

Procjena vrijednosti privatno držanog poduzeća iz djelatnosti maloprodaje

Begić, Valentina

Master's thesis / Diplomski rad

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:461104>

Rights / Prava: [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-08-09**



Repository / Repozitorij:

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Diplomski sveučilišni studij Poslovne ekonomije, smjer Analiza i poslovno planiranje

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIVATNO DRŽANOG PODUZEĆA IZ DJELATNOSTI
MALOPRODAJE

Diplomski rad

Valentina Begić

Zagreb, rujan 2019.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Diplomski sveučilišni studij Poslovne ekonomije, smjer Analiza i poslovno planiranje

PROCJENA VRIJEDNOSTI PRIVATNO DRŽANOG PODUZEĆA IZ DJELATNOSTI
MALOPRODAJE

VALUATION OF A PRIVATELY HELD RETAIL COMPANY

Diplomski rad

Valentina Begić

JMBG: 0067512094

Mentor: Doc. dr. sc. Denis Dolinar

Zagreb, rujan 2019.

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je završni/diplomski/specijalistički rad, odnosno doktorska disertacija isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student/ica:

U Zagrebu, _____

(potpis)

SAŽETAK

Predmet istraživanja ovog rada je vrednovanje privatnog poduzeća iz djelatnosti maloprodaje. Vrednovanje privatno držanih poduzeća veže uz sebe određene specifičnosti u odnosu na vrednovanje javnih dioničkih društava, zbog čega se poseban značaj u radu pridaje upravo tim specifičnostima. Osnovni ciljevi rada su: (1) na jednostavan način objasniti postupke vrednovanja poduzeća, (2) provesti analizu djelatnosti i poslovnu analizu poduzeća te (3) utvrditi vrijednost poduzeća. Stoga je u radu na konkretnom primjeru primijenjena metoda diskontiranja slobodnih novčanih tokova, najčešće korištena metoda vrednovanja. Ciljevi radi postignuti su korištenjem (1) stručne i znanstvene literature koja se bavi problematikom procesa i metoda vrednovanja poduzeća, (2) dostupnih financijskih izvještaja i informacija o poduzeću, te (3) podataka o usporedivim poduzećima. Na temelju financijskih izvještaja za zadnje tri godine provedena je procjena budućeg poslovanja i novčanih tokova poduzeća. Budući da primijenjena metoda procjene vrijednosti zahtijeva i utemeljenje adekvatne diskontne stope, isto je provedeno koristeći podatke o usporedivim poduzećima. U konačnici je procijenjena vrijednosti umanjena za diskont likvidnosti, specifičan za vrednovanje privatnih poduzeća.

Ključne riječi: vrednovanje poduzeća, metoda diskontiranja novčanih tokova, slobodni novčani tokovi, diskontna stopa, djelatnost maloprodaje, privatno držano poduzeće

ABSTRACT

The subject of this thesis is a valuation of private retail company. Compared to valuation of public companies, the valuation of privately held companies is specific. Thus, significant part of the thesis is attributed to those specifics. Main objectives of this paper are: (1) describe valuation procedures in a simple way, (2) conduct retail business analysis and business analysis of the company, as well as (3) determine the value of the company. Therefore, in this paper is applied discounted free cash flow method, the most frequently used valuation method. Objectives are achieved through the use of (1) scientific literature which deals with valuation process and methods, (2) available financial statements and information about company and (3) available data on comparable companies. Based on financial statements for the past three years, an assessment of future business activities and cash flows of the company has been carried out. Since the applied valuation method requires the establishment of the adequate discount rate, it was established using data on comparable companies. Finally, liquidity discount was applied, which is the specificity of the private companies' valuation.

Key words: valuation of a company, DCF method, free cash flows, discount rate, retail, privately held company

