



STUDIJE MENADŽMENTA

Primijenjene master studije EVALUACIJA PREDUZEĆA





Fond časova: 24 časa

Predavači:

prof. dr Milan Lakićević

Gostujući predavači:

prof. dr Milorad Ivanišević

Prof. dr Mirko Andrić



Evaluacija preduzeća

Lažni i prevarni izvještaj procjenjivača

Član 91 Zakona o privrednim društvima

Svako lice koje pripremi i potpiše lažni izvještaj procjenjivača ili neodgovarajući utiče na pripremanje izvještaja procjenjivača kazniće se za krivično djelo novčano kaznom do 15.000 € ili kaznom zatvora do tri godine.



Literatura:

Obavezna

1. Jovan Rodić, Milovan Filipović: Procjena vrijednosti preduzeća, ASIMEX DOO, Beograd, 2010. godina.
2. Dragan Mikerević: Principi i praksa procjene vrijednosti preduzeća, Finrar, Banja Luka 2009. godina
3. Radiša Radovanović: Evaluacija preduzeća, Ekonomski fakultet Beograd, 1997. godina.
4. Međunarodni standardi vrednovanja, Savez računovođa i revizora Republike Srpske, 2009. godine



Dopunska

- **Vladimir Kopun, Josip Slade: Metode procjene vrijednosti i ocjene boniteta preduzeća, Kopun, Zagreb, 1991. godina.**
- **Vera Leko, Aleksandar Vlahović, Vladimir Poznanić: Procjena vrijednosti kapitala, metodologija i primjeri, Ekonomski institut Beograd, 1997. godina.**
- **Vladimir Lasić i koautori: Osnove procjene ekonomske vrijednosti, Hrvatska zajednica računovođa, Zagreb 2010. godina.**
- **Franc Koletnik: Koliko vrijedi preduzeće, Savez računovodstvenih i finansijskih radnika Hrvatske, Zagreb 1991. godina**
- **Vladimir Poznanić, Janko Cvijanović: Metode vrednovanja preduzeća, Ekonomski institut, beograd, 2011. godina**
- **Spasoje Tuševljak: Procjena vrijednosti preduzeća u krizi, Savremena administracija, Beograd, 1996. godina**
- **Nenad Vunjak: Finansijski menadžment, Ekonomski fakultet Subotica, 2002. godina.**
- **Dolly Predovic: Vrednovanje marke, Mate, Zagreb, 2007. godina.**



Preduzeće i funkcije preduzeća

Preduzeće je privredno - pravni entitet koji raspolaže resursima za obavljanje date privredne djelatnosti sa ciljem da u dugom roku maksimira dobitak.

“ Preduzeće je prije svega organizacije” (K. Vasiljević).

Preduzeće je poslovni sistem u čijoj osnovi je težnja za kontinuitetom funkcionisanja (going concern).



Preduzeće i funkcije preduzeća

Funkcionisanje preduzeća je usmjereno ka ostvarivanju ciljeva, koji su prije svega ekonomski:

❖ Kvalitet ostvarenja ciljeva preduzeća zavisi od ograničenja

Bazična karakteristika preduzeća kao poslovnog sistema treba da bude:

UPRAVLJIVOST
KONTROLA



Preduzeće i funkcije preduzeća

“Cilj preduzeća je određena želja čija nam je slika unaprijed poznata i čijem ostvarenju težimo” (K. Vasiljević).

Cilj se mora operacionalizovati.

Operacionalizacija se postiže formiranjem organizacije.

Organizacijom poslovne aktivnosti cilj gubi oznaku želje i pretvara se u zadatak.

Poslovni cilj je postojan u vremenu.

Poslovni zadaci se vremenom mijenjaju i prilagođavaju realnim mogućnostima i okolnostima.



Preduzeće i funkcije preduzeća

Cilj preduzeća definisan je njegovom poslovnom politikom – naukom o vještini upravljanja.

Posmatrano sa nivoa menadžmenta moglo bi se reći da je globalni cilj preduzeća stvaranje profita uz zahtjev da se osigura opstanak, rast i razvoj preduzeća.

