



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.



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 1	Operativni novčani tok 2	Promena vrednosti neto obrtnih sredstava		Promena dugoročnih rezervisanja		Investicije 7	Slobodni novčani tok (2-3+4+5-6-7) 8	Diskontni faktor 9	Sadašnja vrednost (8x9) 10
		Povećanje 3	Smanjenje 4	Povećanje 5	Smanjenje 6				
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

Procjena vrijednosti preduzeća kapitalizacijom dobitka

STABILIZOVANI DOBITAK MOŽE SE UTVRDITI:

- Korekcijom ostvarenog dobitka**
- Projekcijom očekivanog dobitka**
- Kombinacijom korigovanog ostvarenog 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.

- Korekcije u okviru troškova materijala
- Korekcije u okviru troškova amortizacije
- Korekcije bruto zarada
- Korekcija vezana za promjenu sistema obračuna troškova
- Korekcija prihoda



Prinosna metoda

Stabilizovani dobitak na bazi korigovanog ostvarenog rezultata

Ako je stopa inflacije velika (dvocifrena po pravilu) potrebno je izvršiti revalorizaciju. Koeficijent revalorizacije dobija se kao odnos indeksa rata cijena na malo u godini u kojoj se vrši procjena vrijednosti preduzeća sa indeksom rasta cijena na malo u godini kada je ostvaren bruto (neto) dobitak.



Prinosna metoda

Stabilizovani dobitak na bazi očekivanog rezultata

Ne projektuje se bruto (neto) dobitak za narednu godinu nego dobitak (bruto ili neto) koji će se sa najvećim stepenom vjerovatnoće ostvariti u nizu narednih godina, ali se pri tome ne uzimaju u obzir eventualna investiciona ulaganja.



Prinosna metoda

Stabilizovani dobitak na bazi kombinacije korigovanog ostavrenog dobitka i očekivanog dobitka.

Stabilizovani dobitak se u ovom slučaju dobija kao ponderisani prosjek aritmetičke sredine korigovanih ostavrenih dobitaka u prethodnom periodu, korigovanog ostavrenog dobitka iz one godine koji će se prema mišljenju procjenjivača sa najvećom vjerovatnoćom pojavljivati u narednim godinama i projektovanog očekivanog dobitka za narednu godinu.

Projektovani očekivani rezultat dobija se iz planskog bilansa uspjeha.



Prinosna metoda

Statičke prinosne metode

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

**I način – aritmetička sredina korigovanog ostvarenog rezultata**

godina	2018	2019	2020
Korigovani ostvareni bruto dobitak (neto)	300.000	400.000	500.000

$$\bar{x} = \frac{300.000 + 400.000 + 500.000}{3}$$

$$\bar{x} = 400.000$$

**I Inačin – ponderisani prosjek korigovanog ostarenog rezultata**

godina	2018	2019	2020
Korigovani ostvareni bruto dobitak (neto)	300.000	400.000	500.000
Vjerovatnoća ponavljanja	0,25	0,50	0,25

300.000	0,25	75.000
400.000	0,50	200.000
500.000	0,25	125.000
Ponderisani prosjek korigovanog ostarenog rezultata		400.000



Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog kombinacijom ostvarenog i očekivanog dobitka

Prosjek za tri godine = 400.000 (vjerovatnoća 0,25)

Dobitak iz 2019 – najveća vjerovatnoća pojavljivanja u narednim godinama = 400.000 (vjerovatnoća 0,5)

Očekivani dobitak = 410.000 (vjerovatnoća 0,25)



Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog kombinacijom ostvarenog i očekivanog dobitka

400.000	0,25	100.000
400.000	0,50	200.000
410.000	0,25	102.500
Ponderisani prosjek korigovanog ostarenog i očekivanog rezultata		402.500



Kapitalizacija stabilizovanog očekivanog dobitka

Projektovanje očekivanog rezultata vrši se u tri varijante:

- Optimistička varijanta**
- Pesimistička varijanta**
- Vjerovatna varijanta**



Kapitalizacija stabilizovanog očekivanog dobitka

Ponderisani prosječni očekivani dobitak = $\frac{a+4m+b}{6}$

a – pesimistička projekcija očekivanog dobitka

m – vjerovatna projekcija očekivanog dobitka

b – pesimistička projekcija očekivanog rezultata



Kapitalizacija pri rastu dobitka

$$\text{Vrijednost preduzeća} = \frac{D}{(k_0 - g)}$$

k_0 - cijena kapitala

g – stopa rasta dobitka



Cijena kapitala

- Cijena kapitala treba da sadrži porez na dobitak ako je ostvareni rezultat bruto dobitak (poslovni dobitak)
- Cijena kapitala treba da isključi porez na dobitak ako je ostvareni rezultat neto dobitak.