SADRŽAJ

1	Uvod.....	1
1.1	Predmet i cilj rada	1
1.2	Metode i izvori podataka.....	1
1.3	Sadržaj i struktura rada.....	1
2	Teorijski aspekt vrednovanja poduzeća.....	3
2.1	Pojam i koncepti vrijednosti	3
2.1.1	Knjigovodstvena vrijednost.....	3
2.1.2	Likvidacijska vrijednost	4
2.1.3	Tržišna vrijednost.....	4
2.1.4	Ekonomska vrijednost.....	5
2.2	Pojam i proces vrednovanja.....	5
2.2.1	Problemi vrednovanja poduzeća	7
2.2.2	Neizvjesnost i nepreciznost.....	8
2.2.3	Mitovi o procjeni vrijednosti.....	8
2.3	Temeljne metode vrednovanja poduzeća.....	10
2.3.1	Tržišne metode vrednovanja	11
2.3.2	Metode vrednovanja temeljene na imovini	13
2.3.3	Metode diskontiranih novčanih tokova	16
3	Specifičnosti vrednovanja privatno držanog poduzeća	19
3.1	Procjena budućeg poslovanja i veličine novčanih tokova	19
3.1.1	Metoda postotka od prodaje	19
3.1.2	Izračun slobodnih novčanih tokova.....	21
3.1.3	Rezidualna vrijednost.....	22
3.2	Određivanje troška kapitala	24
3.2.1	Trošak duga.....	26
3.2.2	Trošak obične glavnice.....	27
3.3	Metode vrednovanja privatno držanog poduzeća.....	29
4	Karakteristike djelatnosti maloprodaje.....	32
4.1	Oblici i trendovi u maloprodaji	32
4.1.1	Klasifikacija maloprodajnih oblika	32
4.1.2	Trendovi u djelatnosti maloprodaje.....	33
4.2	Profitne marže u djelatnosti maloprodaje	34

4.3	Djelatnost maloprodaje na globalnoj razini	36
4.4	Djelatnost maloprodaje na području Bosne i Hercegovine.....	36
5	Vrednovanje privatno držanog poduzeća iz djelatnosti maloprodaje metodom diskontiranja slobodnih novčanih tokova	38
5.1	Poslovna analiza promatranog poduzeća	38
5.1.1	SWOT analiza	39
5.1.2	Analiza financijskih izvještaja poduzeća.....	40
5.1.3	Analiza temeljnih financijskih pokazatelja poduzeća	43
5.2	Prognoza budućih novčanih tokova poduzeća	45
5.2.1	Prognoza stavki računa dobiti i gubitka	45
5.2.2	Projekcija ulaganja u obrtni kapital i kapitalnih investicija.....	47
5.2.3	Projekcija novčanih tokova promatranog poduzeća	48
5.2.4	Projekcija terminalne vrijednosti.....	48
5.3	Utemeljenje adekvatne diskontne stope poduzeća	49
5.4	Procjena vrijednosti poduzeća.....	51
6	Zaključak	52
	Literatura.....	54
	Popis tablica.....	57
	Životopis.....	58

1 Uvod

1.1 Predmet i cilj rada

Predmet ovog diplomskog rada je proces procjene vrijednosti poduzeća iz djelatnosti maloprodaje. Kroz rad se nastoje detaljno prikazati temeljni koncepti vrijednosti, teorijski aspekt procesa vrednovanja poduzeća i osnovne metode koje se koriste prilikom utvrđivanja vrijednosti poduzeća, s naglaskom na specifičnosti vezane uz procjenu vrijednosti privatno držanih poduzeća.

Osnovni ciljevi ovog diplomskog rada su objasniti postupke vrednovanja poduzeća, analizirati djelatnost maloprodaje s fokusom na maloprodaju u BiH, provesti poslovnu analizu promatranog poduzeća, te primjenom metode diskontiranja novčanih tokova utvrditi vrijednost poduzeća.

1.2 Metode i izvori podataka

Glavni izvori podataka su stručna i znanstvena literatura koja detaljno obrađuje proces procjene novčanih tokova poduzeća te postupak utvrđivanja diskontne stope, koja se koristi pri utvrđivanju sadašnje vrijednosti procijenjenih budućih novčanih tokova. Podloga za analizu poslovanja poduzeća i procjenu novčanih tokova su financijski izvještaji poduzeća za razdoblje 2015.-2017. godine te interne informacije dobivene iz razgovora s menadžmentom. Za procjenu diskontne stope, korišteni su ulazni podaci američkog sveučilišnog profesora Aswatha Damodarana. U okviru rada korištene su sljedeće metode: analiza, sinteza, indukcija, dedukcija, komparacija, kompilacija te metoda studije slučaja. Pri analizi podataka iz financijskih izvještaja i izračunu financijskih pokazatelja korištene su matematičke metode primjenom matematičke logike, operacija i formula.

