



KOMORA PROCJENITELJA CRNE GORE



CRNOGORSKI EDUKATIVNI CENTAR

VI PREGLED PROPISANE METODOLOGIJE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI KAPITALA

Prof. dr Dragoljub Janković
Savjetnik potpredsjednika Vlade Crne Gore

Podgorica, 24.11.2018.



MONT AUDIT d.o.o.
revizija, kontroling, konsalting



Ministarstvo finansija Crne Gore



SAVJETOVANJE U VEZI PRIMJENE METODOLOGIJE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI IMOVINE"

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

VRIJEDNOST FIRME

- DRUŠTVO KAPITALA (AD, DOO)
- OSTALI OBLICI PRAVNOG LICA

VRIJEDNOST KAPITALA

- AKCIJSKI KAPITAL
- UDJELI
- OSTALI OBLICI KAPITAL

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

3

Metode procjene kapitala:

➤ **Tržišni pristup**

- Metoda uporedivih kompanija
- Metoda uporedivih transakcija

➤ **Prinosni pristup**

- Metoda diskontovanih novčanih tokova
- Direktna kapitalizacija

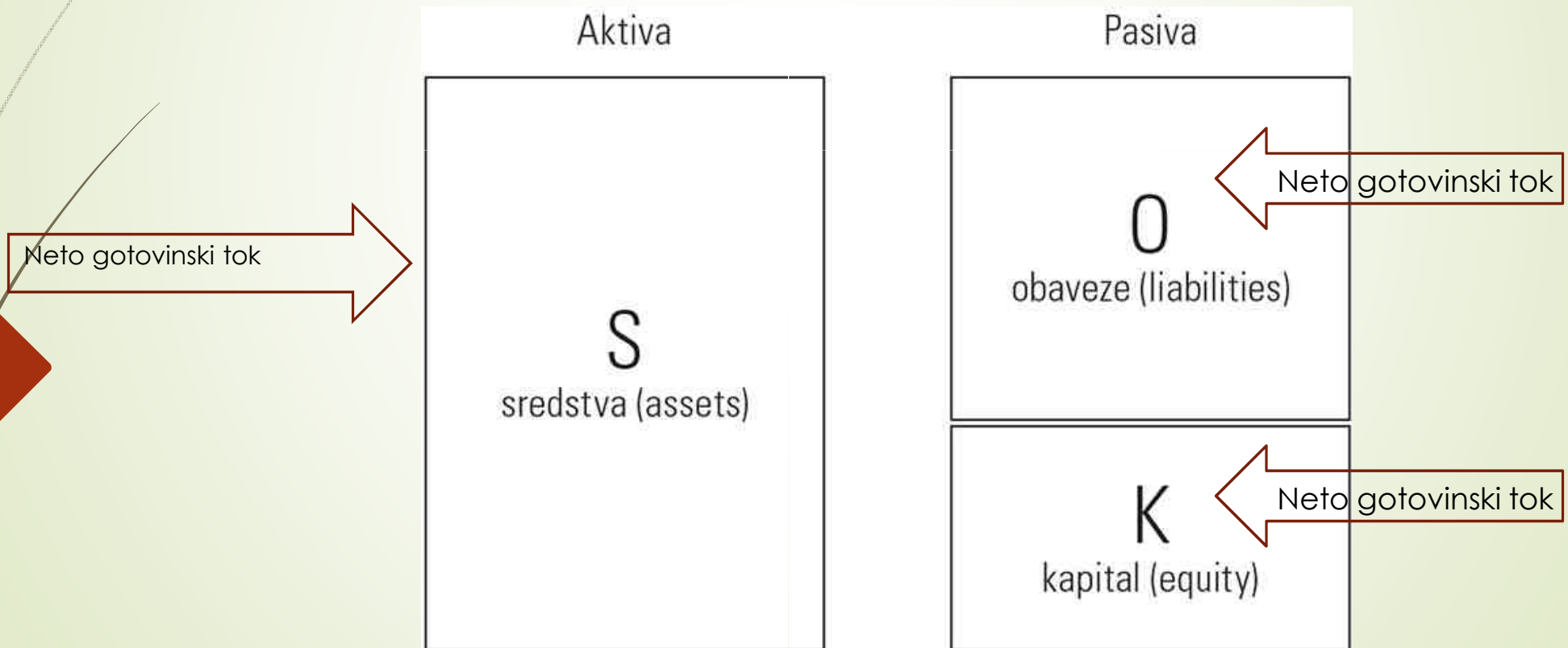
➤ **Troškovni pristup (vrijednost imovine veća od njene sposobnosti zarađivanja)**

- Metoda neto imovine
- Likvidacioni metoda

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

BILANS STANJA

Koncept neto prihoda koji ostvaruje aktiva za vrijednost kompanije ili uloženi kapital za vlasnike.



PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

► Tržišni pristup

► Metoda uporedivih kompanija

► Metoda uporedivih transakcija

Metod uporedivih kompanija – uzorak od 3-5 kompanija čijim akcijama se javno trguje na organizovanim tržištima kapitala – berzama. Uporedive kompanije su one koje posluju u istoj djelatnosti i sa uporedivim poslovnim aktivnostima (proizvodni portfolio, spektar usluga koje pružaju, lokacija na kojoj posluju i veličina).

5

Upoređuju se pokazatelji i multiplikatori. **Multiplikatori** su odnos između:

- Investiranog kapitala i prihoda od prodaje,
- Investiranog kapitala i dobiti prije kamate, poreza, depresijacije i amortizacije (EBITDA)
- Investiranog kapitala i dobiti prije kamate i poreza (EBIT).

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

➤ Tržišni pristup

- Metoda uporedivih kompanija
- **Metoda uporedivih transakcija**

Metoda uporedivih transakcija odnosi se na uporedive privredne subjekte koji su nedavno prošli kroz proces promjene vlasništva. Multiplikatori vrijednosti koji se najčešće definišu kao transakcijska vrijednost investiranog kapitala u odnosu na:

- prihod od prodaje
- EBITDA
- EBIT.

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

► Prinosni pristup

KOMPANIJA XYZ		
1	PRIHOD	2.000.000 €
2	OPERATIVNI TROŠKOVI	- 1.500.000 €
2.1	Plate	- 1.000.000 €
2.2	Sirovine i drugi troškovi	- 500.000 €
3	Zarada prije amortizacije i depresijacije (EBITDA)	500.000 €
3.1	Amortizacija (nematerijalna imovina)	- 25.000 €
3.2	Depresijacija (materijalna imovina)	- 75.000 €
4	Zarada prije kamata i poreza (EBIT)	400.000 €
5	Troškovi kamata	- 50.000 €
6	BRUTO DOBIT ili zarada prije oporezivanja (EBT)	350.000 €
7	POREZ (9%)	31.500 €
8(6-7)	NETO DOBIT	318.500 €
	EBITDA =neto dobit + kamata + porez + depresijacija + amortizacija	500.000 €

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

- **Prinosni pristup**
 - **Metoda diskontovanih novčanih tokova**
 - **Direktna kapitalizacija**

Metoda diskontovanih novčanih tokova sastoji se u proračunu sadašnje vrijednosti. Diskontuje se neto novčani tok i rezidualna vrijednost. Uzima se u obzir vrijeme projektovanja ovog novčanog toka i rizike koje preuzima vlasnik tog novčanog toka. Projektuju se:

- **Poslovni prihodi,**
- **Poslovni rashodi,**
- **Investiciona ulaganja,**
- **Struktura izvora finansiranja,**
- **Rezidualna vrijednost (vrijednost posle projektovanog perioda) i**
- **Diskontna stopa.**

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

U zavisnosti od svrhe procjene i da li se vrši procjena vrijednosti investiranog kapitala (sopstveni i prozajmljeni) ili procjena vrijednosti sopstvenog kapitala, projekcija novčanog toka može biti:

1) Slobodni novčani tok ka vlasnicima investiranog kapitala =

- EBIT * (1 - poreska stopa)
- + amortizacija
- kapitalna ulaganja
- investicije u obrtni kapital

2) Slobodni novčani tok ka vlasnicima sopstvenog kapitala =

- Neto dobit
- + amortizacija
- kapitalna ulaganja
- investicije u obrtni kapital
- + priliv iz novih kredita
- odliv po osnovu otplate kredita