Menadžerske teorije firme:

Cilj preduzeća se iskazuje maksimiranjem prodaje, maksimiranjem rasta i maksimiranjem menadžerske korisnosti.

Piter Draker smatra “**da je jedini i osnovni cilj preduzeća stvaranje tržišta.**” (Profit je samo rezultat ostvarenja cilja)



Preduzeće i funkcije preduzeća

Teorija entiteta – cilj preduzeća:

Maksimiranje rentabilnosti poslovnih ulaganja

J. Wan Horne: Osnovni cilj akcionarskog društva je **stvaranje vrijednosti svojim akcionarima**.

Vrijednost akcija zavisiće od:

- ☐ Odluke o investiranju
- ☐ Odluke o finansiranju
- ☐ Odluke o dividendi



Preduzeće i funkcije preduzeća

**Korporacije moraju da se ponašaju na ekološki
održiv i društveno koristan način**



Evaluacija preduzeća

Mart 2005. istraživanje pod nazivom Procjena milenijumskog ekosistema.

Dvije trećine ekosistema od kojih zavisi ljudsko društvo degradirano je ili se pretjerano koristi.

Dovedena je u pitanje sposobnost ekosistema da održi buduće generacije na zemlji.

Ove promjene duboko će uticati na biznis u budućnosti.



Evaluacija preduzeća

- ☐ **Inteziviraće se rizici i cijene obavljanja biznisa (osnovne usluge ključnih resursa ekosistema kao što su voda i regulacija klime)**
- ☐ **Pojačaće se kontrolni nadzor**
- ☐ **Promijeniće se prioriteti potrošača i investitora**
- ☐ **Biće ugrožena raspoloživost kapitala i osiguranja**



Evaluacija preduzeća

Korporacije moraju preuzeti vodeću ulogu u stvaranju održivog razvoja društva

“Ili će korporacije poslovati imajući u vidu održivi razvoj i društvenu odgovornost, ili će kvalitet života na zemlji i krajnji rezultat korporacija – neizbježno biti gori”

Čarls Holidej: “ Nema uspjeha u biznisu u 21 vijeku ukoliko društva propadnu i globalni ekosistemi nastave da se pogoršavaju.”



Evaluacija preduzeća

Korporativna odgovornost u suštini znači :

- ☐ **Da korporacija mora da se ponaša na ekonomski održiv način.**
- ☐ **Da sprečava ekološku degradaciju**
- ☐ **Da stvara korisne i zdrave proizvode**
- ☐ **Da se prema radnicima i zajednici ponaša korektno**
- ☐ **Da svoj ogroman uticaj koristi za poboljšanje dobrobiti društva, a ne samo zarad svojeg krajnjeg cilja.**



Evaluacija preduzeća

- 1. Smanjenje troškova smanjenje proizvodnje otpada.**
- 2. Privlačenje i zadržavanje kvalifikovane radne snage.**
- 3. Koristi na tržištu kroz povećanje zadovoljstva potrošača.**
- 4. Mogućnost smanjenja tri vrste rizika**
 - Da se nađu na udaru novih propisa
 - Da ih investitori primoraju da mijenjaju politiku
 - Da na njih utiče povećanje troškova poslovanja
- 5. Bilo odgovorna kompanija znači obezbijediti pristup na nova tržišta.**



“Vrijednost kao i ljepota nalaze se u svijesti posmatrača” Shanon P. Pratt

Evaluacija preduzeća je postupak utvrđivanja vrijednosti kapitala ili imovine preduzeća.

Evaluaciju preduzeća moguće je izvesti:

- 1. Na bazi knjigovodstvenih podataka**
- 2. Na tržištu pod kroz mehanizam djelovanja ponude i tražnje**
- 3. Na osnovu procjene od strane nezavisnog ovlašćenog procjenjivača.**



Utvrđivanje vrijednosti preduzeća ima svoje:

- 1. Postulate ili pretpostavke**
- 2. Aspekte ili komponente**
- 3. Pristupe ili koncepte**
- 4. Metode ili postupke**



Postulati ili pretpostavke odnose se na **uslove** koji moraju biti zadovoljeni da bi procjena bila **validna i objektivna**.