1.3 Sadržaj i struktura rada

Diplomski rad se sastoji od 6 poglavlja. U prvom poglavlju se izlažu tema i cilj rada, način na koji su prikupljeni podaci za izradu rada, te struktura i sadržaj rada. Drugo poglavlje je osmišljeno kao uvod u teorijski dio procjene vrijednost poduzeća. Tako se u tom dijelu

opisuju temeljni koncepti vrijednosti, proces vrednovanja te problemi koje se vežu uz postupak vrednovanja. Nakon toga, navode se temeljne metode procjene vrijednosti poduzeća. Poduzeće čija se vrijednost procjenjuje je u privatnom vlasništvu i ne kotira na burzi. Kod procjene takvih poduzeća postoje određene razlike u odnosu na procjenu javnih dioničkih društava, stoga je potrebno posvetiti pažnju specifičnostima vrednovanja privatno držanih poduzeća, što je i učinjeno u trećem poglavlju.

Nakon teorijskog okvira za procjenu vrijednosti, četvrto poglavlje se bazira na analizi same djelatnosti maloprodaje. Ukratko se opisuju temeljni trendovi koji su obilježili maloprodaju, te stanje u djelatnosti maloprodaje u svijetu i Bosni i Hercegovini. Peto poglavlje obuhvaća analizu poslovanja promatranog poduzeća i procjenu vrijednosti primjenom metode diskontiranja novčanih tokova. Prvo se procjenjuju slobodni novčani tokovi poduzeća, nakon toga se utvrđuje adekvatna diskontna stopa, te se konačno na temelju dobivenih rezultata procjenjuje vrijednost poduzeća. Konačno, u šestom poglavlju iznose se najvažniji zaključci teoretskog dijela i provedene procjene vrijednosti.

2 Teorijski aspekt vrednovanja poduzeća

Ovo poglavlje služi kako uvod u teorijski dio procjene vrijednosti poduzeća. U njemu se opisuju temeljni koncepti vrijednosti i postupak vrednovanja, uz osvrt na probleme koji se vežu uz proces procjene vrijednosti. Također, u ovom poglavlju su obrađene i temeljne metode vrednovanja poduzeća.

2.1 Pojam i koncepti vrijednosti

Vrijednost je jedan od temeljnih koncepata ekonomskog rezoniranja i rezultat je razmjene dobara i usluga. Budući da nije jasno definirana veličina njoj se može pristupiti subjektivno i objektivno. S jedne strane se vrijednost određuje preko korisnosti dobara i usluga za pojedince koji nastoje maksimizirati korisnost prema svojim krivuljama indiferencije. S druge strane se vrijednost predstavlja kao objektivna veličina utemeljena na količini potrebnog rada za proizvodnju dobara i usluga. Vrijednost poduzeća označava koliko to poduzeće vrijedi i treba ju razlikovati od cijene poduzeća. Cijena označava iznos koji će kupac platiti za poduzeće i rezultat je konsenzusa između dvije strane kupoprodajnog postupka. (Orsag S. , 1997., str. 13. i 46.-47.) Cijena plaćena za imovinu mora odražavati vrijednosti novčanih tokova za koje se očekuje da će ih ta imovina generirati. (Damodaran, 2002., str. 1.-2.) Prema tome, cijena ovisi o vrijednosti, ali ih se ne smije poistovjećivati.

Razlikuje se više koncepata vrijednosti, a kao najvažniji se ističu: knjigovodstvena, likvidacijska, tržišna, ekonomska, reprodukcijaska, raskomadana, going-concern vrijednosti, te specifični oblici poput vrijednosti jamstva, oporezive vrijednosti, procijenjene vrijednosti i osigurane vrijednosti. Kako bi se razumio sam postupak vrednovanja poduzeća, potrebno je razumjeti različite koncepte vrijednosti. (Orsag S. , 1997., str. 16.) Iako literatura navodi više koncepata, kao temeljni koncepti vrijednosti se ističu knjigovodstvena, likvidacijska, ekonomska i tržišna vrijednost. Stoga će se u nastavku kratko objasniti svaka od njih.

