



EKONOMSKI FAKULTET PODGORICA



**PROCJENE VRIJEDNOSTI
PREDUZEĆA
MILAN LAKIĆEVIĆ
Univerziteta Crne Gore**



“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:

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



“Sve što je žuto nije zlato”

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, EVS, MSV, Kodeksa profesionalnih računovođa, Pravilnika o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine, 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:

- **Neto dobitak**
- **Neto novčani tok**





Opšta teorija procjenjivanja

“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 procjenjivanja

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 objektivnosti.

Procijenjena objektivna vrijednost ne može biti niža od likvidacione vrijednosti.





Ukoliko se procjenjuju dijelovi preduzeća zbir procijenjenih dijelova preduzeća ne mora odgovarati procijenjenoj vrijednosti čitavog preduzeća.



Tržišna vrijednost:

„Procijenjena vrijednost po kojoj bi trebalo izvršiti razmjenu imovne na dan vrednovanja između voljnog kupca i olnog prodavca, u transakciji koja će uslijediti nakon odgovarajućeg marketinga u kojem se svaka strana ponašala razborito, informisano i bez pritiska.

Fer tržišna vrijednost $\neq$ fer vrijednosti (računovodstveni termin)

Fer vrijednost – cijena koja bi bila dobijena za prodaju imovine ili plaćena za izmirenje obaveze u redovnoj transakciji između učesnika na tržištu na datum odmjeravanja.



Tržišna vrijednost:

„Procijenjena vrijednost po kojoj bi trebalo izvršiti razmjenu imovne na dan vrednovanja između voljnog kupca i olnog prodavca, u transakciji koja će uslijediti nakon odgovarajućeg marketinga u kojem se svaka strana ponašala razborito, informisano i bez pritiska.

Fer tržišna vrijednost $\neq$ fer vrijednosti (računovodstveni termin)

Fer vrijednost – cijena koja bi bila dobijena za prodaju imovine ili plaćena za izmirenje obaveze u redovnoj transakciji između učesnika na tržištu na datum odmjeravanja.



Prema Pravniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Svrha procjene određuje definiciju vrijednosti na kojoj ovlašćeni procjenjivač bazira svoju procjenu kao i na osnovu koje metodologije.

Neophodno je da definicija vrijednosti bude u skladu sa svrhom procjene i da bude prikazana u izvještaju o procjeni, sa navođenjem izvora tako prikazane definicije vrijednosti, kao i da bude primijenjena u postupku procjene u skladu sa smjernicama koje su navedene u dokumentu koji je predstavljao izvor za definiciju vrijednosti.



Prema Praviniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Fer vrijednost je cijena koja bi bila dobijena za prodaju imovine, ili plaćena za prenos obaveze u redovnoj transakciji između učesnika na tržištu na datum procjene.

Fer tržišna vrijednost je cijena koju bi voljni kupac platio voljnom prodavcu u transakciji na otvorenom tržištu, kada nijedan učesnik nije pod prinudom da učestvuje u transakciji i kada oba učesnika poznaju sve relevantne činjenice.

Razlika između fer vrijednosti i fer tržišne vrijednosti je u tome da fer tržišna vrijednost predstavlja vrijednost između hipotetičkog kupca i prodavca, dok fer vrijednost predstavlja vrijednost koja pripada identifikovanom kupcu i prodavcu uzimajući u obzir sve prednosti i nedostatke zasvaku stranu u transakciji.



Prema Praviniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Tržišna vrijednost je ocijenjeni novčani iznos za koji imovina ili obaveza može biti razmijenjena na određeni datum, u transakciji između zainteresovanog kupca i zainteresovanog prodavca, pod objektivnim uslovima, posle odgovarajućeg marketinga, pri čemu obje strane posjeduju odgovarajuća znanja i informacije i djeluju bez prinude.

Tržišna renta je procijenjena vrijednost za koju će se nepokretnost izdati u zakup na dan procjene između voljnog zakupodavca i voljnog zakupca, po odgovarajućim uslovima zakupa (stvarnog ili pretpostavljenog), u transakciji pod objektivnim uslovima, posle odgovarajućeg marketinga, pri čemu obje strane posjeduju odgovarajuća znanja i informacije i djeluju bez prinude.



Prema Praviniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Hipotekarna vrijednost je vrijednost imovine koja je zasnovana na razumnoj procjeni buduće utrživosti imovine, dugoročnog očekivanog trenda na tržištu, kao i trenutnoj i alternativnoj upotrebi imovine.

Investiciona vrijednost je vrijednost imovine za specifičnog kupca ili potencijalnog kupca koji vrši investiciju sa specifičnim ciljem.

Sinergetska vrijednost je rezultat kombinacije dva ili više sredstava ili interesa, kod kojih kombinovana vrijednost iznosi više od zbira vrijednosti svakog pojedinačnog sredstva ili interesa.

Sinergetska vrijednost se najčešće koristi u slučajevima kad kupac nekretnine vrši, na primjer, i kupovinu susjedne nekretnine, usljed čega nastaje mogućnost da kao vlasnik obje nekretnine ostvari pozitivan sinergetski efekat.



Prema Praviniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Latentna vrijednost je iznos viška koji je, na datum procjene, tržište spremno da plati u očekivanju više upotrebne vrijednosti ili razvojne prilike, koja može biti ostvarena, u odnosu na ono što je trenutno dozvoljeno uzimajući u obzir regulaciju razvoja, postojeća infrastrukturna ograničenja i ostala ograničenja koja su na snazi.

Likvidaciona vrijednost je vrijednost koja se može dobiti od prodaje poslovnih sredstava/poslovnog subjekta pod pretpostavkom hipotetičke redovne ili prinudne likvidacije.



Prema Praviniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Pretpostavka vrijednosti

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da precizira da li je svoju procjenu bazirao na jednoj od sljedećih pretpostavki vrijednosti:

- ☐ pretpostavci, odnosno načelu kontinuiranog poslovanja;
- ☐ pretpostavci redovne likvidacije;
- ☐ pretpostavci prinudne prodaje;
- ☐ pretpostavci najbolje upotrebe i namjene.



Prema Praviniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Osnov i svrha procjene

Procjena vrijednosti se može vršiti u različite svrhe i to:

- za potrebe finansijskog izvještavanja u skladu sa Međunarodnim računovodstvenim standardima, odnosno Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja; za potrebe analize, razmatranja ili sprovođenja transakcije, tj. kupoprodaje imovine, obaveza ili kapitala, spajanja i pripajanja ili restrukturiranja, za interne potrebe rukovodstva privrednog društva radi donošenja odluka od strateškog značaja;
- za potrebe sudskog, investicionog ili komercijalnog spora;
- za svrhu pribavljanja dodatnih izvora finansiranja i obezbjeđenja hipoteke ili zaloge;
- za potrebe procjene vrijednosti imovine pri stečajnom postupku, u skladu sa Zakonom o stečaju;
- druge svrhe koje su u skladu sa zakonskim aktima i međunarodnim standardima za procjenu vrijednosti.



