokretna imovina (personal property) – oprema, inventar, nematerijalna ulaganja i finansijska aktiva**
- **Preduzeće (business) – komercijalni, industrijski, uslužni ili investicioni entitet koji se bavi ekonomskom aktivnošću**
 - **Bliski koncepti: operating company i going concern**
- **Finansijski interes – rezultira iz pravne forme vlasništva nad preduzećem ili imovinom ili ugovorom regulisanog prava na raspolaganje (kupoprodaju) u određenom vremenskom periodu i po ugovorenoj ceni (opcije) ili ...**

* Real property – vlasnički interes u real estate

Teorija procene

Svrha procene

- Svrha procene može da utiče na odabir metoda procene koje se koriste i na definiciju vrednosti koja se koristi
- Moguće svrhe procene
 - Cena transakcije (kupoprodaje, spajanja, preuzimanja)
 - Privatizacija / post privatizacija
 - Management buyouts
 - Poreske svrhe
 - Joint venture investicije
 - Bankrotstvo, reorganizacija, restrukturiranje
 - Sudski sporovi...

Teorija procene

ZAKONSKI PROPISI I METODOLOŠKI OKVIR ZA PROCENU VREDNOSTI KAPITALA

- **Zakon o privatizaciji, Uredba o metodologiji procene i sl.**
- **Zakon o računovodstvu**
- **Zakon o preduzećima**
- **Poreski zakon**

- **Uniform Standards of Professional Appraisal Practice**
- **Business Valuation Standards**
- **International Valuation Standards**

Teorija procene

Definicije vrednosti

- **Uobičajene definicije vrednosti**
 - **(fer) tržišna vrednost**
 - **investiciona vrednost**
 - **vrednost preduzeća koje nastavlja da posluje (going concern)**
 - **likvidaciona vrednost**
 - **ostatak vrednosti sredstava (salvage value)**
 - **otpadna vrednost sredstava (scrap value)**
 - **knjigovodstvena i korigovana knjigovodstvena vrednost**
- **Definicija vrednosti utiče na rezultat procene**
- **Ne postoji "jedna vrednost" preduzeća**

Teorija procene

(Fer) Tržišna vrednost (FMV)

- **Iznos pri kojem imovina može promeniti vlasnika između dobrovoljnog prodavca i dobrovoljnog kupca, pri čemu ni jedan nije na to prisiljen i oba učesnika poznaju relevantne činjenice**
American Society of Appraisers, Business Valuation Standards
■
- **Slična definicija po IVS (podrazumeva i odgovarajući marketing i "arm's length" – tržišne uslove)**
- **Pretpostavlja tržišnu razmenu između dve nezavisne i nepovezane strane - bez određenog (konkretnog) kupca**

Teorija procene

- **Smatra se da je realna procena cene pri kojoj imovina menja vlasnika vremenski uslovljena**
- **Stvarna cena plaćena prilikom transakcije se može razlikovati od realne tržišne vrednosti u zavisnosti od:**
 - **motivisanosti obe strane**
 - **pregovaračke sposobnosti strana**
 - **finansijske strukture transakcije**
- **Ova definicija pretpostavlja plaćanje u gotovom novcu. Naknada plaćena u obliku plaćanja na rate, finansiranja kupca ili donošenjem materijalne ili nematereijalne imovine može uticati na cenu**

Teorija procene

Investiciona vrednost

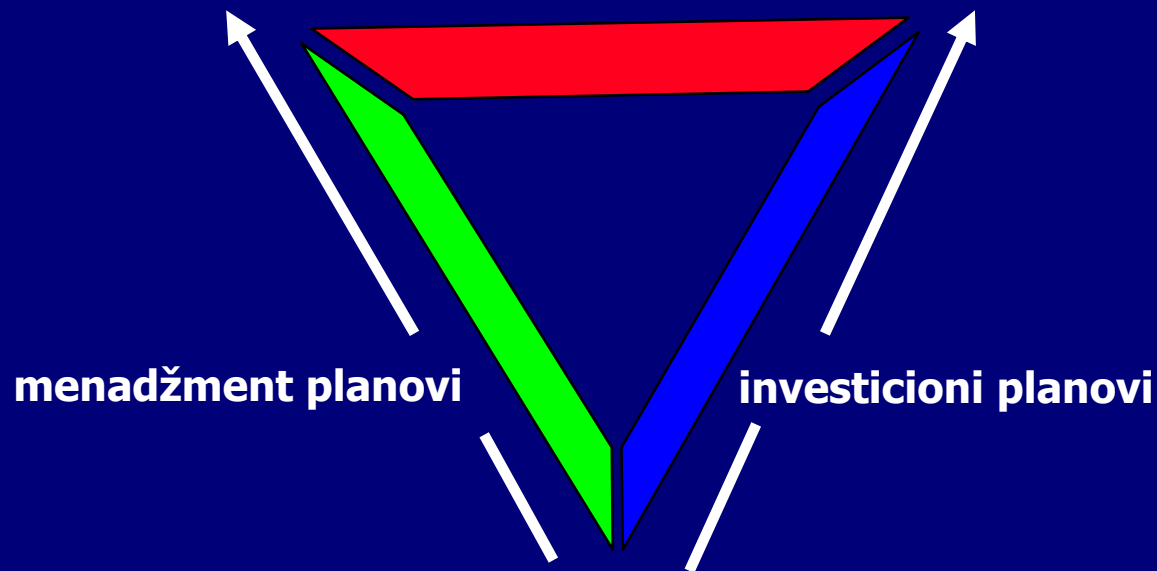
- Predstavlja vrednost za specifičnog investitora ili kupca preduzeća. Prema tome, metode koje se koriste za procenu preduzeća pretpostavljaju investitorov know-how, biznis plan, smanjenje troškova, analizu rizika itd. Kupac stvara "sinergiju" u preduzeću
- Razlikuje se od fer tržišne vrednosti - pretpostavlja specifičnog kupca
- Često je osnova za pregovore i ocenu tenderske ponude

Teorija procene

Fer tržišna vrednost vs. investiciona vrednost

**POTENCIJALNA VREDNOST SA
INTERNIM POBOLJŠANJIMA
= FMV (ukoliko preduzeće
ima finansijsku sposobnost)**

**POTENCIJALNA VREDNOST SA
EKSTERNIM POBOLJŠANJIMA
= INVESTICIONA VREDNOST**



FER TRŽIŠNA VREDNOST "KAKVA JESTE"

Teorija procene

Procena vrednost preduzeća koje nastavlja da posluje (going concern)

- Nije definicija vrednosti, više je koncept
- Odnosi se na nematerijalne elemente posla koji nastaju usled sledećih faktora:
 - postojanje obučene i kvalifikovane radne snage;
 - posao koji funkcioniše i
 - potrebne dozvole, sistemi i procedure
- Premisa: nema neizvesnosti (npr. nastavka gubitaka) u vezi sa budućim događajima koji bi doveli u pitanje fundamentalnu pretpostavku da entitet može da nastavi sa poslovanjem
- Ukoliko se smatra da preduzeće ne može da nastavi sa radom, likvidaciona vrednost može biti prikladna definicija vrednosti

Teorija procene

Likvidaciona vrednost

- **Pretpostavlja se da će poslovanje preduzeća biti prekinuto i da će njegova imovina biti prodana deo po deo**
- **Ne postoji pretpostavka da će kompanija nastaviti sa radom**
- **Dva koncepta likvidacione vrednosti:**
 - **Redovna likvidacija: pretpostavlja se da je imovina prodana u razumnom vremenskom periodu (6 meseci do godinu dana) kako bi se dostigla najviša cena**
 - **Ubrzana likvidacija: pretpostavlja se da je imovina rasprodana najbrže moguće**
- **Likvidaciona vrednost takođe uključuje direktne i indirektne troškove koji su vezani za prodaju imovine**
- **Obično predstavlja minimum vrednosti za preduzeće**