Postulati procjene su:

- **Integritet i nezavisnost procjenjivača**
- **Korišćenje standardnih naučno utemeljenih metoda i tehnika procjenjivanja**
- **Poštovanje MSFI, MRS, MRS, MSV, Kodeksa profesionalnih računovođa, preporuka za procjenjivanje te pozitivnih zakonskih propisa nacionalnog zakonodavstva**
- **Slobodan i neograničen pristup svim informacijama o imovini i poslovanju preuzeća koje je objekat procjene.**



Aspekti ili komponente znače **potrebu respektovanja svih relevantnih informacija i faktora koji utiču na poslovanje preduzeća** pri procjenjivanju njegove vrijednosti.

Procjenjivanje kapitala ili imovine mora respektovati i:

1. Marketinšku ili tržišnu poziciju preduzeća
2. Istraživačko - razvojnu aktivnost preduzeća
3. Tehničko - tehnološke karakteristike preduzeća
4. Finansijsko - računovodstveni bonitet preduzeća
5. Vlasničku ili svojinsku strukturu preduzeća



Pristupi ili koncepti vrednovanja su u funkciji shvatanja ili razumijevanja suštine preduzeća koje se procjenjuje.

Postoje tri pristupa za procjenu vrijednosti preduzeća:

- 1.Tržišni pristup
- 2.Troškovni pristup
- 3.Prinosni pristup



Procjena vrijednosti preduzeća na bazi tržišnog pristupa uvažava obavljene transakcije u vezi poslovanja preduzeća koje se procjenjuje. (kupoprodaja sličnih preduzeća ili imovine, različiti pokazatelji i sl.,.)

Metode:

- **Primjena multiplikatora**
- **Analiza transakcija**



Troškovna metoda se zasniva na utvrđivanju troškovne ili tržišne vrijednosti materijalnih dobara kojima preduzeće raspolaže.

Vrijednost imovine se utvrđuje:

- **Po principu stvarnog troška**
- **Po principu troškova zamjene ili tekućoj tržišnoj cijeni**
- **Po principu likvidacionih cijena.**



Prinosni pristup polazi od:

- **Ostvarenog rezultata**
- **Planiranog rezultata**

Rezultat može biti:

- **Dobitak**
- **Neto novčani tok**



U teoriji i praksi postoje različita shvatanja vrijednosti koja se u datim uslovima primjenjuju pri procjeni vrijednosti preduzeća. S tim u vezi moguće je definisati sljedeće koncepte vrijednosti:

- prava tržišna vrijednost,
- prava čista vrijednost,
- investiciona vrijednost,
- unutrašnja fundamentalna vrijednost,
- vrijednost uspješnosti preduzeća,
- likvidaciona vrijednost, i
- knjigovodstvena vrijednost.



Evaluacija preduzeća

Definicija **prave tržišne vrijednosti** je skoro univerzalno prihvaćena kao **gotovina ili ekvivalent gotovine, odnosno gotovinska vrijednost po kojoj imovina prelazi iz vlasništva prodavca u vlasništvo kupca** na određenoj osnovi, tj. uz odgovarajuću obaviještenost obojice o bitnim činjenicama i bez ikakve prinude na ma kojeg od njih da proda ili da kupi.



Evaluacija preduzeća

Koncept **prave tržišne vrijednosti** podrazumijeva:

- prvo, **pod tržištem se ovde podrazumijevaju svi potencijalni kupci i prodavci**, a ne konkretni kupac i prodavac, što znači da je riječ o hipotetičnim kupcima i prodavcima. Iz toga slijedi, da data cijena ne bi mogla da bude sinonim za pravu tržišnu vrijednost ako bi bila pod uticajem motivacija (interesa), koje nisu svojstvene svakom kupcu i svakom prodavcu;
- drugo, **koncept prave tržišne vrijednosti polazi od preovlađujućih ekonomskih i tržišnih uslova na dan procjene**;
- treće, koncept prave tržišne vrijednosti znači **cijenu u gotovini ili ekvivalenta gotovine po kojoj će se transakcija izvršiti po uslovima koji su vladali u vrijeme procjene**; dakle, isključuje se negotovinsko plaćanje (npr. terminskim hartijama od vrijednosti);
- četvrto, koncept prave tržišne vrijednosti podrazumijeva **punu obaviještenost i kupca i prodavca o datumu procjene**, o činjenicama koje su uzete u obzir (ekonomski i tržišni uslovi) i o načinu, odnosno metodama procjene; i
- peto, koncept prave tržišne vrijednosti **isključuje svaku prinudu kupca da kupi i svaku prinudu prodavca da proda**.