Prema Praviniku o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine

Najbolja upotreba i namjena se koristi kao pretpostavka vrijednosti u najvećem broju slučajeva pri procjeni vrijednosti materijalnih sredstava i predstavlja pretpostavljenu vrijednost sredstva, kada se ono koristi na način koji je fizički moguć, pravno dopušten, finansijski izvodljiv i koji omogućava maksimalnu profitabilnost od njegove upotrebe.



Definicija vrijednosti preduzeća

Uobičajena definicija vrijednosti preduzeća kaže da je **vrijednost preduzeća neto aktiva, a neto aktiva je razlika između aktive i obaveza.**

Neto aktiva je ravna **razlici** između **poslovne imovine** i **obaveza uvećanih za dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja.**

Ovako kvantificirana neto aktiva je ravna kapitalu iskazanom u bilansu stanja.



Definicija vrijednosti preduzeća

Visina kapitala za preduzeće je od velikog značaja, jer što je kapital viši:

- lakše je uspostaviti i održavati finansijsku ravnotežu koja je uslov za održavanje likvidnosti preduzeća,
- manje su kreditne obaveze pa su manji i finansijski rashodi a veći dobitak, a uz to veća je nezavisnost od kreditora,
- kreditni bonitet je bolji,
- u slučaju bankrotstva veća je verovatnoća da će se obaveze moći isplatiti iz stečajne mase.



Metode utvrđivanja vrijednosti preduzeća

Zavisno od metode (postupka) kvantificiranja vrednosti preduzeća (kapitala) razlikujemo:

- ❑ *Knjigovodstvenu ili bilansnu vrijednost.* U stvari ovo je vrijednost kapitala iskazana u bilansu koji je sačinjen na osnovu inventarnih podataka.



Metode utvrđivanja vrijednosti preduzeća

Zavisno od metode (postupka) kvantificiranja vrijednosti preduzeća (kapitala) razlikujemo:

❑ *Korigovana knjigovodstvena vrijednost.*

Korigovana knjigovodstvena vrijednost se utvrđuje tako što se u bilansu stanja sačinjenog na dan procjene vrši korekcija bilansnih pozicija aktive i bilansnih pozicija obaveza, dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja koje nisu vrednovane u skladu sa računovodstvenim propisima.

Razlika između korigovane aktive (poslovne imovine) i korigovanih obaveza uvećanih za dugoročna rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja je **korigovana knjigovodstvena vrijednost**



Metode utvrđivanja vrijednosti preduzeća

Zavisno od metode (postupka) kvantificiranja vrijednosti preduzeća (kapitala) razlikujemo:

□ *Imovinska vrijednost.*

Imovinska vrijednost se utvrđuje na osnovu imovinskog bilansa, a imovinski bilans je bilans koji ne sadrži ni latentne rezerve ni skrivene gubitke.

Pozicije aktive u imovinskom bilansu se procjenjuju po poštenoj (fer) vrijednosti na dan bilansa, dakle, po vrijednosti po kojoj se data imovina može unovčiti. Pozicije obaveza, dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja se procjenjuju po iznosima koji je ravan isplati gotovine za njihovo podmirivanje na dan procene.

Imovinska vrijednost je razlika između tržišne vrijednosti aktive (poslovne imovine) i obaveza plativih na dan procjene uvećanih za dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja.



Metode utvrđivanja vrijednosti preduzeća

Zavisno od metode (postupka) kvantificiranja vrijednosti preduzeća (kapitala) razlikujemo:

□ **Prinosna vrijednost** *posle servisiranja dugova je sadašnja vrijednost budućeg neto novčanog toka uvećana za sadašnju vrednost rezidualne vrednosti, a rezidualna vrednost, u stvari, izražava neto novčani tok koji će se ostavriti nakon perioda za koji za koji je projektovan neto novčani tok.*

Prinosna vrijednost prije servisiranja dugova je zbir sadašnje vrijednosti neto novčanog toka i sadašnje vrijednosti rezidualne vrijednosti umanjen za kamatonosne obaveze



Metode utvrđivanja vrijednosti preduzeća

Zavisno od metode (postupka) kvantificiranja vrijednosti preduzeća (kapitala) razlikujemo:

☐ *Likvidaciona vrijednost.*

Likvidaciona vrijednost preduzeća (kapitala) procjenjuje se na osnovu likvidacionog bilansa na dan procjene u kome se:

- pozicije aktive procjenjuju po likvidacionoj cijeni koja je uvek niža od tržišne pa i knjigovodstvene vrijednosti,*
- pozicije obaveza uključujući i dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja procjenjuju se u iznosima koji će se platiti u slučaju likvidacije i uvećaju za troškove likvidacije.*

Dakle, likvidaciona vrijednost je ravna razlici između likvidacione mase i plativih obaveza na teret likvidacione mase. Drugim rečima, likvidaciona vrijednost je ostatak likvidacione mase po okončanju likvidacije koji pripada vlasnicima.



Razlozi procjene vrijednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrijednosti preduzeća se vrši kada se:

☐ **akcije preduzeća prvi put uključuju na listu kotacije finansijske berze.**



Razlozi procjene vrijednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrijednosti preduzeća se vrši kada se:

☐ preduzeće prodaje u celini. U ovom slučaju procijenjena vrijednost preduzeća (kapitala) je polazna prodajna cena preduzeća za pogodbu između sadašnjeg i budućeg vlasnika preduzeća,



Razlozi procjene vrijednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrijednosti preduzeća se vrši kada se:

☐ **dva ili više preduzeća spajaju bilo da se vrši pripajanje bilo da se spajanjem osniva novo preduzeće. Oba preduzeća se procjenjuju, procijenjena vrednost se uključuje u bilansu, na osnovu bilansa sa procijenjenom vrijednosti sačinjava se bilans spajanja, odnosno bilans spajanja uz osnivanje novog preduzeća,**



Razlozi procjene vrijednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrednosti preduzeća se vrši kada se:

❑ deo postojećeg preduzeća odvaja u novo preduzeće, procjenjuje se postojeće preduzeće u čiji bilans se uključuje procijenjena vrednost a potom se sačinjava bilansa razdvajanja,



Razlozi procjene vrijednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrednosti preduzeća se vrši kada se:

☐ postojeće preduzeće dijeli na dva ili više preduzeća, procjenjuje se postojeće preduzeće, u bilans se uključuje procenjena vrednost, na osnovu toga sačinjava se bilansa razdvajanja. Bilansi razdvajanja su istovremeno početni bilansi novonastalih pravnih lica,



Razlozi procjene vrijednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrijednosti preduzeća se vrši :

☐ kada iz društva sa ograničenom odgovornošću ili iz komanditnog ili pak iz ortačkog društva istupa jedan od suvlasnika, procjenjuje se vrednost pravnog lica iz koga izlazi suvlasnik, procijenjena vrednost se uključuje u bilans na osnovu koga se utvrđuje vrednost dela kapitala odlazećeg suvlasnika i sačinjava bilans razdvajanja,



Razlozi procjene vrednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrijednosti preduzeća se vrši kada se:

☐ kada se društvo ili državno preduzeće privatizuje, procjenjuje se vrijednost preduzeća, ta vrijednost je osnov za zaključenje ugovora o privatizaciji pri čemu se cijena koju plaća kupac za privatizovano preduzeće i drugi uslovi privatizacije utvrđuje na aukciji ili putem tendra,



Razlozi procjene vrijednosti preduzeća (kapitala)

Procjena vrijednosti preduzeća se vrši kada se:

❑ donose strateške odluka.