Teorija procene

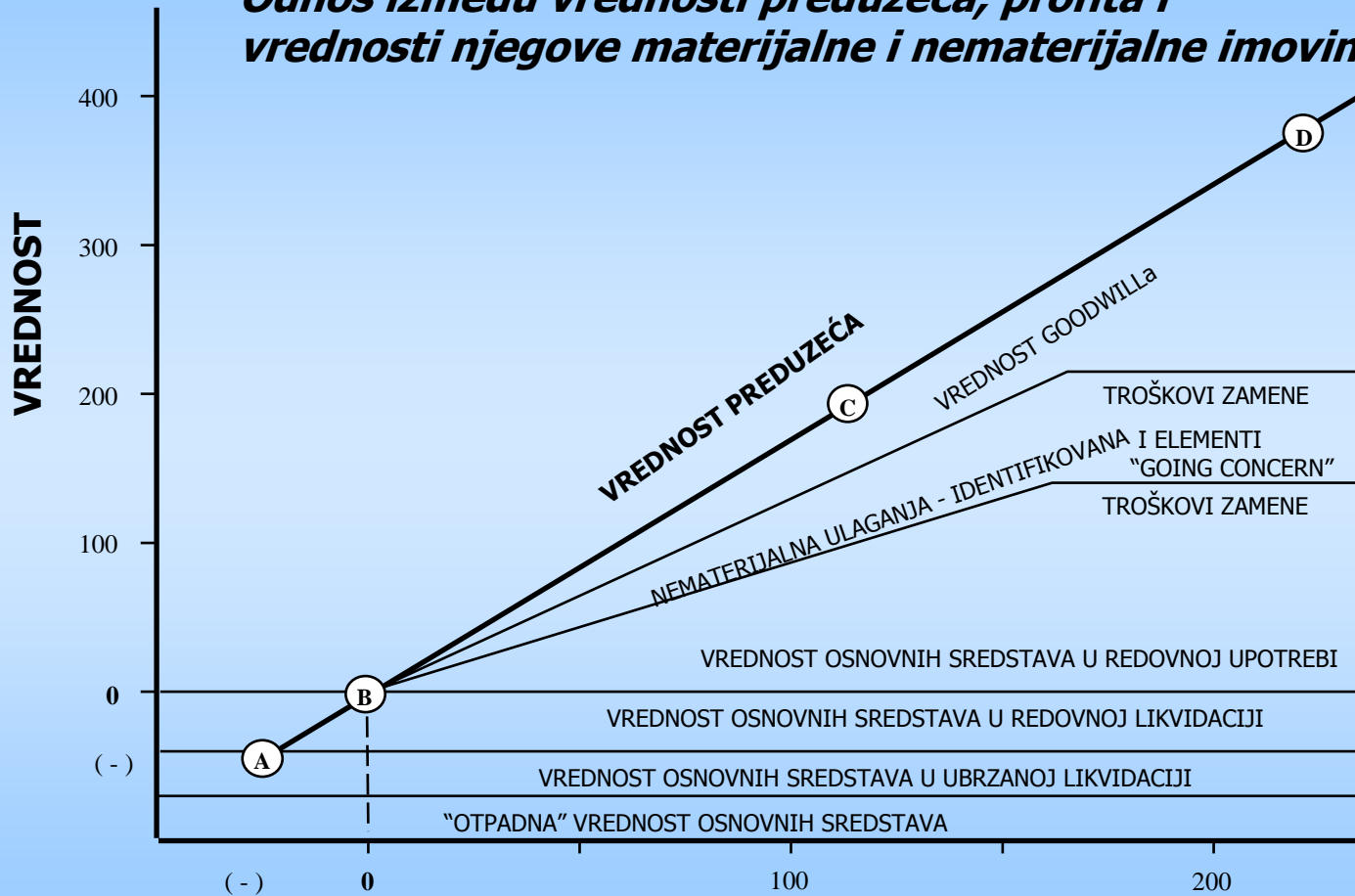
Knjigovodstvena i korigovana knjigovodstvena vrednost

- **Knjigovodstvena vrednost je računovodstveni termin koji se obično odnosi na:**
 - **Za imovinu, njen istorijski trošak (revalorizovana nabavna vrednost) umanjen za amortizaciju**
 - **Za preduzeće, razlika između ukupne imovine i ukupnih obaveza. Konceptualno, to je vrednost neto imovine**

SLUČAJNOST JE KAD SU VREDNOSTI PO KNJIGAMA I TRŽIŠNA VREDNOST ISTE

Teorija procene

Odnos između vrednosti preduzeća, profita i vrednosti njegove materijalne i nematerijalne imovine



- A.** Preduzeće pravi gubitke – moraće u ubranu likvidaciju
- B.** Preduzeće niti zarađuje, niti gubi, ali može da počne da gubi novac. Bilo dobro da se primeni redovna likvidacija
- C.** Preduzeće ima normalan profit. Posедуje i materialnu i nematerijalnu imovinu uz minimum ekonomskog zastarevanja.
- D.** Preduzeće je veoma profitabilno. Materijalna i nematerijalna imovina odražavaju vrednost u upotrebi. Vrednost većeg profita iskazaće se kroz goodwill.

SOURCE: Smith, Parr

Šta je mišljenje o vrednosti?

- **Mišljenje o vrednosti treba da bude nezavisan, objektivan zaključak koji se bazira na činjenicama i okolnostima koje se odnose na svako pojedinačno preduzeće**
- **Mišljenje o vrednosti zasniva se na prihvatljivim metodama koje se primenjuju u zavisnosti od toga koji su podaci dostupni, u kombinaciji sa profesionalnim sudom procenjivača, kako bi se došlo do *razumne* procene vrednosti**

Teorija procene

Šta nije mišljenje o vrednosti?

- Nije ono što klijent kaže ili želi
- Ne bazira se na količini novca koju klijent plaća za uslugu



HOĆU VEĆU VREDNOST!

Teorija procene

Odgovornost menadžmenta pri proceni

- **Pomoć timu procenitelja pri sakupljanju podataka**
- **Omogućavanje timu procenitelja da obiđe objekte**
- **Odgovaranje na pitanja tima koja su u vezi sa kompanijom i prikupljenim podacima, uključujući i eksperte kompanije iz operacija, finansija, marketinga itd.**
- **Priprema biznis plana ili projekcije poslovanja**
- **Ocena izveštaja o proceni i diskusija o problemima ili greškama za koje menadžment misli da su napravljene pri proceni**
- **Ostavljanje nezavisnosti timu procenitelja prilikom njihovog donošenja zaključaka**

Teorija procene

Pristupi	Troškovni	Tržišni	Prinosni
Principi	Supstitucija Uložena sredstva	Supstitucija Poredjenje: - Multiplikatori - Transakcije - Granska pravila - Prethodne transakcije	Anticipacija Diskontovanje prinosa(rezultata) Kapitalizacija prinosa(rezultata)
Metodi	Vrednost neto imovine Likvidaciona vrednost Višak prinosa	Kapital/Dobit Kapital/Novčani tok Kapital/Knjigovod. vrednost Kapital/Dobit pre oporezivanja Kapital/Dobit pre kamate i poreza Investirani kapital/Dobit Granski multiplikatori	Diskontovanje novčanog toka Kapitalizacija dobiti

Teorija procene

Metod procene u zavisnosti od modela privatizacije (Srbija)

- **Aukcija – određeno Uredbom**
 - Metod korigovane knjigovodstvene vrednosti
 - Metod diskontovanog novčanog toka
 - Metod likvidacione vrednosti
- **Tender – međunarodni standardi**
 - Metod diskontovanog novčanog toka
 - Metod transakcija i uporedivih kompanija
 - Eventualno metod neto imovine
 - U oceni ponude – investiciona vrednost
- **Restrukturiranje - kombinacija**

II

Izvori, prikupljanje i analiza podataka

Izvori, prikupljanje i analiza podataka

Vrste podataka za analizu

- **Podaci o makroekonomskom okruženju**
- **Podaci o delatnosti kojom se bavi preduzeće**
 - Na svetskom nivou
 - U regionu
 - U zemlji u kojoj posluje
- **Podaci o preduzeću**
- **Cilj: unakrsna analiza okruženja u kojem posluje preduzeće (geografski i po delatnosti), određivanje položaja preduzeća u okruženju i razvojnih mogućnosti**