2.1.1 Knjigovodstvena vrijednost

Knjigovodstvena vrijednost se svodi na utvrđivanje čiste imovine poduzeća, koja predstavlja razliku između knjigovodstveno procijenjene vrijednosti imovine i knjigovodstveno

procijenjenih obveza poduzeća. (Orsag S. , 1997., str. 17.) Drugim riječima, čista imovina poduzeća predstavlja razliku između aktive i ukupnih obveza poduzeća, kratkoročnih i dugoročnih. Prema tome, temelj za procjenu knjigovodstvene vrijednosti je bilanca poduzeća. S obzirom da se imovinski oblici knjigovodstveno procjenjuju prema principu troškova stjecanja, prednost knjigovodstvene vrijednosti je njezina objektivnost. Međutim, knjigovodstvena vrijednosti zbog statičnosti i orijentiranosti na prošlost, ne može biti temeljni izraz vrijednosti poduzeća niti može odraziti tekuću ekonomsku vrijednost. Ona je bliska tržišnoj vrijednosti u vrijeme nastanka određene transakcije, ali s vremenom i promjenama u dinamičnoj okolini poduzeća dolazi do otklanjanja ekonomske od knjigovodstvene vrijednosti.

(Orsag S. , 1997., str. 18.)

2.1.2 Likvidacijska vrijednost

Likvidacijska vrijednosti je, kao i knjigovodstvena, orijentirana na prošlost, i ne može biti temeljni izraz vrijednosti poduzeća. Koncept likvidacijske vrijednosti se primjenjuje u situacijama kada je poduzeće suočeno s financijskim poteškoćama i postoji rizik bankrota. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 24.) Ona predstavlja vrijednost koja će se ostvariti iz likvidacijske mase formirane prodajom poduzeća ili pojedinih dijelova poduzeća, odnosno imovine. U situaciji kada nastupi poslovna kriza poduzeća, likvidacijska vrijednost se uspoređuje s procijenjenom vrijednosti nakon sanacije, te se na temelju toga donosi odluka o nastavku poslovanja poduzeća. Ukoliko je likvidacijska vrijednosti veća od one koja se može ostvariti sanacijom, poduzeće više vrijedi „mrtvo“ i bolje ga je likvidirati. Budući da je koncept likvidacijske vrijednosti karakterističan za poduzeća u krizi, može predstavljati samo procjenu stupnja sigurnosti ulaganja u financijske instrumente poduzeće, ali ne i temelj procjene njihove vrijednosti. (Orsag S. , 1997., str. 20.)

2.1.3 Tržišna vrijednost

Vrijednost imovine koja se ostvaruje u trenutku kupoprodaje između kupca i prodavatelja, pod uvjetom da nijedna strana nije prisiljena kupiti, odnosno prodati tu imovinu, predstavlja tržišnu vrijednost imovine. (Stowe D. J., 2002., str. 17.) Naziva se još i fer tržišna vrijednost, a vremenski je orijentirana na sadašnjost. Za poduzeća čije dionice kotiraju na burzi, tržišna

vrijednost se može dnevno utvrđivati na temelju burzovnih izvještaja. Tržišna vrijednost se približava intrinzičnoj, odnosno realnoj vrijednosti. No, kako je to vrijednost postignuta u nadmetanju između kupca i prodavatelja, te predstavlja svojevrsni konsenzus između dvije strana kupoprodajne transakcije, ne može se reći da je tržišna vrijednost realna vrijednost. (Orsag S. , 1997., str. 24.)

2.1.4 Ekonomska vrijednost

Koncept ekonomske vrijednosti se zasniva na sposobnosti imovine ili poduzeća da vlasnicima u budućnosti osigura čiste novčane tokove nakon poreza. Ekonomska vrijednost se temelji na profitnoj snazi imovine i odgovara na pitanje koliko poduzeće zarađuje upošljavanjem imovine koju posjeduje. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 24.) Za razliku od koncepta knjigovodstvene vrijednosti koji je orijentiran na prošlost i tržišne vrijednosti orijentirane na sadašnjost, koncept ekonomske vrijednosti je u potpunosti fokusiran na budućnost. Kao varijanta ekonomske vrijednosti navodi se going-concern koncept vrijednosti, koji se temelji na pretpostavci neograničenog kontinuiteta poslovanja poduzeća. Utvrđivanje ekonomske vrijednosti uz sebe nosi određene poteškoće. Javlja se problem objektivne procjene budućih novčanih tokova i rezidualne vrijednosti imovine ili cijelog poduzeća. Osim toga, poteškoće se vežu i uz utvrđivanje odgovarajuće diskontne stope kojom će se struja budućih novčanih tokova svesti na sadašnju vrijednost. (Orsag S. , 1997., str. 25.)