Naime, kada je vlasnik i menadžment u dilemi – da li zadržati postojeće preduzeće sa nepromijenjenom djelatnošću, da li prodati preduzeće, da li mijenjati djelatnost preduzeća, ili pak izvršiti spajanje – vlasnik i menadžment donose odluku da se vrijednost preduzeća procijeni i ta procena je osnov za donošenje strateške odluke o budućnosti preduzeća.



Tim za procenu vrijednosti preduzeća

Procjena vrijednosti preduzeća vrši se primjenom sledećih metoda:

- ☐ metoda knjigovodstvene vrijednosti
- ☐ metoda korigovane knjigovodstvene (bilansne) vrednost,
- ☐ metoda imovinske vrednosti,
- ☐ metoda prinosne vrednosti, i
- ☐ metoda likvidacione vrednosti





Tim za procjenu vrijednosti preduzeća

Uz to u postupku procjene:

- ☐ ocjenjuje se tržišna pozicija procjenjivanog preduzeća i kurentnost njegovih učinaka (proizvodnog preduzeća) odnosno robe kojom trguje (trgovinska preduzeća),
- ☐ vrši se analiza prinosnog, imovinskog i finansijskog položaja i ocjenjuje kreditni bonitet i za procjenjivano preduzeće i za grupe preduzeća iz njegove delatnosti odnosno za grupu preduzeća koja su konkurencija procjenjivanom preduzeću.



Tim za procjenu vrijednosti preduzeća

Jedno lice ne može da obavi valjanu procenu vrijednosti preduzeća, već to može da obavi samo grupa eksperata. U grupi moraju biti zastupljeni:

- eksperti koji dobro poznaju teoriju i politiku bilansa, računovodstvene propise, finansijsku analizu, poslovne finansije i metode procjene, i
- eksperti za tržište,



Tim za procjenu vrijednosti preduzeća

Ostali eksperti su su uslovljeni sastavom imovine i djelatnošću procjenjivanog preduzeća. Naime u okviru tima moraju da budu:

- eksperti za tehnologiju procijenjivanog preduzeća,
- eksperti za procjenu fiksne imovine (zemljišta, građevina, opreme, šuma, višegodošnjih zasada, osnovnog stada, патената, licenci i druge fiksne imovine)



Tim za procjenu vrijednosti preduzeća

Kordinaciju rada eksperata vrši vođa tima za procjenu.

Po pravilu, vođa tima je ekspert koji poznaje: **metode procjene, finansijsku analizu, računovodstvene propise i privredno pravo.**



Predmet finansijske analize je:

- ☐ prinosni položaj,
- ☐ imovinski položaj,
- ☐ finansijski položaj.



FINANSIJSKI POLOŽAJ PREDUZEĆA

Finansijski položaj preduzeća primarno determiniše njegove moгуćnosti finansiranja.

Finansijski položaj $\neq$ finansijsko stanje ili finansijska situacija.

Finansijska situacija je uži pojam od finansijskog položaja i njime se uglavnom označava novčano stanje preduzeća



FINANSIJSKI POLOŽAJ PREDUZEĆA

Ocjena finansijskog položaja preduzeća zasniva se na:

- ☐ analizi finansijske ravnoteže,
- ☐ analizi pasive sa aspekta vlasništva tj. analizi zaduženosti,
- ☐ analizi mogućnosti održavanja realne vrijednosti sopstvenog kapitala u uslovima inflacije i
- ☐ analizi reproduktivne sposobnosti.



FINANSIJSKI POLOŽAJ PREDUZEĆA

Finansijski položaj akcionarskog društva, posmatran sa aspekta predmetnih analiza kvalifikuje se kao:

- ☐ **dobar,**
- ☐ **prihvatljiv i**
- ☐ **loš**



FINANSIJSKI POLOŽAJ PREDUZEĆA

Dobar je finansijski položaj preduzeća ako finansijska ravnoteža obezbjeđuje sigurnost u održavanju likvidnosti, ako je zaduženost takva da obezbjeđuje punu nezavisnost preduzeća i dobru sigurnost njegovih poverilaca, ako je solventno, ako preduzeće pri stabilnoj novčanoj jedinici iz finansijskog rezultata značajnije uvećava sopstveni kapital, a u uslovima inflacije iz efekta revalorizacije i finansijskog rezultata uvećava realnu vrijednost sopstvenog kapitala i ako preduzeće iz sopstvenih sredstava finansira prostu i dio proširene reprodukcije.



FINANSIJSKI POLOŽAJ PREDUZEĆA

Prihvatljiv je finansijski položaj preduzeća ako finansijska ravnoteža omogućava **održavanje likvidnosti (bez sigurnosti)**, ako je zaduženost takva da preduzeću **obezbeđuje relativnu nezavisnost i relativnu sigurnost** njegovih povjerilaca, ako je **solventno**, ako u uslovima stabilne novčane jedinice **umjereno uvećava sopstveni kapital**, a u uslovima inflacije iz efekta revalorizacije i finansijskog rezultata **održava realnu vrednost sopstvenog kapitala i ako preduzeće iz sopstvenih sredstava finansira prostu reprodukciju.**



FINANSIJSKI POLOŽAJ PREDUZEĆA

Loš je finansijski položaj preduzeća ako finansijska ravnoteža **ne omogućava održavanje likvidnosti**, ako zaduženost **ne obezbjeđuje nezavisnost preduzeća i sigurnost njegovih povjerilaca**, ako je **solventnost kritična**, ako pri stabilnoj novčanoj jedinici **ne uvećava iz finansijskog rezultata sopstveni kapital**, a u uslovima inflacije **iz efekta revalorizacije i finansijskog rezultata ne održava realnu vrednost sopstvenog kapitala i ako preduzeće iz sopstvenih sredstava ne može finansirati prostu reprodukciju.**



FINANSIJAKI POLOŽAJ PREDUZEĆA

Pod finansijskom ravnotežom podrazumijeva se da sredstva po obimu i vremenu za koje su vezana (neunovčljiva) odgovaraju obimu i vremenu raspoloživosti izvora finansiranja.





Analiza finansijake ravnoteže

Finansijska ravnoteža u praksi se utvrđuje kroz postavljanje dvije osnovne jednakosti:

- 1. Dugoročnu finansijsku ravnotežu.**
- 2. Kratkoročnu finansijsku ravnotežu.**



Analiza finansijake ravnoteže

Kratkoročna finansijska ravnoteža predstavlja **kontrolu likvidnosti**.

Dugoročna finansijska ravnoteža predstavlja **kontrolu uslova za održavanje likvidnosti**.