Izvori, prikupljanje i analiza podataka

Makroekonomski podaci

- **Makroekonomska analiza utiče na sledeće varijable pri proceni:**
 - **kalkulacija diskontne stope**
 - **projekcije rasta buduće prodaje**
 - **procena rizika poslovanja**
 - **procena rizika zemlje**
- **Može se analizirati lokalna ekonomija, nacionalna, regionalna. Vrsta informacija i njihov obim zavise od prirode preduzeća i svrhe procene**
- **Na lokalno malo preduzeće više će uticati lokalni ekonomski trendovi , dok će na veliko nacionalno preduzeće više uticati nacionalna i regionalna kretanja**

Izvori, prikupljanje i analiza podataka

Podaci o industriji

- **Podaci o industrijskoj grani mogu pomoći pri proceni sledećih informacija koje su bitne za procenu**
 - **mogućnosti rasta po jedinici prodaje**
 - **procena izvora i novoa rizika u industriji (diskontna stopa)**
 - **očekivane profitne marže**
 - **konkurencija**
 - **projekcije menadžmenta**
 - **trendovi u potražnji, rastu i inflaciji**
 - **zakonodavstvo**
 - **tehnološki razvoj**
 - **ekološki problemi**

Izvori, prikupljanje i analiza podataka

- **Komparativne finansijske informacije**
 - **Bilans stanja u relativnom izrazu – bilans stanja sa svom aktivom, pasivom i akcijskim kapitalom koji je izražen kao procenat ukupnih sredstava, bazira se na proseku bilansa stanja za datu industriju**
 - **Bilans uspeha u relativnom izrazu – svaka stavka bilansa uspeha je izražena kao procenat od prodaje, zasnovan na proseku bilansa uspeha za datu industriju**
 - **Racio analiza – prosečni finansijski pokazatelji (likvidnost, leveridž, marže itd.) za preduzeća u industriji**
- **Ovi podaci predstavljaju osnovu finansijske analize preduzeća i njegovo poređenje sa industrijskom granom**

Izvori, prikupljanje i analiza podataka

Informacije o preduzeću

- **Neophodne informacije:**
 - istorijat kompanije
 - opis proizvoda i usluga
 - bilans stanja/bilans uspeha (3-5 godina)
 - bruto bilansi
 - informacije o imovini (zemljište i objekti)
 - informacije o zaposlenosti
 - informacije o menadžmentu
 - informacije o poslovanju (proizvodnja, kapaciteti itd.)
 - projekcije
- **Cilj: prikupiti informacije kroz razumevanje istorije preduzeća, trenutne i projektovane finansijske pozicije, proizvoda, tržišta, sposobnosti, slabosti, itd...**

Izvori, prikupljanje i analiza podataka

Analiza informacija

- **Razmatranje efekata makroekonomskog okruženja i situacije u industriji na finansisko stanje preduzeća i zarađivačku sposobnost preduzeća na dan procene**
- **Pitanja koja treba razmotriti:**
 - **Kakve su performanse kompanije u odnosu na industriju?**
 - **Da li su trenutni ekonomski uslovi povoljni ili nepovoljni za preduzeće?**
 - **Da li je industrije u ekspanziji, stagnaciji ili u padu?**

III

Finansijska analiza

Finansijska analiza - svrha i uloga

- **Sagledavanje finansijskog stanja preduzeća**
 - **Identifikacija slabih tačaka i njihova kategorizacija po oblastima**
 - **Analiza trendova**
 - **Osnova za određivanje rizika ulaganja u preduzeće**
- **Identifikacija elemenata za projekciju novčanih tokova**
 - **Rast**
 - **Troškovi i stope dobiti na različitim nivoima (margins)**
 - **Potrebe za obrtnim kapitalom i koeficijenti obrta**
 - **Investicije u osnovna sredstva**
 - **Optimalna struktura investiranog kapitala**
 - **Diskontna stopa**

Finansijska analiza – svrha i uloga

- **Ukratko, finansijska analiza utiče na mnoge faze procesa procene, uključujući i svaki od metoda procene**
- **Na taj način, finansijska analiza predstavlja verovatno najznačajniji deo procesa procene**
- **Nedostatak potrebnih informacija od kojih zavisi finansijska analiza značajno povećava nivo rizika investiranja u preduzeće**

Finansijska analiza - postupak

- 1. Izbor obračunskog sistema (bilansne šeme) i usklađivanje podataka**
- 2. Normalizacija finansijskih rezultata**
- 3. Izračunavanje pokazatelja: bilans stanja i bilans uspeha u relativnom izrazu, horizontalna i vertikalna finansijska struktura, pokazatelji likvidnosti, aktivnosti i profitabilnosti**
- 4. Poređenje sa referentnim preduzećima**
- 5. Analiza trendova i netipičnih pozicija**

Finansijska analiza - postupak

1. Izbor obračunskog sistema (bilansne šeme) i usklađivanje podataka

- **Dva vida usklađivanja: lokalni standardi sa međunarodnim (ili obrnuto) i lokalni iz ranijih perioda sa važećim**
- **Najčešća se usklađuju stalna sredstva i amortizacija, način obračuna prihoda, zalihe i potraživanja**
- **Obezbeđuje se bolja baza za poređenje ako se preduzeće poredi sa referentnim preduzećima iz drugih zemalja**
- **Investitori često zahtevaju ova usklađivanja da bi poboljšali kvalitet informacione osnove**

Finansijska analiza - postupak

2. Normalizacija finansijskih rezultata

- **Operativni tokovi "čiste" se od svih neoperativnih ili netržišnih elemenata**
- **Cilj - identifikacija rezultata "normalizovanog" poslovanja, tj. realnog nivoa operativne dobiti**
- **Najčešće korekcije:**
 - **Vanredni prihodi i rashodi**
 - **Prihodi i rashodi koji su rezultirali iz angažovanja viška sredstava ili neposlovnih sredstava**
 - **Prihodi i rashodi vezani za transakcije realizovane pod uslovima različitim od tržišnih (related parties, not on arm's length)**

Finansijska analiza - postupak

3. Izračunavanje pokazatelja -

Bilans stanja i uspeha u relativnom izrazu (common size)

- **Bilans stanja - učešće svake pozicije u ukupnoj aktivi**
- **Bilans uspeha - učešće svake pozicije u ukupnom prihodu**
- **Ovakvo prikazivanje finansijskih izveštaja omogućava**
 - **Analizu strukture bilansa stanja i bilansa uspeha**
 - **Analizu profitnih marži (tj. dobiti na različitim nivoima)**
 - **Analizu trendova**
 - **Lakše poređenje**
 - **Rezultata preduzeća u okviru perioda analize**
 - **Sa referentnim preduzećima**

Finansijska analiza - postupak

3. Izračunavanje pokazatelja - Racio analiza

- **Četiri osnovne grupe pokazatelja**
 - **Pokazatelji likvidnosti**
 - **Pokazatelji solventnosti (leverage ratios)**
 - **Pokazatelji aktivnosti (efficiency ratios)**
 - **Pokazatelji rentabilnosti**

- **DuPont analiza**

Finansijska analiza - postupak

- **Pokazatelji likvidnosti**

- **Opšti ratio likvidnosti (current ratio)**

- **Tekući ratio likvidnosti (quick ratio)**

- **Dugoročna finansijska ravnoteža i neto obrtni fond**

- **Dani vezivanja potraživanja od kupaca**

- **Dani vezivanja zaliha**

- **Dani vezivanja dobavljača**

- **Odnos neto obrtnog kapitala i poslovnog prihoda**

Finansijska analiza - postupak

- **Pokazatelji likvidnosti pružaju sledeće informacije**
 - **Sposobnost preduzeća da izmiruje tekuće obaveze**
 - **Kvalitet upravljanja zalihama i potraživanjima**
 - **Raspoloživost obrtnog kapitala**
 - **Osnova za projekciju obrtnih sredstava**

- **Kod tumačenja ove grupe pokazatelja treba obratiti pažnju**
 - **Ako je delatnost preduzeća sezonskog karaktera**
 - **Ako je datum analize različit od kraja godine**

Finansijska analiza - postupak

- **Pokazatelji solventnosti**
 - Pokrivenost finansijskih rashoda (interest coverage ratio)
 - Stepen dugoročne zaduženosti
 - Odnos duga i sopstvenog kapitala
 - Učešće sopstvenog kapitala u ukupnim sredstvima
- **Pokazatelji solventnosti pružaju sledeće informacije**
 - Sposobnost preduzeća da izmiruje svoje dugoročne obaveze
 - Nivo finansijskog rizika u preduzeću
 - Da li postoji mogućnost dodatnog zaduživanja (za investicije) ili je preduzeće prezaduženo
- **Treba obratiti pažnju kod preduzeća čija je delatnost sezonskog karaktera**