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

Rezidualna vrijednost

$$\text{Vrijednost kapitala} = \frac{\text{slobodni novčani tok} * (1+g)}{(PPCK-g)}$$

Slobodni novčani tok u posljednjoj godini projekcije

g = dugoročna stopa rasta

PPCK = prosječno ponderisana cijena kapitala

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

Određivanje diskontne stope

- Cijena sopstvenog kapitala ako je gotovinski tok prema sopstvenom kapitalu (prosječna stopa prinosa ili stopa prinosa na alternativnu investiciju istog rizika)
- Prosječno ponderisani prinos ukupnog investiranog kapitala (sopstveni + kreditni) - WACC
- CAPM za utvrđivanje fer tržišnog prinosa

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

12

CAPM

$$\rightarrow K_e = K_f + \beta \cdot (ERP - K_f) + K_s + K_c + K_{sp}$$

K_e = očekivana cijena sopstvenog kapitala

K_f = stopa ulaganja bez rizika na dan procjene. Stopa ulaganja bez rizika je stopa prinosa na sredstvo na tržištu koja sa sobom ne nosi bilo kakav rizik, prvenstveno rizik nemogućnosti isplate

β = Beta koeficijent

ERP = očekivani prinos akcija na tržištu

K_s = premija za rizik veličine

K_c = premija za rizik ulaganja u određenu zemlju

K_{sp} = specifična premija ulaganja u određeno društvo.

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

$$\text{PPCK}_{\text{nakon poreza}} = R_e * \frac{E}{(D+E)} + R_d * (1-t) * \frac{D}{(D+E)}$$

PPCK nakon poreza = prosječna ponderisana cijena kapitala nakon poreza

R_e = cijena sopstvenog kapitala

E = tržišna vrijednost kapitala

D = tržišna vrijednost duga

R_d = cijena duga

t = statutarna stopa poreza na dobit

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

Preračun vrijednosti sopstvenog kapitala iz vrijednosti investiranog kapitala:

Vrijednost sopstvenog kapitala =

Vrijednost investiranog kapitala

– dug

+ gotovina i gotovinski ekvivalenti

+ neoperativna imovina

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

➤ **Prinosni pristup**

➤ Metoda diskontovanih novčanih tokova

➤ **Direktna kapitalizacija**

Metoda Direktne kapitalizacije se primjenjuje umjesto DNT kada je gotovinski tok:

- Jednak (anuitet)
- Beskonačan
- Očekuje se stabilno poslovanje, tj. bez većih promjena u budućnosti.

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

➤ Troškovni pristup (vrijednost imovine veća od njene sposobnosti zarađivanja)

➤ Metoda neto imovine

➤ Likvidacioni metoda

Metoda neto imovine predstavlja utvrđivanje razlike između procijenjene vrijednosti **ukupne imovine** i **ukupnih obaveza**. Vršiti se procjena svake grupe sredstava:

- Osnovna sredstva – zemljište, građevinski objekti, postrojenja i oprema, investicije u toku
- Nematerijalna sredstva – goodwill, ulaganje u razvoj, patenti, koncesije itd. i
- Obrtna imovina – gotovina, zalihe, hartije od vrijednosti kojima se trguje, kratkoročna potraživanja i aktivna vremenska razgraničenja.
- Utvrđuju se sve obaveze

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

- ▶ **Troškovni pristup (vrijednost imovine veća od njene sposobnosti zarađivanja)**
 - ▶ Metoda neto imovine
 - ▶ **Likvidacioni metoda**

U slučaju likvidacione metode, primjenjuje se isti princip kao i pri primjeni metode neto imovine s tim što se sve pozicije bilansa stanja procjenjuju po likvidacionoj vrijednosti uz primjenu **diskonta za redovnu ili prinudnu (ubrzanu) likvidaciju na datum procjene vrijednosti**. Ovlašćeni procjenjivač obračunava i **dodatne troškove likvidacije** koji se **oduzimaju** od tako procjenjene likvidacione vrijednosti kapitala poslovnog subjekta.

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA





Ministarstvo finansija Crne Gore

www.komoraprocjenitelja.me



MONT AUDIT d.o.o.
revizija, kontroling, konsalting

**Napredujemo
kroz saradnju!
Progress through sharing!**