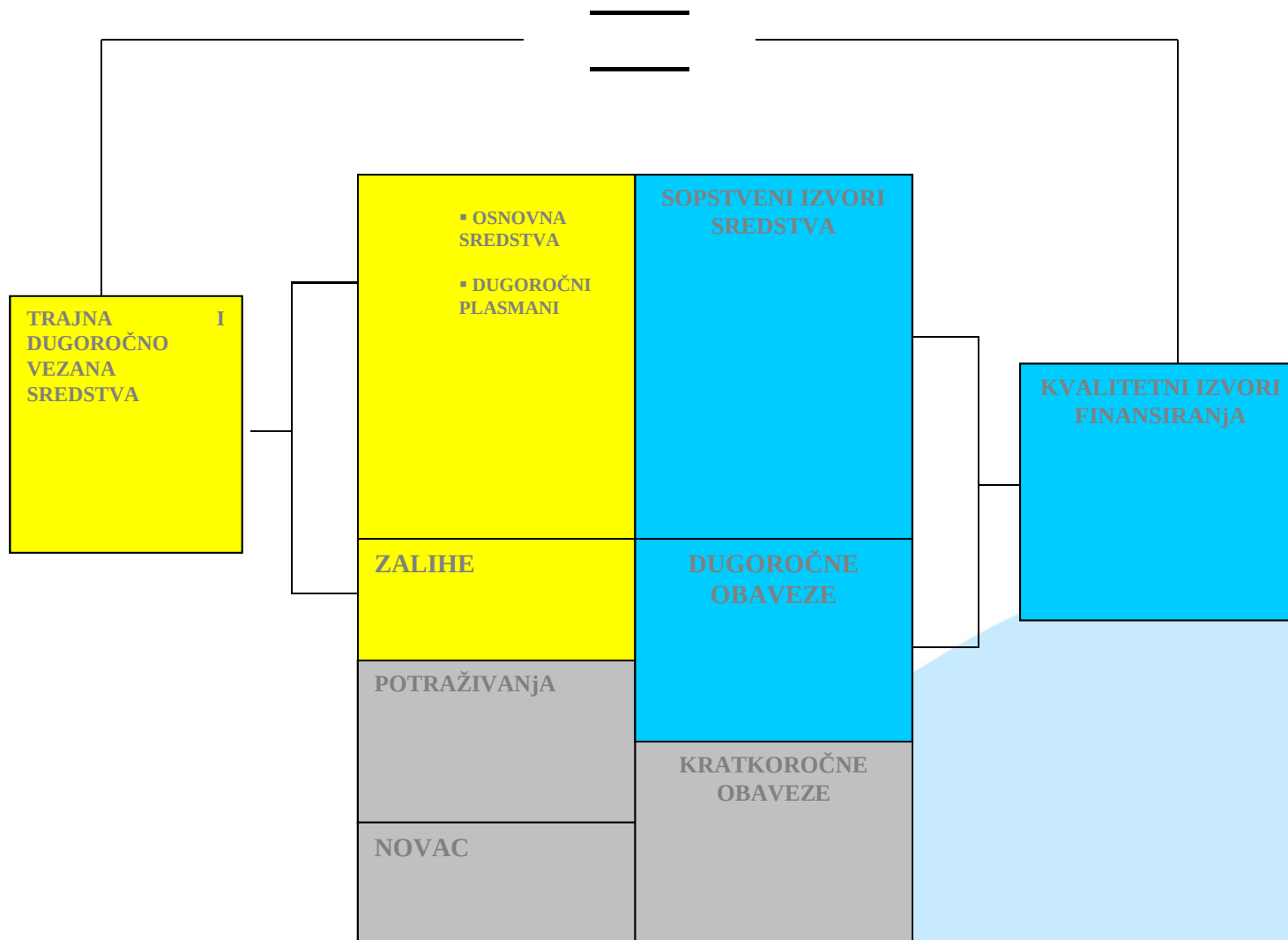
Analiza finansijake ravnoteže

Analiza kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže zahtijeva da se oficijelni (propisani) bilans stanja prilagodi analizi kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže.

To praktično znači da na strani aktive moraju da budu sredstva razgraničena po roku vezanosti u dvije grupe: likvidna i kratkoročno vezana sredstva i dugoročno vezana sredstva , a na strani pasive izvori finansiranja, takođe, moraju da budu razgraničeni po roku raspoloživosti: kratkoročni izvori finansiranja i trajni i dugoročni izvori finansiranja.

Problemi:

Razgraničenja u oblasti vremenskih razgraničenja, zaliha, neraspoređenog dobitka i hartije od vrijednosti.





Analiza dugoročne finansijake ravnoteže

Analiza dugoročne ravnoteže na bazi koeficijenta dugoročne finansijske ravnoteže ili koeficijenta finansijske stabilnosti

Analiza dugoročne ravnoteže akcionarskog društva na bazi neto obrtnog fonda



Analiza dugoročne finansijake ravnoteže

$$KFS = DVS / KLIF$$

$$KDFR = KLIF / DVS$$

$$NOF = KLIF - SI$$

$$NOS = OBRTNA SREDSTVA - KRATKOROČNE OBAVEZE$$

$$SPSZNOF = (NOF / SZ) * 100$$



KVS	KIF
DVS	KLIF

1

KVS	KIF
DVS	KLIF

2

KVS	KIF
DVS	KLIF

3



Analiza kratkoročne finansijake ravnoteže

Kratkoročna finansijska ravnoteža se utvrđuje odnosom likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane.

Koeficijen rigorozne likvidnosti = (obrotna sredstva – zalihe) / kratkoročne obaveze



Analiza kratkoročne finansijake ravnoteže

Analiza likvidnosti na bazi koeficijenata

Razlikujemo:

- koeficijent opšte likvidnosti,
- koeficijent ubrzane likvidnosti
- koeficijent momentalne likvidnosti
- koeficijent buduće likvidnosti
- koeficijent optimalne likvidnosti i
- vrijeme razmaka između priticanja likvidnih sredstava i izmirenja obaveza



Analiza kratkoročne finansijake ravnoteže

	u €			
	Prethodna godina		Tekuća godina	
	Iznos	udio bilansnoj sumi poslovnih sredstava	Iznos	Udio u bilansnoj sumi poslovnih sredstava
1. Gotovina	243.331	15,0	171.192	5,4
2. Kupci i druga potraživanja	300.325	18,5	978.897	30,7
3. Kratkoročni finansijski plasmani	219.070	13,5	150.177	4,7
4. Aktivna vremenska razgraničenja	62	–	1	–
5. Likvidna i kratkoročno vezana sredstva (1 do 4)	762.788	47,0	1.300.267	40,8
6. Dobavljači i druge obaveze iz poslovanja	688.903	42,3	1.064.262	33,3
7. Kratkoročni zajmovi	25.132	1,5	325.644	10,2
8. Pasivna vremenska razgraničenja	64	–	8	–
9. Kratkoročni izvori finansiranja (6 do 8)	713.399	43,8	1.389.914	43,5



Zaduženost preduzeća ispituje se analizom pasive bilansa stanja, sa aspekta vlasništva nad izvorima finansiranja.

Finansijska struktura pasive – odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja.