Finansijska analiza - postupak

- **Pokazatelji aktivnosti/efikasnosti**
 - **Koeficijent obrta ukupnih sredstava**
 - **Koeficijent obrta ukupnih obrtnih sredstava**
 - **Koeficijent obrta ukupnih stalnih sredstava**
 - **Poslovni prihod po zaposlenom**
 - **Ukupna sredstva po zaposlenom**

- **Ovi pokazatelji pružaju sledeće informacije**
 - **Efikasnost korišćenja sredstava**
 - **Efikasnost korišćenja obrtnih sredstava**
 - **Efikasnost zaposlenih**

Finansijska analiza - postupak

- **Pokazatelji rentabilnosti**

- **Stope dobiti (Gross margin, EBITDA, EBIT, EBT,)**

- **Odnos prihoda i sredstava (aktive)**

- **Odnos prihoda i stalnih sredstava**

- **Stopa prinosa na sopstvena sredstva (ROA)**

- **Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE)**

- **Ovi pokazatelji pružaju sledeće informacije**

- **Profitabilnost na različitim nivoima**

- **Stepen efikasnosti korišćenja sredstava**

- **Prinos koji sredstva ostvaruju**

- **Prinos koji vlasnici kapitala dobijaju**

Finansijska analiza - postupak

- **DuPont analiza**

- Metod ocenjivanja poluga/izvora finansijskih performansi preduzeća

- Bazira se na komponentama ROE

- **Komponente ROE - generatori finansijske moći preduzeća**

- Stopa neto dobiti (Neto dobit/Prihod)

- Prihod generisan sredstvima ili obrt ukupnih sredstava (Prihod/Ukupna sredstva)

- Stepen solventnosti ili finansijski leverage (Ukupna sredstva/Sopstveni kapital)

- **Du Pont formula:**

$$\text{ROE} = \text{Rentabilnost} \times \text{Obrt} \times \text{Leverage}$$

Finansijska analiza - postupak

4. Poređenje sa referentnim preduzećima

- **Pokazuje relativni položaj preduzeća u odnosu na finansijske performanse**
- **Veoma važan faktor kod određivanja rizika preduzeća**
- **Osnovu za poređenje čine BS i BU u relativnom izrazu i izračunati pokazatelji**
- **Više nivoa poređenja:**
 - **Sa pojedinačnim preduzećima (izabranim po različitim kriterijumima - delatnost, veličina...)**
 - **Sa prosekom grane**
 - **Sa prosekom privrede**
 - **Na različitim teritorijalnim nivoima...**

Finansijska analiza - postupak

5. Analiza trendova i netipičnih pozicija

- **Identifikacija promena pojedinih pozicija tokom perioda analize, pravaca tih promena, njihove stabilnosti i intenziteta**
- **Identifikacija netipičnih pozicija**
 - **U poređenju sa rezultatima preduzeća u ostalim godinama**
 - **U poređenju sa sličnim preduzećima ili industrijskim prosekom**
- **Bez obzira na namenu analize, netipične pozicije potrebno je detaljno istražiti - kada, kako i zašto su nastale**

Finansijska analiza - rezime

KLJUČNA PITANJA U FINANSIJSKOJ ANALIZI

- **Da li je preduzeće zadovoljavajuće likvidno? Ima li višak ili manjak neto obrtnih sredstava? Koliki je udeo potrebnog obrtnog kapitala u prihodima?**
- **Da li je preduzeće prezaduženo? Ili je sposobno za dodatno zaduživanje ukoliko se ukaže potreba?**
- **Da li je rentabilnost na svim nivoima zadovoljavajuća? Da li stope dobiti rastu, opadaju ili su stabilne?**
- **Da li postoje značajna neposlovna sredstva koja ne generišu prihod? Da li je deo prihoda generisan iz sporednih delatnosti?**

Finansijska analiza - rezime

KLJUČNA PITANJA U FINANSIJSKOJ ANALIZI

- **Kakav je ukupan trend u poslovanju - rastući, opadajući, stabilan?**
- **Kakve su finansijske performanse preduzeća u poređenju sa drugim preduzećima u grani, privredi, međunarodnom okruženju?**
- **Sudeći po finansijskoj analizi, da li je rizik ulaganja u preduzeće ispod, iznad ili prosečan?**

Finansijska analiza - rezime

KLJUČNA PITANJA U FINANSIJSKOJ ANALIZI

- Pitanje koje treba dodati uz svako od pomenutih:

ZAŠTO?

ANALIZA NIJE OPIS;

**ANALIZA JE DEKOMPONOVANJE,
UOČAVANJE KARAKTERISTIKA I
OBJAŠNJAVANJE UZROKA**

IV

***Procena vrednosti kapitala
troškovnim pristupom***

Troškovni pristup

Metodi

- Vrednost neto imovine
- Likvidaciona vrednost

A k t i v a	P a s i v a
Finansijska ulaganja Zalihe Nekretnine Oprema Nematerijalna ulaganja	Kratkoročne obaveze Dugoročne obaveze Ukupne obaveze Kapital (neto imovina)
Ukupna aktiva (sredstva, imovina)	Ukupna pasiva (izvori sredstava)

Metod neto imovine

- **Koristi se pod pretpostavkom nastavka rada preduzeća (going concern)**
 - kad vrednost preduzeća zavisi u najvećoj meri od fizičke imovine (kapitalno intenzivna preduzeća)
 - kad preduzeće nema jasnu "istoriju dobiti" (dobit raste i opada)
- **Definisanje premisa vrednosti:**
 - Vrednost u upotrebi
 - Vrednost u razmeni (pojedinačno ili kao deo mase)
 - Analiza najboljeg iskorišćenja (highest and best use analysis)
- **Izbor eksperta (procenjivača) opreme i objekata**

Metod neto imovine

POSTUPAK

- 1. Bilans stanja (revizija)**
- 2. Procenjivanje vrednosti finansijske aktive**
- 3. Procenjivanje vrednosti nekretnina i opreme**
- 4. Identifikacija i procena nematerijalnih ulaganja**
- 5. Svodjenje obaveza na tekuću vrednost (uključiti i obaveze koje možda nisu evidentirane)**
- 6. Izračunavanje vrednosti kapitala**
- 7. Bilans stanja na dan procene**

Metod neto imovine

1. BILANS STANJA (REVIZIJA)

- **Revizija koja se izvodi pre procene doprinosi kvalitetu rezultata procene. Procenjivač:**
 - **zahteva da se izvrši revizija (ili pregled) od strane nezavisnog revizora**
 - **sam obavlja reviziju (najčešće pregled)**
- **Ukoliko nije izvršena revizija pre procene, procenjivač je obavezan da to konstatuje u izveštaju o proceni**

Metod neto imovine

2. FINANSIJSKA AKTIVA

- **Potraživanja i ostala kratkoročna ulaganja**
 - specifikacije, popisi, ugovori
 - mogućnost naplate (otpisi, ispravke vrednosti)
 - starosna struktura (u zemlji, inostranstvu)
 - kurs
- **Plasmani (dugoročna finansijska ulaganja)**
 - popisi, specifikacije
 - kurs
 - procena preduzeća u koje je uloženo (plasirano)
- **Zalihe**
 - popis (inventar) proizvoda, robe, materijala, nedovršene proizvodnje
 - zastarelost zaliha
 - cene po kojima su bilansirane
- **AVR**
 - popis

Metod neto imovine

3. NEKRETNINE (real estate) I OPREMA

● Nekretnine (ekspert za procenu)

→ Zemljište

- Podaci o veličini, lokaciji i vlasništvu
- Tržišne cene
- Uvid u stanje

→ Gradjevine

- Popis svih objekata
- Opis / karakteristike
- Uvid u stanje objekta
- Procenjivanje vrednosti objekta
 - Reprodukciona vrednost
 - Prinosna vrednost
 - Tržišna vrednost