2.2 Pojam i proces vrednovanja

Temeljni cilj poslovanja poduzeća je maksimizacija vrijednosti poduzeća. Stoga je i proces procjene vrijednosti od velike važnosti za poduzeće. Proces vrednovanja poduzeća mogu inicirati samo poduzeće (sadašnji vlasnici), potencijalni vlasnici i druge zainteresirane osobe. Cilj procesa vrednovanja je utvrditi očekivanu fer (tržišnu) vrijednost imovine. Prema Orsagu (1997., str. 49.), situacije u kojima se koristi procjena vrijednosti poduzeća mogu biti sljedeće: kupoprodaja poduzeća, dijela poduzeća ili vlasničke glavnice, spajanje i pripajanje poduzeća, razgolićavanje poduzeća, osiguranje imovine, kriza poduzeća i njezino rješavanje, sudski sporovi, legalne potrebe i slično. Sama uloga procesa vrednovanja ovisi o području u kojem se koristi. Na primjer, kod upravljanja portfeljem vrednovanje ima važnu ulogu za aktivnog investitora, dok pasivni investitori ne pridaju veliku važnost procjeni. U procesima

spajanja i preuzimanja, obje strane trebaju utvrditi realnu vrijednost prije davanja ponude, odnosno prihvaćanja ili obijanja ponude. Stoga, u tim situacija proces utvrđivanja vrijednosti ima središnju ulogu. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 19.)

Koller i drugi (2005., str. 131.) navode sljedeće korake u procesu utvrđivanja vrijednosti poduzeća:

1. Analiza poslovanja poduzeća.
2. Prognoza poslovanja poduzeća.
3. Odabir adekvatnih metoda vrednovanja.
4. Upotreba financijskih prognoza u modelima vrednovanja i izračun vrijednosti poduzeća.
5. Donošenje poslovne odluke na temelju procijenjene vrijednosti.

Analiza poslovanja uključuje analizu procjenjivanog poduzeća, analizu industrije (mikro-okruženja) te analizu makro-okruženja. Moguća su dva pristupa analizi poslovanja. Kod pristupa odozgo prema dolje, odnosno top-down pristupa, prvo se analizira makroekonomsko okruženje, zatim industrija u kojoj poduzeća posluje te se konačno utvrđuje položaj poduzeća unutar njih. Na temelju projekcija za okruženje i industriju izračunavaju se projekcije za poduzeće. S druge strane, polazište pristupa odozdo prema gore (bottom-up pristup) je poslovanje poduzeća, te se prognoze vezane za poduzeće agregiraju u prognoze industrije i okruženja. Budući da poduzeće ne može značajno utjecati na okruženje i industriju, već je njegovo poslovanje i tržišni položaj određen stanjem u mikro i makro okruženju, top-down pristup se nameće kao objektivniji. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 29.-30.)

Sljedeći korak u procesu vrednovanja je prognoza poslovanja poduzeća. Na temelju povijesnih podataka o poslovanju poduzeća te pretpostavki o budućim kretanjima okruženja i postupcima uprave, izrađuju se *pro forma* financijski izvještaji. Takvi izvještaji su i referentna točka pri usporedbi planiranih i ostvarenih rezultata. U njima se nalaze varijable koje su ulazni podaci za modele vrednovanja. Prognoziranje poslovanja poduzeća je detaljnije obrađeno u trećem poglavlju. Nakon provedenih analiza i projekcija budućeg poslovanja poduzeća, analitičari trebaju odabrati najprikladnije metode vrednovanja, uzimajući u obzir ograničenja podataka, s kojima se često susreću. Financijske prognoze se koriste za izračun temeljnih varijabli odabranih modela, na primjer za izračun slobodnih novčanih tokova. Konačno, nakon provedenog postupka vrednovanja, analitičar dostavlja izvještaj naručitelju

procjene, koji na temelju toga donosi poslovnu odluku. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 22.)