Struktura kapitala – odnos sopstvenog kapitala i dugoročnih obaveza



Solventnost preduzeća može se posmatrati kao njegova likvidnost na dugi rok i očitava se **sposobnošću društva da plati sve obaveze, bilo kada (ne o roku njihovog dospjeća), pa makar i iz stečajne ili likvidacione mase.**



Pozajmljeni izvori preduzeća predstavljaju tuđe vlasništvo i rokovi raspoloživosti ovih izvora nijesu trajni. Po svom karakteru, tj raspoloživosti ovi izvori mogu biti:

- ☐ **Dugoročno raspoloživi izvori. Ove izvore najčešće označavamo kao dugoročne dugove.**
- ☐ **Kratkoročno raspoloživi izvori ili kratkoročne obaveze.**



Finansijska struktura akcionarskog društva (odnos između sopstvenih i pozajmljenih izvora) najčešće se posmatra preko tri osnovna pokazatelja:

- samostalnosti**
- sigurnosti i**
- zaduženosti**



- ❑ Pokazatelj samostalnosti = **sopstveni kapital** / ukupni izvori finansiranja
- ❑ Pokazatelj zaduženosti = **tuđi izvori** / ukupni izvori finansiranja
- ❑ Pokazatelj sigurnosti = **sopstveni kapital** / **tuđi izvori**



Analiza prinosnog položaja



		Iznos	Iznos
1.	Poslovni prihodi	297.069	1.116.965
2.	Finansijski prihodi	2.509	8.075
3.	Prihodi redovnih aktivnosti (1+2)	299.578	1.125.040
4.	Ostali prihodi	13.437	53.815
I	UKUPAN PRIHOD (3 + 4)	313.015	1.178.855
5.	Nabavna vrednost prodate robe	7.981	19.210
6.	Troškovi materijala, goriva i proizvodnih usluga	67.019	293.235
7.	Troškovi zarada	157.232	581.465
8.	Amortizacija i troškovi dugoročnog rezervisanja	18.031	103.905
9.	Nematerijalni troškovi	21.213	86.625
10.	Poslovni rashodi (5 do 9)	271.476	1.084.440
11.	Finansijski rashodi	1.897	7.545
12.	Rashodi redovne aktivnosti (10 + 11)	273.373	1.091.985
13.	Ostali rashodi	13.502	47.255
II	UKUPNI RASHODI (12 + 13)	286.875	1.139.240
III	POSLOVNI DOBITAK (1-10)	25.593	32.525
IV	DOBITAK REDOVNE AKTIVNOSTI (3 – 12)	26.205	30.055
V	BRUTO DOBITAK (I – II)	26.140	39.615
VI	POREZ NA DOBITAK	2.614	9.045
	NETO DOBITAK (V-VI)	23.526	30.570



Analiza prinosnog položaja



1.	Poslovni prihodi	297.069	1.116.965
2.	Varijabilni rashodi *)	137.893	545.030
3.	Marža pokrića (1-2)	159.176	571.935
4.	Fiksni i pretežno fiksni rashodi	133.583	539.410
5.	Neto rashodi finansiranja	- 612	-530
6.	Poslovni dobitak (3 – 4)	25.593	32.525
7.	Dobitak redovne aktivnosti (6+5)	26.205	33.055
8.	Faktor rizika		
	8.1. Poslovni rizik (3/6)	6,2195	17,5844
	8.2. Finansijski rizik (6/7)	0,9766	0,9840
	8.3. Ukupan rizik (3/7)	6,0743	17,3025
9.	Koeficijent marže pokrića (3/1)	0,53582	0,51204
10.	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog dobitka (4/9)	249.306	1.053.455
11.	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka (1-10)/1x100	16,08	5,69
12.	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog dobitka redovne aktivnosti (4+5)/9	248.164	1.052.420
13.	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti (1-12)/1x100	16,46	5,78



Analiza prinosnog položaja



1.	Poslovni prihodi	297.069	1.116.965
2.	Varijabilni rashodi *)	137.893	545.030
3.	Marža pokrića (1-2)	159.176	571.935
4.	Fiksni i pretežno fiksni rashodi	133.583	539.410
5.	Neto rashodi finansiranja	- 612	-530
6.	Poslovni dobitak (3 – 4)	25.593	32.525
7.	Dobitak redovne aktivnosti (6+5)	26.205	33.055
8.	Faktor rizika		
	8.1. Poslovni rizik (3/6)	6,2195	17,5844
	8.2. Finansijski rizik (6/7)	0,9766	0,9840
	8.3. Ukupan rizik (3/7)	6,0743	17,3025
9.	Koeficijent marže pokrića (3/1)	0,53582	0,51204
10.	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog dobitka (4/9)	249.306	1.053.455
11.	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka (1-10)/1x100	16,08	5,69
12.	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog dobitka redovne aktivnosti (4+5)/9	248.164	1.052.420
13.	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti (1-12)/1x100	16,46	5,78



Informaci od kapitalnog značaja kod procene vrednosti preduzeća dinamičkom prinosnom metodom:

- ☐ projekcija rasta,
- ☐ cene kapitala, i
- ☐ projekcije finansiranja investicija iz sopstvenog kapitala ili novog dugoročnog zaduženja.



Modeli za predviđanje bankrotstva firmi

William H. Beaver

Edward I. Altman

Z – Model

ZETA Model

Abdul Aziz Gerald H. Lawson

CFB model



Z - MODEL (Altmanov model)

Kada se iskazuje ZETA skor odnosi X1 do X5 vrednuju se ovako:

$$\text{Z skor} = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$$



X1 = Neto obrtni fond / ukupna sredstva

X2 = Akumulirani dobitak / ukupna sredstva

X3 = Zarada prije odbitka kamata i poreza (EBIT) / ukupna sredstva

X4 = Tržišna vrijednost kapitala / ukupne obaveze

X5 = Prihodi od prodaje / ukupna sredstva



Vrednost Z skora tumači se ovako:

Z skor $\geq 2,99$ preduzeće je sa zdravim poslovanjem, tj ima dobre kreditne performanse,

Z skor $> 1,81 < 2,99$ preduzeće posluje u sivom (rizičnom) području, tj. ima minimalne kreditne performanse, i

Z skor $\leq 1,81$ preduzeće je pred bankrotstvom, tj. nema kreditne performanse.



Oznaka X	Ponder kojim se vrednuje X	%
X_1	1,2	16,00
X_2	1,4	18,67
X_3	3,3	44,00
X_4	0,6	8,00
X_5	1,0	13,33
Ukupno X_1 do X_5	7,5	100,00



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

- ☐ Metode procjene supstance
- ☐ Prinosne metode
- ☐ Kombinovane metode



Metode procjene supstance:

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



- 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.