Evaluacija preduzeća

- Pratt kaže da se u SAD često prava čista vrijednost tretira kao sinonim za pravu tržišnu vrijednost, ali da sudska praksa u određenim slučajevima ipak pravi razliku među njima. Uobičajena razlika između prave čiste vrijednosti i prave tržišne vrijednosti je u tome što odluke većine sudova ne iskazuju diskont na nedostatak tržišnosti kod privatnih preduzeća (zatvorenog tipa poslovanja) po standardu »prave vrijednosti» dok se ovaj diskont univerzalno priznaje kod privatnih minornih interesa (obeštećenje manjinskih akcionara) prema standardu, prave tržišne vrijednosti.
- Pri tome, pojam tržišnosti se odnosi na brzinu i sigurnost kojom se interes može pretvoriti u gotovinu po volji vlasnika. Ovo treba razumjeti ovako: ako se uzima u obzir nedostatak tržišnosti postoji razlika između prave tržišne vrijednosti i prave (ili čiste) vrijednosti, jer prava tržišna vrijednost uzima u obzir nedostatak tržišnosti (time što u procjenu uvodi diskont), dok prava (ili čista) vrijednost ne uzima u obzir nedostatak tržišnosti (time što u procjenu ne uvodi diskont).



Investiciona vrijednost se definiše kao vrijednost određenog investitora, bazirana na pojedinačnim investicionim potrebama, koja se razlikuje od koncepta tržišne vrijednosti, koja nije lična i odvojena je. Kod procjene nekretnina, izračunavanje investicione vrijednosti konvencionalno uključuje diskontovanje očekivanog priliva.

Tržišna i investiciona vrijednost su dva različita koncepta, mada vrijednosti procjene za svaku od njih mogu ali i ne moraju biti brojčano iste.

Razlozi što se investiciona vrijednost razlikuje od prave tržišne vrijednosti su u tome što sadašnji i budući vlasnici imaju:

- **razlike u procjeni buduće dohodovne moći,**
- **razlike u sagledavanju stepena rizika,**
- **razlike u poreskom statusu, i**
- **sinergija ili saradnja sa drugim vlasničkim ili kontrolnim operacijama, dok koncept prave tržišne vrijednosti ne uzima u obzir te razlike, jer se ona ne radi za posebnog i određenog kupca i prodavca.**



Unutrašnja vrijednost (često se sreće i pod nazivom fundamentalna vrijednost) kod jednih autora je sinonim za investicionu vrijednost a kod drugih autora postoji razlika između unutrašnje vrijednosti i investicione vrijednosti.

Unutrašnja vrijednost se razlikuje od investicione vrijednosti u tome, što ona predstavlja analitičku ocjenu vrijednosti, koja se bazira na uočljivim karakteristikama, koje nisu saobražene sa karakteristikama jedinstvenim za svakog investitora, već su više saobražene sa tim kako se te uočene karakteristike tumače od jednog do drugog analitičara. Naime, svaki analitičar kada želi odrediti unutrašnju vrijednost vlasničkog papira (npr. obične akcije) uzeće u obzir:

- **vrijednost aktive, pri čemu materijalna aktiva ima dakako neku tržišnu vrijednost, koja je važna pri likvidaciji preduzeća ali ne i pri vrednovanju uspeha preduzeća,**
- **očekivani neto dobitak, koji je bitan za određivanje unutrašnje vrijednosti,**
- **očekivana dividenda, takođe, bitno utiče na unutrašnju vrijednost akcije, jer neto dobitak u potpunosti jednim dijelom može da bude akumuliran za rast i razvoj preduzeća a može u cjelini da bude isplaćen u vidu dividende,**
- **vjerovatnoća stope rasta, takođe, utiče na unutrašnju vrijednost.**



Evaluacija preduzeća

Likvidaciona vrijednost je po svojoj suštini antiteza vrijednosti preduzeća na bazi uspješnosti, likvidaciona vrijednost je neto iznos kojeg vlasnik može realizovati, ako je poslovanje preduzeća privedeno kraju, aktiva rasprodata u dijelovima (i plaćeni troškovi likvidacije i isplaćene obaveze).