Metod neto imovine

- **Oprema (ekspert za procenu)**
 - **Popis opreme**
 - **Uvid u stanje opreme**
 - **Korišćenje kapaciteta**
 - **Procenat istrošenosti**
 - **Procenjivanje vrednosti opreme**
 - **Reprodukciona vrednost**
 - **Tržišna vrednost**
 - **Vrednost u upotrebi**
 - **Cene na sekundarnom tržištu**

Metod neto imovine

- **Tri moguća pristupa u proceni nekretnina i opreme**
 - **Troškovni pristup**
 - **Upoređivanje prodajnih cena**
 - **Kapitalizacija prinosa (ređe kod opreme)**
- **Kada nije moguće odrediti tržišnu vrednost, IVS nalažu upotrebu "surogata" – depresirani troškovi zamene (DRC – Depreciated Replacement Cost)**
- **Tri tipa depresijacije – smanjenja vrednosti (obsolescence)**
 - **Fizičko**
 - **Funkcionalno/tehnološko**
 - **Eksterno (ekonomsko)**
- **Obavezna analiza veka trajanja i najboljeg iskorišćenja**

Metod neto imovine

4. NEMATERIJALNA ULAGANJA

- Povećavaju vrednost materijalnih ulaganja**
- Postoje ako postoji povećani prinos na angažovana sredstva**
- Odvojiva su od materijalnih ulaganja**
- Mora postojati materijalni dokaz da postoje**
- Identifikacija**
 - Ugovori
 - Patenti, licence
 - Zaštitni znak
 - Obučeni kadrovi
 - Zaštićeno ime
 - Vrednost neograničenog trajanja
 - Računarski softver
 - Goodwill
 - Franšize
 - Liste kupaca
 - Prava u izdavaštvu
 - Tehničke biblioteke
 - Formule

Metod neto imovine

- ***GOODWILL***

- **Goodwill nastaje kada preduzeće ostvaruje dobit tako da vrednost "business"-a premašuje vrednost neto imovine**
- **Goodwill obuhvata natprosečnu dobit, vrednost nematerijalnih ulaganja i vrednost neograničenog trajanja firme**

- ***GOING CONCERN*** (neograničeno trajanje preduzeća)

- **Vrednost uspostavljenih sistema, procedura (doprinosi sposobnosti preduzeća da posluje)**

- **Goodwill postoji samo u profitabilnim, a vrednost going concern-a postoji i u neprofitabilnim preduzećima**

Metod neto imovine

5. OBAVEZE

- **Identifikacija**

- Dugoročne

- Kratkoročne

- Dugoročna rezervisanja

- Neregistrovane obaveze

- Potencijalne obaveze

- Nedostajuće obaveze

- (kada se razlikuje datum bilansa stanja i datum procene)

- PVR

Metod neto imovine

6. KAPITAL

- Razlika između procenjene vrednosti ukupne imovine (aktive) i procenjene vrednosti ukupnih obaveza

Procenjena vrednost aktive	2.601.600
Dugoročne obaveze	(384.000)
Kratkoročne obaveze	(876.800)
KAPITAL	<u>1.340.800</u>

Likvidaciona vrednost

- **Pretpostavka prestanka rada preduzeća**
- **Donji limit (najniža vrednost)**
- **Koristi se za:**
 - **Procenu vrednosti kapitala firmi pred likvidacijom**
 - **Procenu kapitala firme sa više delova (ili preduzeća) od kojih su neki profitabilni, a neki neprofitabilni (profitabilni delovi procenjuju se nekom od prinosnih metoda, a za neprofitabilne se procenjuje likvidaciona vrednost)**
- **Definisanje premisa vrednosti:**
 - **Vrednost u redovnoj likvidaciji**
 - **Vrednost u ubrzanoj likvidaciji**
- **Procenjivačima obavezno pomažu eksperti za procenu nekretnina i opreme**

Likvidaciona vrednost

POSTUPAK

- 1. Bilans stanja (revizija)**
- 2. Određivanje pristupa likvidaciji (redovna vs. ubrzana)**
- 3. Određivanje perioda likvidacije**
- 4. Utvrđivanje bruto likvidacione vrednosti svih bilansnih pozicija**
- 5. Umanjivanje bruto likvidacione vrednosti imovine za direktne i indirektne troškove likvidacije**
- 6. Dodavanje ili oduzimanje profita/gubitka nastalog tokom likvidacionog perioda**
- 7. Oduzimanje likvidacione vrednosti obaveza**
- 8. Dodavanje ili oduzimanje poreza**
- 9. Diskontovanje na sadašnju vrednost za period likvidacije**
- 10. Primena odgovarajućih premija i diskonta**
- 11. Bilans stanja na dan procene**

Likvidaciona vrednost

- **Procenjivač utvrđuje najbolji način za:**
 - likvidaciju preduzeća (redovnu ili ubrzanu)
 - postizanje maksimalne vrednosti likvidacionog ostatka
- **Faktori koji utiču na odluke procenjivača:**
 - primena zakonskih propisa / ograničenja
 - sposobnost preduzeća da likvidira sredstva redovnom likvidacijom
 - potencijalna likvidaciona vrednost nematerijalnih ulaganja
- **Poravnanje obaveza/potraživanja vansudskim ili sudskim postupkom**

✓

***Procena vrednosti kapitala
tržišnim pristupom***

Tržišni pristup

- **GLC (UPOREDIVE KOMPANIJE)** - metod zasnovan na cenama akcija uporedivih preduzeća (podaci sa tržišta kapitala)
- **TRANSAKCIJE** - metod je zasnovan na cenama kapitala koje su ostvarene prilikom prodaje uporedivih preduzeća
- **PRETHODNE TRANSAKCIJE** – metod zasnovan na prethodnim kupoprodajnim transakcijama vezanim za subjekt procene
- **GRANSKI MULTIPLIKATORI** - metod je zasnovan na posebnim formulama ili pravilima koja se koriste u određenim granama
- **Svi ovi metodi najprimenljiviji su kada se procenjuje vrednost multinacionalnih kompanija ili preduzeća koja posluju na svetskom tržištu**

Metod uporedivih kompanija

- **Metod se zasniva na tržišnoj ceni akcija uporedivih preduzeća čije se akcije kotiraju na berzi. Pretpostavlja se da će investitor moći da investira u ova preduzeća isto kao i u preduzeće čija se vrednost procenjuje.**
- **Neophodno prikupiti detaljne finansijske i poslovne podatke o uporedivim kompanijama**
- **Izvori podataka: Baza podataka Disclosure World Scope sadrži ažurne finansijske informacije za više od 15.000 preduzeća na 24 različita tržišta kapitala u svetu**

Metod uporedivih kompanija

POSTUPAK

- 1. Izbor šireg skupa uporedivih kompanija**
- 2. Prikupljanje detaljnih finansijskih informacija**
- 3. Prilagođavanje podataka, finansijska analiza, poređenje sa subjektom procene i selekcija konačnog skupa**
- 4. Izbor i izračunavanje multiplikatora**
- 5. Korekcija multiplikatora za različite izvore rizika**
- 6. Primena multiplikatora na finansijske podatke subjekta procene**
- 7. Finalne korekcije rezultata (diskonti i premije)**

Metod uporedivih kompanija

Izbor skupa uporedivih kompanija

- **Preduzeća treba da budu uporediva po proizvodnom programu, veličini, tržištu, profitabilnosti, rastu, itd.**
- **Treba da bude izabrano najmanje 6 - 8 preduzeća**
- **Kriterijumi:**
 - **Koliko je diverzifikovano poslovanje preduzeća čiju vrednost procenjujemo u odnosu na preduzeća sa kojima se poredi?**
 - **Koliko su slični proizvodi koje proizvodi ili prodaje preduzeće u odnosu na preduzeća sa kojima se poredi?**
 - **Da li su uslovi privredjivanja slični?**
 - **Na kom stepenu razvoja je preduzeće u odnosu na izabrana preduzeća sa kojima se poredi?**
 - **Da li preduzeća koja služe za poredjenje imaju sličnu veličinu sa preduzećem čija se vrednost procenjuje?**

Metod uporedivih kompanija

- **Finansijska analiza i poredjenje**
 - Korigovanje podataka radi uporedivosti
 - Racio analiza i poređenje sa subjektom procene
 - Od rezultata poređenja zavisi izbor multiplikatora
- **Izbor i izračunavanje multiplikatora:**
 - Kapital u odnosu na nivoe dobiti (od prihoda do neto dobiti)
 - Kapital u odnosu na novčani tok (bruto ili neto)
 - Kapital u odnosu na knjigovodstvenu vrednost
 - Kapital: sopstveni vs. investirani
 - Kapital (cena akcije) uvek na dan procene