Kombinovane metode obuhvataju:

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

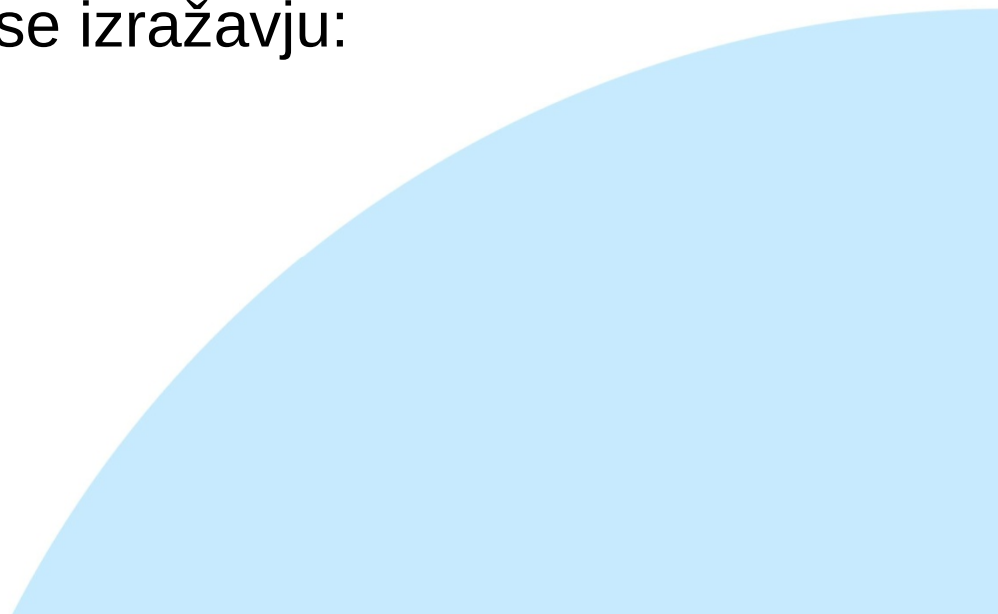


Opšta teorija procenjivanja

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

Buduća novčana primanja se izražavaju:

- Dobitkom
- Neto novčanim tokom





**U drugoj polovini dvadesetog veka u teoriji i praksi
bile su poznate:**

- ☐ **statičke metode procjene prinosne vrijednosti
preduzeća, i**
- ☐ **dinamičke metode procjene cene prinosne vrijednosti
preduzeća.**



Statičke metode procjene prinosne vrednosti preduzeća su:

- ☐ kapitalizacija stabilizovanog dobitka,
- ☐ kapitalizacija pri rastu dobitka,
- ☐ štutgartska metoda, i
- ☐ metoda ekstra dobitka.

Savremena literaturane ne obuhvata statičke prinosne metode.

Da li se negde primenjuju u praksi?



Dinamičke metode procjene vrijednosti preduzeća su:

- ☐ prinosna vrijednost preduzeća posle servisiranja dugova, i
- ☐ prinosna vrijednost preduzeća prije servisiranja dugova.



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Prinosna metoda

Vrijednost sopstvenog kapitala prinosnom metodom može se utvrditi:

- ☐ **Direktno**
- ☐ **Indirektno**



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Prinosna metoda

Direktna procjena vrijednosti sopstvenog kapitala primjenom prinosnih metoda dobija se ako rezultat primjene metode daje neto aktivu, što podrazumijeva da rezultat predstavlja gotovinu koja pripada vlasniku posle servisiranja dugova, s tim što ta gotovina može a ne mora da obuhvati porez na rezultat. U tom slučaju cijena kapitala predstavlja neto stopu prinosa na sopstveni kapital.

Ako rezultat obuhvata porez na rezultat cijena kapitala predstavlja bruto stopu prinosa na sopstveni kapital.



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Prinosna metoda

Indirektna procjena sopstvenog kapitala podrazumijeva:

- **procjenu ukupne aktive (bruto imovine)**
- **procjenu vrijednosti neto aktive kao razlike između bruto imovine i obaveza**

Rezultat je gotovina koja otpada na ukupan kapital, to jest gotovina prije servisiranja dugova. Može da obuhvati porez na rezultat ili da ne obuhvati porez na rezultat.

Cijena kapitala= cijena dugova + stopa prinosa na sopstveni kapital (bruto ili neto)



PRINOSNA VRIJEDNOST PREDUZEĆA POSLE SERVISIRANJA DUGOVA

Ova metoda podrazumijeva:

- ☐ projekciju neto novčanog toka tako da novčani tok obuhvata otplatu dugova u momentu dospeća,
- ☐ utvrđivanje cijene kapitala,
- ☐ diskontovanje projektovanih novčanih tokova na sadašnju vrijednost,
- ☐ utvrđivanje rezidualne vrijednosti i njeno diskontovanje na sadašnju vrijednost.



NETO DOBITAK

+

TROŠKOVI AMORTIZACIJE

+

SMANJENJE STALNE IMOVINE ISKLJUČUJUĆI SMANJENJE PO OSNOVU AMORTIZACIJE

+

SMANJENJE OBRTNE IMOVINE

+

POVEĆANJE DUGOROČNIH REZERVISANJA

+

POVEĆANJE DUGOROČNIH I KRATKOROČNIH FINANSIJSKIH OBAVEZA

+

POVEĆANJE BEZ KAMATNIH KRATKOROČNIH OBAVEZA

-

POVEĆANJE STALNE IMOVINE

-

POVEĆANJE OBRTNE IMOVINE

-

SMANJENJE DUGOROČNIH REZERVISANJA

-

SMANJENJE DUGOROČNIH I KRATKOROČNIH FINANSIJSKIH OBAVEZA

-

SMANJENJE BESKAMATNIH KRATKOROČNIH OBAVEZA

=

NETO NOVČANI TOK



Cijena kapitala je, u stvari, diskontna stopa na osnovu koje se utvrđuje diskontni faktor novčanog toka i rezidualne vrijednosti.

Cijena kapitala, u literaturi se često sreće i pod nazivom **trošak kapitala** ili **operativni trošak kapitala**.

Treba da obezbijedi stopu prinosa na kapital koja bi se ostvarila od alternativnog ulaganja kapitala, a da bi se to ostvarilo cijena kapitala obuhvata i rizik ostvarenje stope prinosa, zbog čega je delikatno utvrditi cijenu kapitala.



Sistemiški rizik obuhvata faktore uticaja koji potiču iz ekonomskog i političkog okruženja, kao što su:

- promjene kursa valuta,
- oscilacije cijena sirovina,
- oscilacija konjunktura,
- stopa inflacije,
- poreske reforme,
- masovni socijalni nemiri,
- trgovinski sporazumi između država,
- zaštita okoline,
- ratovi,
- loša žetva,
- prirodne katastrofe.