Drugim riječima, likvidaciona vrijednost je ravna razlici između likvidacione mase i obaveza uvećanih za troškove likvidacije, tj. to je ostatak likvidacione mase koji pripada (ostaje) vlasnicima preduzeća.



Evaluacija preduzeća

Knjigovodstvena vrijednost je, u stvari, neto aktiva, koja se utvrđuje na osnovu bilansa stanja kao razlika između aktive i obaveza pri čemu se s obavezama izjednačavaju dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja, jer se polazi od pretpostavke da su plativi, odnosno da će u datom momentu prerasti u obaveze.



Opšta teorija procenjivanja

“Vrijednost interesa u jednom preduzeću zavisi od budućih koristi koji će se od tog dobiti” (S. Pratt)

Procjena budućih koristi može biti:

- **Objektivna**
- **Subjektivna**



Opšta teorija procenjivanja

Objektivnu procjenu koristi imamo u slučaju kada je procjenjivač nepristrasan, to jest ne zastupa interese niti investitora niti prodavca.

Subjektivnu procjenu koristi imamo u slučaju kada procjenjivač zastupa nečije interese, bilo prodavca, bilo kupca.



Prihvatljivost procjene vrijednosti preduzeća leži u njenoj objektivnost.

Procjena objektivne vrijednosti ne može biti niža od od likvidacione vrijednosti.



Ukoliko se procjenjuju djelovi preduzeća zbir procijenjenjih djelova preduzeća ne mora odgovarati procijenjenoj vrijednosti čitavog preduzeća.



Preporuke koje finansijski eksperti treba da primjenjuju pri procjeni vrijednosti preduzeća a koje je definisao Evropski savez računovodstvenih, finansijskih i ekonomskih eksperata (UEC) definiše tri vrijednosti preduzeća:

- 1.Objektivnu vrijednost**
- 2.Subjektivnu vrijednost**
- 3.Pravičnu cijenu**



Objektivna vrijednost je ona koju je utvrdio nezavisni procjenjivač “U svijetlu planova i buduće perspektive”. (ovako definisana vrijednost odgovara pravoj tržišnoj vrijednosti)



Subjektivna vrijednost je vrijednost preduzeća razlikuje se od objektivne zbog činjenice da se gledište potencijalnog investitora formira na bazi njegove veze sa preduzećem, koje je u pitanju i njegovih vlastitih planova što u prvi plan stavlja efekat sinergije. (investiciona vrijednost)



Pravična cijena preduzeća je cijena koju procjenjivač utvrdi u svojstvu arbitra između zainteresovanih strana.



Opšta teorija procjenjivanja

Cijen preduzeća =

**objektivna vrijednost +
subjektivna vrijednost prodavca –
subjektivna vrijednost kupca**



Evaluacija preduzeća

Sa stanovišta dinamike procjene vrijednosti preduzeća sve metode mogu se podijeliti u tri grupe:

- **Statičke metode**
- **Dinamičke metode**
- **Kombinovane metode**



Statičke metode obuhvataju:

- **Metodu knjigovodstvene vrijednosti**
- **Metodu korigovane knjigovodstvene vrijednosti**
- **Metodu reproduktivne vrijednosti (metod imovinske vrijednosti)**
- **Metodu likvidacione vrijednosti**



Evaluacija preduzeća

- Dinamičke metode obuhvataju :
 - **Metodu kapitalizacije neto dobitka**
 - Metod kapitalizacije stabilizovanog ostvarenog neto dobitka
 - Metod kapitalizacije stabilizovanog očekivanog neto dobitka
 - Metod kapitalizacije ponderisnog neto dobitka
 - Metod kapitalizacije rastućeg neto dobitka
 - Diskontnu metodu
 - metod diskontovanja neto dobitka
 - metod diskontovanja čistog novčanog toka.