Metod uporedivih kompanija

- **Primena multiplikatora**

- **Multiplikator se koriguje za razlike u izvorima i nivoima rizika između uporedivih kompanija i subjekta procene**
- **Korigovani multiplikator primenjuje se na odgovarajuće finansijske podatke subjekta procene**
- **Voditi računa o “babama i žabama”**

- **Rezultat: Vrednost preduzeća (kada bi se akcije prodavale/ kupovale na berzi)**

- **Vrednost se odnosi na manjinski kapital u preduzeću koji se kotira na berzi – potrebno primeniti kontrolnu premiju**

- **Diskont za neutrživost akcija**

- **Završne korekcije: vrednost neoperativnih sredstava**

Metod uporedivih kompanija

Metod cena akcija uporedivih kompanija

000 din

MLEKARA, Srbija	MVIC/EBITDA
Dobit za poslednjih 12 meseci	297,628
Izabrani multiplikator	8.05
Korekcije:	
Rizik zemlje ulaganja	6.02
Veličina preduzeća	5.30
Specifični rizik preduzeća	4.29
Preliminarna vrednost investiranog kapitala	1,276,934
Minus: Kamatonosne obaveze	110,665
Preliminarna vrednost sopstvenog kapitala I	1,166,269
Plus: Kontrolna premija	25% 291,567
Plus: Suficit TOS	
Plus: FMV neposlovnih sredstava	
Preliminarna vrednost sopstvenog kapitala II	1,457,837
Minus: Diskont za neutrživost akcija	25% 364,459
Procenjena vrednost sopstvenog kapitala	1,093,378

Metod transakcija

- **Osnova metoda: cena postignuta u transakciji između uporedivih kompanija**
- **Izvori podataka: Mergerstat Review, Acquisitions Monthly**
- **Metodologija, postupak i primena potpuno analogni metodu uporedivih kompanija**
- **Osnovna razlika: kao rezultat se dobija vrednost većinskog kapitala, te nije potrebno primenjivati kontrolnu premiju**
- **Diskont za neutrživost akcija i dalje primenljiv**

Metod transakcija

Metod uporedivih transakcija

000 din

MLEKARA, Srbija	MVIC/EBITDA
Dobit za poslednjih 12 meseci	297,628
Izabrani multiplikator	11.88
Korekcije:	
Rizik zemlje ulaganja	8.88
Veličina preduzeća	7.82
Specifični rizik preduzeća	6.33
Preliminarna vrednost investiranog kapitala	1,883,403
Minus: Kamatonosne obaveze	110,665
Preliminarna vrednost sopstvenog kapitala I	1,772,738
Plus: Kontrolna premija	
Plus: Suficit TOS	-
Plus: FMV neposlovnih sredstava	-
Preliminarna vrednost sopstvenog kapitala II	1,772,738
Minus: Diskont za neutrživost akcija	25% 443,184
Procenjena vrednost sopstvenog kapitala	1,329,553

VI

***Procena vrednosti kapitala
prinosnim pristupom***

Prinosni pristup

TEORIJSKI OKVIR

- **Pretpostavka: vrednost ulaganja zavisi od budućih koristi (novčani tok)**
- **Novčani tok se diskontuje ili kapitalizuje radi dobijanja sadašnje vrednosti. Diskontna stopa odgovara stopi prinosa koju zahteva investitor.**
- **Stopa prinosa zasnovana je na analizi rizika vezanog za ostvarenje očekivanog budućeg novčanog toka**

Prinosni pristup

METODI

- **Kapitalizacija izabranog nivoa dobiti**

- **Pretpostavka: novčani tok (ili drugi nivo prinosa) stabilizovan i normalizovan**
- **Moguće odrediti dugoročnu održivu stopu rasta**
- **Stopa kapitalizacije reprezentuje rizike**

- **Diskontovani novčani tok**

- **Pretpostavka: potrebna detaljna projekcija za višegodišnji period pre stabilizacije i normalizacije novčanog toka**
- **Posle tog perioda moguće odrediti dugoročnu održivu stopu rasta**
- **Diskontna stopa reprezentuje rizike**

Metod diskontovanog novčanog toka

- Komponente modela diskontovanog novčanog toka



Metod diskontovanog novčanog toka

POSTUPAK

- 1. Izbor definicije novčanog toka**
- 2. Analiza i projekcija prihoda**
- 3. Analiza i projekcija operativnih troškova**
- 4. Finansijske i ostale obaveze**
- 5. Investicije u osnovna sredstva**
- 6. Investicije u trajna obrtna sredstva**
- 7. Odredjivanje i prilagodjavanje diskontne stope**
- 8. Rezidualna vrednost**
- 9. Izračunavanje sadašnje vrednosti**
- 10. Finalne korekcije**
- 11. Logička kontrola**

Metod diskontovanog novčanog toka

1. IZBOR DEFINICIJE NOVČANOG TOKA

- **Različite definicije u skladu sa namenom**
 - **Sopstveni vs. investirani kapital (equity/net-of-debt vs. invested capital/debt-free)**
 - **Tok pre i posle oporezivanja**
 - **Nominalni vs. realni novčani tok**
- **Izabrana definicija određuje ostale parametre**
 - **Komponente novčanog toka**
 - **Diskontnu stopu**
 - **Transformaciju i tumačenje dobijenog rezultata**

Metod diskontovanog novčanog toka

$$\begin{aligned} & \text{NETO DOBIT} \\ & + \\ & \text{NEGOTOVINSKE POZICIJE BILANSA USPEHA (AMORTIZACIJA)} \\ \hline & = \\ & \text{BRUTO NOVČANI TOK} \\ & + \\ & \text{POVEĆANJE DUGOROČNIH KREDITA} \\ & - \\ & \text{(NETO) INVESTICIJE U OBRтна SREDSTVA} \\ & - \\ & \text{INVESTICIJE U OSNOVNA SREDSTVA} \\ & - \\ & \text{OTPLATE DUGOROČNIH KREDITA} \\ \hline & = \\ & \text{NETO NOVČANI TOK GENERISAN SOPSTVENIM KAPITALOM} \end{aligned}$$

Metod diskontovanog novčanog toka

- Opštiji oblik

$$\begin{array}{c} \text{NETO DOBIT} \\ + \\ \text{NEGOTOVINSKE POZICIJE BILANSA USPEHA (AMORTIZACIJA)} \\ \hline = \\ \text{BRUTO NOVČANI TOK} \\ + \\ \text{POVEĆANJE PASIVE / SMANJENJE AKTIVE} \\ - \\ \text{POVEĆANJE AKTIVE / SMANJENJE PASIVE} \\ \hline = \\ \text{NETO NOVČANI TOK GENERISAN SOPSTVENIM KAPITALOM} \end{array}$$

Metod diskontovanog novčanog toka

SOPSTVENI VS. INVESTIRANI KAPITAL

- Investirani kapital - ukupni dugoročni kapital - sopstveni i pozajmljeni (equity + interest bearing /long term/ debt)
- Definicija

NETO DOBIT PRE KAMATA POSLE POREZA (EBIAT)

+

NEGOTOVINSKE POZICIJE BILANSA USPEHA (AMORTIZACIJA)

=

BRUTO NOVČANI TOK (IC)

-

(NETO) INVESTICIJE U OBRITNA SREDSTVA

-

INVESTICIJE U OSNOVNA SREDSTVA

=

NETO NOVČANI TOK GENERISAN INVESTIRANIM KAPITALOM

ŠTA JE ZAPRAVO NOVČANI TOK ?