Nesistemski rizici su pojedinačni rizici datog preduzeća, oni se razlikuju od preduzeća do preduzeća, a uslovljeni su:

- poziciom na tržištu,
- konkurentnošću sopstvenih proizvoda na tržištu,
- jačinom konkurencije na tržištu,
- stepenom zavisnosti od kupca, dobavljača i kreditora,
- negativnim izveštajima u štampi,
- prinosnim položajem,
- imovinskim položajem, i
- finansijskim položajem,



U teoriji i praksi cijena kapitala utvrđuje se:

- ☐ Metodom - Premija relativnog rizika, ili
- ☐ Metodom - Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Ove metode primjenjuju se kod direktnog procjenjivanja sopstvenog kapitala



U teoriji i praksi cijena kapitala utvrđuje se:

- ❑ **Metodom –prosječna ponderisana cijena kapitala**
WACC – weighted average cost of capital

Ove metode primjenjuju se kod indirektnog procjenjivanja sopstvenog kapitala



Schilt grupiše preduzeća prema visini premije za rizik ovako:

- sa premijskom stopom za rizik do 5% su preduzeća koja imaju dobro uhodan posao, atraktivnu proizvodnu orijentaciju, sa razrađenim menadžmentom i veoma jakom pozicijom na tržištu i potpunu izvjesnost ostvarenja budućih prihoda;
- sa premijskom stopom za rizik od 6 do 10% za preduzeća koja dobro kotiraju na tržištu, sa uhodanim poslom, a koja imaju visok organski sastav kapitala, dobar poslovni imidž, stabilne i izvjesne buduće prihode, relativno visok stepen mogućnosti tržišnog prilagođavanja;
- sa premijskom stopom rizika od 11 do 15% za preduzeća koja posluju u grani sa visoko izraženom konkurencijom, koja imaju visoko razvijen menadžment sa relativno stabilnim prinosom i predvidivim budućim prihodima i prinosima;
- sa premijskom stopom rizika iznad 16% pa čak i do 30% su preduzeća sa lošim menadžmentom, mala preduzeća čije je poslovanje zavisno od specijalista, velika preduzeća čije je poslovanje po prirodi ciklično i mala novoosnovana preduzeća



Frukman - Tolleryd smatraju da stopa premije rizika za dato preduzeće moguda budu:

- 4,5% bezrizična kamtna stopa,
- 9% opšte zahtijevna stopa povraćaja novca za investicije na tržištu akcija,
- 15% prosečna stopa za grupu sličnih kompanija,
- 18% stopa najbližnje kompanije u delatnosti procenjivanog preduzeća, i
- 35% stopa zahtevnog povećanja novca na akcijski kapital za rizični kapital u delatnosti



Capital Asset Pricing Model

Ovaj model zasniva se na činjenici da investitori kod aktive sa rizikom zahtevaju dodatni očekivani prihod, odnosno premiju na rizik, kao kompenzaciju za držanje aktive koja nosi rizik.

Suština je u sledećem: u određenom razdoblju, na primer od 5 godina, upoređuje se stopa prinosa na sopstveni kapital sa stopom prinosa na tržištu. Ako stopa prinosa na sopstveni kapital više varira veći je rizik i obrnuto, ako stopa prinosa na sopstveni kapital manje varira, manji je rizik.



Capital Asset Pricing Model

Stepen relativne varijacije stope prinosa statistički se zove Beta.

Stepen relativne varijacije se izračunava na osnovu stvarne stope prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća i stvarne stope prinosa na sopstveni kapital na tržištu (stopa prinosa na sopstveni kapital).

na primer:

Ako je Beta 1, to znači da stopa prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća identično varira sa stopom prinosa na sopstveni kapital privredne grane

Ako je Beta 2 to znači da stopa prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća varira dvostruko više od stope prinosa na sopstveni kapital na tržištu



Capital Asset Pricing Model

U tržišno razvijenim zemljama (Sjedinjene Američke Države, na primer) kod preduzeća sa akcijama uzima se stopa dividende na običnu akciju kao prinos na sopstveni kapital, a kao prinos na sopstveni kapital na čitavom tržištu uzima se prinos grupe korporacije, koje su obuhvaćene indeksom S &P.

Za naše uslove, držimo da se mogu uzeti stope prinosa na sopstveni kapital posmatranog preduzeća (preduzeća čija se vrednost procjenjuje) i stopa prinosa na sopstveni kapital grupe preduzeća koja se bave delatnošću procjenjivanog preduzeća



Capital Asset Pricing Model

Kada se utvrdi Beta, cena kapitala (K) za posmatrano preduzeće utvrđuje se po sledećoj formuli:

$$K = krp + \beta(km - krp)$$

krp = stopa prinosa na sopstveni kapital kod bezrizičnih ulaganja,

β = Beta faktor,

km = stopa prinosa na sopstveni kapital grupe preduzeća iste delatnosti.



Godina	Stopa prinosa preduzeća	Stopaprinosa grupe preduzeća	Izračunata kovarijansa	Izračunata varijansa
(t)	(A)	(B)	(C)	(D)
1	0,20	0,15	-0,003	0,0025
2	0,15	0,20	0	0
3	-0,10	0,10	0,024	0,0100
4	0,20	0,25	0,003	0,0025
5	0,25	0,30	0,009	0,0100
Zbir	0,70	1,00	0,33	0,0250
Prosek	0,14	0,20	0,0066	0,0050



t =5 godina

A =	Stopa prinosa posmatranog = preduzeća	Neto dobitak			
		Sopstveni kapital po bilansu otvaranja	+	Sopstveni kapital po zaključnom bilansu	

B =	Stopa prinosa grupe = preduzeća	Neto dobitak			
		Sopstveni kapital po bilansu otvaranja	+	Sopstveni kapital po zaključnom bilansu	



C = izračunavanje kovarijanse:

Posmatrana
stopa
prinosa
preduzeća

-

Prosečna stopa
prinosa
preduzeća

x

Posmatrana stopa
prinosa grupe
preduzeća

-

Prosečna stopa
prinosa grupe
preduzeća

Odnosno, to je po godinama:

- 1) $(0,20 - 0,14) \cdot (0,15 - 0,20) = 0,06 \cdot (-0,05) = -0,003$
- 2) $(0,15 - 0,14) \cdot (0,20 - 0,20) = 0,01 \cdot 0 = 0$
- 3) $(-0,10 - 0,14) \cdot (0,10 - 0,20) = 0,24 \cdot (-0,10) = 0,024$
- 4) $(0,20 - 0,14) \cdot (0,25 - 0,20) = 0,06 \cdot (-0,05) = -0,003$
- 5) $(0,25 - 0,14) \cdot (0,30 - 0,20) = 0,09 \cdot 0,10 = 0,009$



D = izračunavanje varijanse:

$$\{(\text{Posmatrana stopa prinosa preduzeća}) - (\text{Prosečna stopa prinosa grupe preduzeća})\}^2$$

Odnosno, to je po godinama:

1) $(0,15 - 0,20)^2 = (-0,05)^2 = 0,0025$

2) $(0,20 - 0,20)^2 = 0^2 = 0$

3) $(0,10 - 0,20)^2 = (-0,10)^2 = 0,0100$

4) $(0,25 - 0,20)^2 = 0,05^2 = 0,0025$

5) $(0,30 - 0,20)^2 = 0,10^2 = 0,0100$

$$\text{Faktor } \beta = \frac{\text{kovarijansa}}{\text{varijansa}} = \frac{0,0066}{0,0050} = 1,32$$