Evaluacija preduzeća

Kombinovane metode obuhvataju:

- **Metoda srednje vrijednosti**
- **Štutgardska metoda**
- **Metoda ekstra dobitka**
- **Metoda P/E**



Opšta teorija procjenjivanja

Buduće koristi nijesu imaginarne duhovne vrijednosti, već novčana primanja po osnovu posjedovanja vlasništva nad preduzećem.

Buduća novčana primanja se izražavaju:

- Dobitkom
- Neto novčanim tokom



Opšta teorija procjenjivanja

Vrijednost preduzeća zavisi od:

- Veličine dobitka ili neto novčanog toka
- Cijene kapitala



Opšta teorija procenjivanja

Kod procjene vrijednosti kapitala preduzeća moguće je:

- **Vrijednost kapitala procenjivati direktno**
- **Vrijednost kapitala procenjivati indirektno**



Opšta teorija procenjivanja

Direktno procenjivanje vrijednosti sopstvenog kapitala:

- **Iz prinosa se isključuje servisiranje duga**
- **Iz dobitka se isključuju troškovi kamata**
- **Iz neto novčanog toka se isključuju troškovi kamata ali i otplata anuiteta**



Opšta teorija procjenjivanja

Kod indirektnog procjenjivanja sopstvenog kapitala **prvo se procjenjuje ukupna imovina (aktiva), a potom se od procjene odbijaju dugovi što daje procjenu vrijednosti sopstvenog kapitala. Iz prinosa se ne isključuje servisiranje dugova.**



Dobitak kao prinos može se iskazati kao:

- Neto dobitak
- Bruto dobitak



Kad je iskazan neto dobitak tada cijena kapitala ne obuhvata porez na rezultat.

Kad je u prunos uključen bruto dobitak tada cijena kapitala uključuje i porez iz rezultata.



Osnovni principi za postupak procjene:

- *Procjena se vrši stručno, profesionalno i nezavisno od bilo čijih interesa .*
- *Procjena se vrši odgovorno, pažljivo i bez izostavljanja bilo kojeg elementa od značaja za procjenu*



Osnovni principi za postupak procjene:

- *Kod procjene vrši se uvid u sve one poslovne oblasti koje značajno utiču na vrijednost preduzeća.*
- *Procjenjivač na odgovarajući način upoznaje preduzeće i sredstva koja se procjenjuju, definiše svrhu procjene i sve limitirajuće uslove*



Osnovni principi za postupak procjene:

- *Odabrati metod procjene vrijednosti koji odgovara za određenu vrstu procjene vrijednosti.*
- *Ispitati raspoloživi kvalitet i kvantitet podataka za pojedine metode procjene vrijednosti*



Osnovni principi za postupak procjene:

- *Pri saopštenju rezultata procjenjivanja vrijednosti preduzeća potrebno je prikazati svaku analizu, mišljenje i zaključak na način koji ne obmanjuje.*



Osnovne preporuke za procjenu vrijednosti preduzeća:

Sveobuhvatne preporuke za procjenu vrijednosti dali su: Evropski savez računovodstvenih, finansijskih i ekonomskih eksperata (UEC) i Američko udruženje procjenjivača (American Society of Appraisers) **»Preporučeni postupci koje primjenjuju finansijski eksperti prilikom procjene vrijednosti preduzeća«**.



Osnovne preporuke za procjenu vrijednosti preduzeća:

- Globalna procjena
- Uvažavanje budućnosti
- Jasna i precizna definicija kriterijuma za procjenu
- Mogućnost raspolaganja budućim rezultatom
- Analiza ranijih rezultata
- Mogućnost da novi vlasnik izmijeni strukturu
- Razmatranje sinergetskih efekata
- Rukovodstvo
- Vrijednost supstance
- Očuvanje supstance
- Likvidaciona vrijednost, donji limit



Ishodište svih procjena je bilans stanja preduzeća.

Bilans služi kao osnova za utvrđivanje:

- knjigovodstvene vrijednosti preduzeća
- korigovane knjigovodstvene vrijednosti preduzeća
- reprodukcione vrijednosti preduzeća
- likvidacione vrijednosti preduzeća