GOTOVINA

**KOJA OSTAJE NA RASPOLAGANJU
VLASNICIMA KAPITALA**

Metod diskontovanog novčanog toka

2. ANALIZA I PROJEKCIJA PRIHODA

- **Prihod = Količina x cena :))))))))))**
- **Može se projektovati i preko ukupne stope rasta**
- **Napraviti razliku između domaće prodaje i izvoza (kurs !!!)**
- **Voditi računa o raspoloživim kapacitetima**
- **Uključiti efekte investiranja**
- **Voditi računa o rezultatima prethodne analize**
 - **Ostvareni rast i trendovi**
 - **Očekivana kretanja u ukupnoj privredi**
 - **Očekivana kretanja u grani (domaće i svetsko tržište)**
 - **Tražnja**
 - **Očekivano kretanje realnih cena**
 - **Proizvodni asortiman**

Metod diskontovanog novčanog toka

3. ANALIZA I PROJEKCIJA OPERATIVNIH TROŠKOVA

- **Razdvojiti troškove na varijabilne, fiksne i relativno fiksne**
- **Najbolje je projektovati svaki trošak (grupu) ponaosob**
- **Varijabilni troškovi - prema normativima i cenama inputa ili prema učešću u ukupnom prihodu**
- **Isto važi za varijabilnu komponentu relativno fiksnih troškova**
- **Razdvojiti uvoznju komponentu (kurs !!!)**
- **Amortizacija - ukoliko je moguće, realne nabavne vrednosti i realne amortizacione stope; uvećati za nove investicije - dinamički plan amortizacije**

Metod diskontovanog novčanog toka

- **Kontrola - provera projektovanih marži sa ostvarenim ili komparativnim preduzećima**
- **Alternativno - moguće je direktno projektovati EBIT ili EBITDA preko unapred određene marže; ovakav metod nije uvek odgovarajući**
 - **U svakom slučaju, MORA postojati projekcija amortizacije**
 - **Često su potrebne i detaljne projekcije drugih troškova**
 - **Bruto i neto plate, uvozna komponenta sirovina i repromaterijala**
 - **Troškovi sirovina i materijala ako se radi detaljan obračun obrtnih sredstava**
 - **.....**

Metod diskontovanog novčanog toka

4. FINANSIJSKE I OSTALE OBAVEZE

- **Kratkoročni krediti**

- Kamata po poznatoj ili pretpostavljenoj stopi

- Najčešće samo u prvoj godini

- **Ostale kratkoročne obaveze**

- Određuje se normalizovani nivo, a "višak" najčešće isplaćuje u prvoj godini

- Moguće ih je obuhvatiti obračunom trajnih obrtnih sredstava

- **Dugoročni krediti**

- Poznati ili pretpostavljeni uslovi kredita

- Plan otplate postojećih i novih kredita

Metod diskontovanog novčanog toka

5. INVESTICIJE U OSNOVNA SREDSTVA

- **Nove investicije**

- **Određuju se u skladu sa tehnološkim potrebama**
- **Ukoliko su finansirane kreditom, voditi računa o konzistentnosti dinamike**
- **Uvećavaju amortizaciju; stope zavise od tehničke strukture**

- **Zamenske investicije**

- **Ukoliko nema određenijih podataka, uzima se procenat od amortizacije**
- **Ne uvećavaju amortizaciju**

Metod diskontovanog novčanog toka

6. INVESTICIJE U TRAJNA OBRTNA SREDSTVA

- **Jednostavniji način obračuna: kao procenat ukupnog prihoda**
 - Posmatra se ukupan neto obrtni kapital
 - Adekvatan ako je obrt stabilan i normalizovan
 - Potrebne investicije - procenat od porasta prihoda
- **Bolji način: projekcija svake pojedinačne stavke i poređenje sa zatečenim nivoom**
 - Zalihe: koeficijenti obrta zavise od delatnosti
 - Potraživanja i dobavljači: prema zakonskim propisima ili konkretnim ugovorima
 - Gotovina: 1-5 dana vezivanja
 - Ukoliko nisu posebno iskazane, uključuju se ostale kratkoročne obaveze (prometne stavke plate, porezi i amortizacija)

Metod diskontovanog novčanog toka

7. DISKONTNA STOPA

- **Definicija: stopa prinosa (povraćaja) koja se koristi za konverziju u sadašnju vrednost novčane sume koja će biti primljena ili plaćena u budućnosti**
- **Odražava stepen rizika konkretnog ulaganja**
- **U metodu DNT, može se interpretirati kao rizik (verovatnoća) ostvarenja projekcija**
- **Zavisi od definicije novčanog toka**
- **Više metoda određivanja, najčešće se koriste**
 - **CAPM (Capital Asset Pricing Model)**
 - **Metod zidanja (Build-up Approach)**

Metod diskontovanog novčanog toka

● Capital Asset Pricing Model

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C$$

R = očekivana stopa povraćaja

R_f = stopa bez rizika

β = beta koeficijent

R_m = stopa povraćaja na tržištu

R_m-R_f = tržišna premija rizika

S₁ = korekcija za veličinu preduzeća

S₂ = specifični rizik preduzeća

C = rizik zemlje ulaganja

Metod diskontovanog novčanog toka

● **Metod zidanja**

$$R = R_f + (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C$$

R = očekivana stopa povraćaja

R_f = stopa bez rizika

R_m = stopa povraćaja na tržištu

R_m-R_f = tržišna premija rizika

S₁ = korekcija za veličinu preduzeća

S₂ = specifični rizik preduzeća

C = rizik zemlje ulaganja

Metod diskontovanog novčanog toka

- **Diskontna stopa R odražava cenu sopstvenog kapitala**
- **Za novčani tok pre servisiranja dugova potrebno je uključiti cenu pozajmljenih izvora - koristi se prosečna ponderisana cena kapitala (WACC - Weighted Average Cost of Capital)**

$$\text{WACC} = R_E \times E/(E+D) + (1-t) \times R_D \times D/(E+D)$$

R_E = cena sopstvenog kapitala

$E/(E+D)$ = učešće sopstvenog u investiranom kapitalu

t = poreska stopa

R_D = cena duga

$D/(E+D)$ = učešće duga u investiranom kapitalu

- **Struktura kapitala - ostvarena ili ciljna**

Metod diskontovanog novčanog toka

- **Diskontni faktori - izbor zavisi od dinamike ostvarivanja novčanog toka**
- **Diskontni faktor na kraju perioda**

$$d_t = \frac{1}{(1 + R)^t}$$

- **Diskontni faktor na sredini perioda**

$$d_t = \frac{1}{(1 + R)^{t-0,5}}$$

Metod diskontovanog novčanog toka

8. REZIDUALNA VREDNOST

- **Poslovanje preduzeća ne prestaje u poslednjoj godini projekcije - going-concern pretpostavka podrazumeva neograničeno buduće trajanje**
- **Gordonov model - kapitalizacija novčanog toka u rezidualnom periodu**
- **Novčani tok u rezidualu:**
 - novčani tok u poslednjoj godini x dugoročna stopa rasta**
- **Pretpostavka: stabilizovan i normalizovan NNT u poslednjoj godini**
- **Stopa kapitalizacije:**
 - diskontna stopa - dugoročna stopa rasta**
- **Diskontni faktor isti kao za poslednju godinu projekcije**

Metod diskontovanog novčanog toka

9. IZRAČUNAVANJE SADAŠNJE VREDNOSTI

- **Vrednost kapitala = suma sadašnjih vrednosti novčanog toka + sadašnja vrednost reziduala**

Stopa rasta u rezidualu Diskontna stopa	2.50% 14.58%						u 000 n.j.
	I	II	III	IV	V	Rezidual	
NETO NOVČANI TOK	272,497	255,824	289,236	313,560	128,402	131,612	
Diskontni faktor	0.934	0.815	0.712	0.621	0.542	0.542	
Sadašnja vrednost neto priliva	254,572	208,588	205,826	194,745	69,601	71,341	
Suma neto priliva	933,332						
Sadašnja vrednost reziduala	590,669	Rezidualna vrednost =				1,089,682	
Vrednost (investiranog) kapitala	1,524,001						

Metod diskontovanog novčanog toka

10. FINALNE KOREKCIJE

- **Ukoliko je definicija novčanog toka pre servisiranja dugova, potrebno je oduzeti dugoročne obaveze**
- **U oba slučaja moguće je izvršiti finalnu korekciju za neposlovna sredstva, neangažovana poslovna sredstva, višak/manjak obrtnih sredstava...**
- **Diskonti i premije....**

Metod diskontovanog novčanog toka

11. LOGIČKA KONTROLA

- **Usklađenost projekcija sa postojećim kapacitetom**
- **Projekcija cena - inflaciona očekivanja - državna regulativa**
- **Poređenje projektovane i ostvarene dobiti**
- **Poređenje projektovane dobiti sa uporedivim preduzećima**
- **Poređenje prethodnih projekcija i aktuelnih rezultata, kao i tekućih projekcija**