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Pretpostavimo sada da je stopa prinosa na nisko rizična ulaganja (državne obveznice) 10%, a da je stopa prinosa na kapital grupe preduzeća iste delatnosti 15%, cena kapitala za posmatrano preduzeće čija je Beta 1,32:

$$K = 10 + 1,32 \cdot (15 - 10) = 16,6\%$$



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Rezidualna vrednost

$$RV = NNT_n \times \left(1 + r \right) \times \frac{1}{(1 + (d - r))^n}$$



Godina projekcije	Neto novčani tok	Diskontni faktor	Sadašnja vrednost (2x3)
1	2	3	4
1			
2			
3			
4			
5			
I Sadašnja vrednost neto novčanog toka (4 do 5)			
II Sadašnja vrednost rezidualne vrednsoti			
PRINOSNA VREDNOST PREDUZEĆA (I + II)			



PRINOSNA VRIJEDNOST PREDUZEĆA PRIJE SERVISIRANJA DUGOVA

Ova metoda podrazumijeva:

- projekciju neto novčanog toka,**
- utvrđivanje diskontne stope,**
- diskontovanje neto novčanog toka na sadašnju vrijednost,**
- utvrđivanje rezidualne vrijednosti i njeno diskontovanje na sadašnju vrijednost,**
- utvrđivanje kamatonosnih obaveza koje se oduzimaju od zbira sadašnje vrijednosti neto novčanog toka i rezidualne vrijednosti.**



Germanska literatura ⁹	Anglosanksonska literatura ¹⁰
Operativni rezultat prije kamate i poreza (EBIT)	Dobitak prije kamate i poreza (DPKP)
- Porezi adaptirani na EBIT	- porez na DPKP
= Operativni rezultat prije kamate i posle adaptiranih poreza (NOPLAT)	+ Amortizacija
+ Amortizacija	= Operativni novčani tok
+ Povećanje (-smanjenje) rezervi	- investicije
= Operativni bruto novčani tok	+ Povećanje – Smanjenje obrtnog kapitala
- Investiranje u osnovna sredstva - povećanje (+ smanjenje) obrtnog kapitala	= Slobodan novčani tok
= Operativni slobodan novčani tok (oFcF)	



PRINOSNA VRIJEDNOST PREDUZEĆA PRIJE SERVISIRANJA DUGOVA

Sličnost i razlike prikazanih novčanih tokova su:

- U oba novčana toka troškovi kamata se ne isključuju iz dobitka. Ovo zato što je diskontna stopa ponderisana stopa troška (cene) kapitala i kamate na kamatonosne obaveze.
- Oba novčana toka iz dobitka isključuju porez na dobitak
- U oba novčana toka amortizacija povećava a investicije smanjuju novčani tok
- U oba novčana toka povećanje neto obrtnih sredstava smanjuje a smanjenje neto obrtnih sredstava povećava novčani tok
- U germanskom novčanom toku povećanje rezervisanja povećava a smanjenje rezervisanja smanjuje novčani tok, a u anglosaksonskom novčanom toku rezervisanje se ne uzima u obzir.



UTVRĐIVANJE DISKONTNE STOPE – PROSJEČNA PONDERISANA CIJENA KAPITALA

$$k_o = k_e \frac{E}{E + D + P} + k_d (1 - T) \frac{D}{E + D + P} + k_p \frac{P}{E + D + P}$$



Za utvrđivanje prosječnog ponderisanog troška kapitala, nužna je cijena (trošak) sopstvenog kapitala i cijena (trošak) kamatonosnih obaveza.

Cijena (trošak) sopstvenog kapitala kvantificira se

CAPM modelom,

Premijom relativnog rizika

Cijena (trošak) kamatonosnih obaveza utvrđuje se na bazi prosječne kamatne stope na kamatonosne obaveze.



Kada je utvrđena cena (trošak) kapitala i prosečna kamatna stopa na kamamtonosne obaveze, prosečno ponderisani trošak kapitala (PPTK) utvrđuje se ovako:

$$\text{PPTK} = \frac{(K + BO)}{A} \times C_K + \frac{KO}{A} \times T_K \times (1 - P_s)$$

Godina
projekcije

Operativni novčani tok

Promena vrednosti neto
obrtnih sredstava

Promena dugoročnih
rezervisanja

Investicije

Slobodni novčani
tok
(2-3+4+5-6-7)

Diskontni
faktor

Sadašnja
vrednost
(8-9)

EKONOMSKI FAKULTET PODGORICA

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1									
2									
3									
4									
5									
I Sadašnja vrednost slobodnog novčanog toka (1 do 5)									
II Sadašnja vrednost rezidualne vrednosti (slobodni novčani tok u petoj godini projekcije x 1+g) (diskontna stopa- g)									
III Sadašnja vrednost slobodnog novčanog toka i rezidualne vrednosti (I +II)									
IV Vrednost imovine koja nije uključena u novčani tok									
V Kamatonosne obaveze									
PRINOSNA VREDNOST PREDUZEĆA PRE SERVISIRANJA DUGOVA (III + IV - V)									



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Prinosna metoda

Statičke prinosne metode

Stabilizovani dobitak se može utvrditi na bazi:

- ☐ **korekcije ostvarenog dobitka**
- ☐ **projekcije očekivanog dobitka**
- ☐ **kombinacijom ostvarenog dobitka i očekivanog dobitka**



Prinosna metoda

Stabilizovani dobitak na bazi korigovanog ostvarenog rezultata

Kada se vrši procjena vrijednosti preduzeća na osnovu ostvarenog dobitka, uzima se godišnji dobitak za najmanje tri a najviše pet godina.

Vrši se korektura prihoda i rashoda a zatim utvrđuje korigovani dobitak.

U okviru korekcije prihoda i rashoda ispuštaju se pozicije vanrednih prihoda i vanrednih rashoda.



Prinosna metoda

Statičke prinosne metode

- ☐ Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog na osnovu ostvarenog korigovanog dobitka
- ☐ Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog kombinacijom ostvarenog i očekivanog dobitka
- ☐ Kapitalizacija pri rastu dobitka



Kombinovane metode:

- ☐ Metoda srednje vrijednosti
- ☐ Štutgartska metoda
- ☐ Metoda ekstra dobitka
- ☐ Metoda multiplikacije (P/E)



Kombinovane metode:

☐ Metoda srednje vrijednosti

$$VP = \frac{S + NAK}{2}$$

S – reproduktivna vrijednost bez nematerijalne imovine

NAK – neto aktiva procijenjena kapitalizacijom dobitka



Kombinovane metode:

□ Štutgartska metoda

$$VP = S + 5(D - kVP)$$

$$VP = \frac{S + 5D}{1 + 5k}$$

S – reproduktivna vrijednost bez nematerijalne imvine

D – stabilizovani dobitak

k – stopa prinosa na sopstveni kapital



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Kombinovane metode:

❑ Metoda ekstra dobitka

$$PVP = S + a_n (D - k_o S)$$

S – reproduktivna vrijednost neto aktive bez nematerijalne imovine

D – stabilizovani bruto, odnosno neto dobitak

a_n – diskontni faktor iz IV finansijske tablice

k_o – stopa neto prinosa na sopstveni kapital



EVALUACIJA PREDUZEĆA

Kombinovane metode:

❑ Metoda multiplikacije

$$VP = \frac{P}{E} B$$

P – tržišna vrijednost jedne akcije

E – neto dobitak jedne akcije

B – broj prodatih akcija