VII

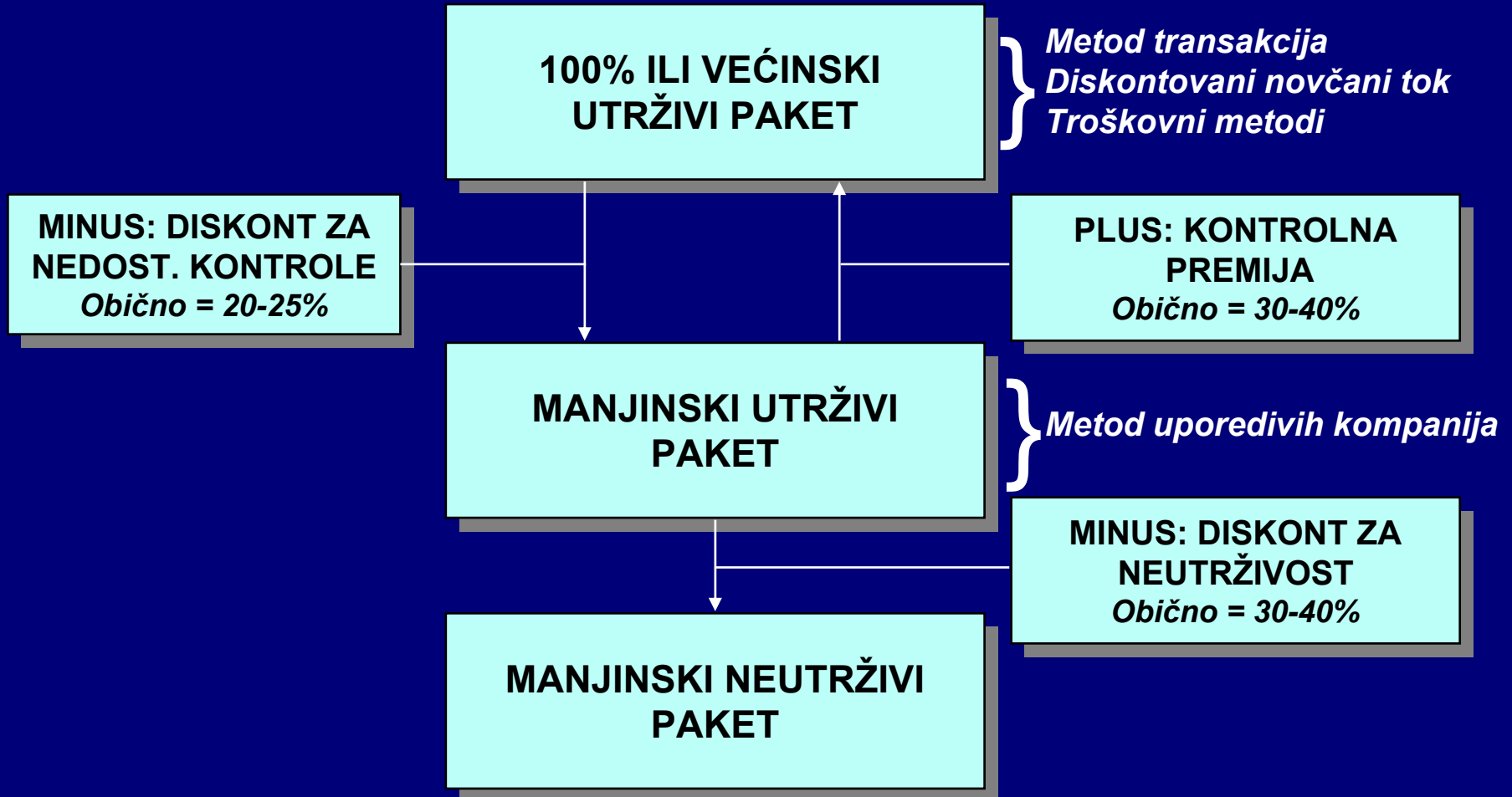
Diskonti i premije

Diskonti i premije

DISKONTI I PREMIJE

- **Povećanja/smanjenja vrednosti u zavisnosti od predmeta procene (vlasničkog interesa), primenjenog metoda i polaznih pretpostavki i podataka**
- **Diskonti/premije po različitim osnovama**
 - **Stepen kontrole**
 - **Utrživost akcija**
 - **Veličina paketa**
 - **Glasačka prava**
 - **Ključna osoba**

Diskonti i premije



VIII

Zaključak o vrednosti

Zaključak o vrednosti

DONOŠENJE ZAKLJUČKA O VREDNOSTI

- **Različiti rezultati po različitim metodima**
- **Moguće kombinacije**
 - **Prihvatanje jednog metoda**
 - **Kvantitativna ponderacija**
 - **Kvalitativna (subjektivna) ponderacija**
- **Faktori od značaja za izbor pondera**
 - **Priroda poslovanja i angažovana sredstva**
 - **Svrha procene i definicija vrednosti**
 - **Premise vrednosti**
 - **Obim i kvalitet korišćenih podataka**
- **U svakom slučaju potrebna argumentacija**
- **Sastavlja se bilans stanja posle procene**

Zaključak o vrednosti

TROŠKOVNI PRISTUP

● PREDNOSTI

- Bazira se na postojećim sredstvima, manje je spekulativan
- Jednostavan je za objašnjenje
- Prilagodjen je za različite vrste preduzeća

● NEDOSTACI

- Česte su greške u vrednovanju goodwill-a i nematerijalnih sredstava
- Statičan je u suštini, ne uzimaju se u obzir budući rezultati preduzeća
- Ne uzima se u obzir postojeći nivo dobiti, stope rentabilnosti itd.

Zaključak o vrednosti

TRŽIŠNI PRISTUP

● **PREDNOSTI**

- Metod koji se prevashodno bazira na tržišnim podacima
- Odražava tekuće aktivnosti kupaca i prodavaca

● **NEDOSTACI**

- Teškoće u obezbeđivanju podataka za uporediva preduzeća
- Potrebna su značajna prilagođavanja
- Bazira se na podacima iz prošlosti, ne uzima u obzir projekcije

Zaključak o vrednosti

PRINOSNI PRISTUP

● PREDNOSTI

- Metod koji uključuje projekciju očekivanog prihoda, troškova, investiranja, itd.
- Uključuje aspekt tržišnih podataka u postupku proračuna stope povraćaja
- Obezbeđuje meru ekonomske zastarelosti

● NEDOSTACI

- Veoma je teško predvideti razvoj
- U suštini je spekulativan
- Projekcije menadžmenta su najčešće previše optimističke

Zaključak o vrednosti

- **Ako je vrednost dobijena tržišnim i prinosnim pristupom značajno manja od neto imovine, onda je to indikator ekonomske zastarelosti. Da li će se u konačnoj oceni vrednosti razmatrati metod neto imovine?**
- **Investitor je spreman da ulaže samo u ona preduzeća, koja će mu obezbediti adekvatnu stopu povraćaja**
- **Ako je vrednost dobijena tržišnim i prinosnim pristupom veća od neto imovine, onda je to indikator postojanja goodwill-a i nematerijalne vrednosti u poslovanju. Da li u tom slučaju treba razmatrati i odgovarajuću vrednost dobijenu metodom neto imovine?**
- **U zaključku treba koristiti zdrav razum. Finalna ocena treba da bude zasnovana kako na svim raspoloživim rezultatima i informacijama, tako i na logičkom zaključivanju**

IX

Izveštaj

o proceni vrednosti kapitala

Izveštaj o proceni

SADRŽAJ IZVEŠTAJA O PROCENI VREDNOSTI KAPITALA

- **Pismo**
- **Definisanje angažmana**
- **Podaci o preduzeću**
- **Makroekonomska analiza**
- **Granska analiza**
- **Finansijska analiza**
- **Primenjena metodologija**
- **Procena vrednosti (primena izabranih metoda)**
- **Zaključak o procenjenoj vrednosti**
- **Izjave i kvalifikacije procenjivača**
- **Izjava menadžmenta o verodostojnosti podataka (Representation letter)**
- **Prilozi**