2.2.1 Problemi vrednovanja poduzeća

Prilikom procjene vrijednosti analitičari nailaze na probleme koji su proizašli iz velikog broja varijabli koje determiniraju vrijednost poduzeća, različitih razloga procjene ili iz mogućnosti upotrebe metoda vrednovanja. Javljaju se i problemi vezani uz usporedbu vrijednosti i objektivnost procjene. Usporedba u procesu vrednovanja ne jamči dovoljno objektivnosti, jer nije jednostavno pronaći drugo poduzeće koje posluje u istim okolnostima kao i procjenjivano. Osim toga, vrednovanje se temelji na subjektivnim procjenama procjenitelja, koje uz sebe nose i određeni stupanj rizičnosti neostvarivanja predviđenih efekata, pa procijenjena vrijednost nije potpuno precizna. (Orsag S. , 1997., str. 50.)

Značajan problem koji se veže uz proces vrednovanja je pristranost. Prikupljanjem općenitih informacija o poduzeću, stvaraju se određene predodžbe. Kako se povećava količina informacija potrebnih za vrednovanje, tako se povećava i pristranost analitičara. Njoj dodatno pridonose institucionalni faktori prisutni u mnogim procjenama, te struktura nagrade i kazne, koja je povezana s pronalaskom poduzeća koja treba vrednovati – precijeniti ili podcijeniti. Ako nagrada analitičara ovisi o tome treba li poduzeće, biti precijenjeno ili podcijenjeno, analitičari će biti pristrani u procjeni. (Damodaran, 2010., str. 2.-3.)

Prema Damodaranu (2010., str. 3.), pristranost se na procijenjenu vrijednost može manifestirati na tri načina. Jedan od njih je kroz ulazne podatke koji se koriste pri vrednovanju. Pretpostavke na temelju kojih se procjenjuje vrijednost mogu biti optimistične ili pesimistične. O tim pretpostavka ovise ulazni podaci potrebni za prognozu poslovanja, a konačno i sama procijenjena vrijednost. Stoga je zapravo krajnja vrijednost odraz optimističnih ili pesimističnih pretpostavki ugrađenih u ulazne podatke. Sljedeći način je postvaluacijsko krpanje, pri čemu analitičari prilagođavaju pretpostavke nakon procjene vrijednosti, kako bi vrijednost približili onoj koju su na početku procesa vrednovanja očekivali postići. Konačno, treći način ne mijenja vrijednost, nego kvalitativnim faktorima (strateški razlozi ili sinergija) atribuirira razliku između procijenjene vrijednosti i one za koju se misli da je prava.

2.2.2 Neizvjesnost i nepreciznost

Uz proces vrednovanja poduzeća vežu se greške koje su posljedica neizvjesnosti. Damodaran (2010., str. 5.) kategorizira neizvjesnost u tri skupine. One obuhvaćaju neizvjesnost procjena, neizvjesnost tvrtke i makroekonomsku neizvjesnost. Neizvjesnost procjena se odnosi se na informacije koje analitičari pretvaraju u korisne podatke, koje dalje uključuju u modele procjene. Neizvjesnost tvrtke vezana je uz prognoze analitičara o budućem poslovanju poduzeća. Konačno, makroekonomska neizvjesnost se odnosi na predviđanja o budućim kretanjima gospodarstva i makroekonomskih indikatora.

Takva kategorizacija omogućuje razlikovanje onoga što analitičar može kontrolirati i čime može upravljati, od onoga na što analitičar nema utjecaj. Analitičari mogu utjecati jedino na neizvjesnost procjena, jer sami biraju informacije koje će uključiti u model procjene vrijednosti. Damodaran (2010., str. 5.-6.) ističe kako analitičari na neizvjesnost procjene mogu reagirati izgradnjom boljih modela vrednovanja, upotrebom raspona vrijednosti, simulacija ili izvođenjem najboljih i najlošijih scenarija. Iako se izgradnjom boljih modela može smanjiti neizvjesnost procjene, čak i najbolji modeli ne mogu smanjiti utjecaj neizvjesnosti tvrtke i makroekonomske neizvjesnosti. Nadalje, kako bi izrazili nesigurnost u procjeni vrijednosti i zaštitili se od pogrešnih procjena, analitičari mogu koristiti i izjave o vjerojatnosti. Na primjer, mogu reći da postoji vjerojatnost od 80% da je vrijednost neke imovine precijenjena. Takvi načini reagiranja na neizvjesnost omogućuju korisnicima da bolje odrede s koliko će opreza koristiti procjenu.

2.2.3 Mitovi o procjeni vrijednosti

Prema Damodaranu (2002., str. 2.-4.) uz procjenu vrijednosti vežu se određeni mitovi:

1. Budući da su modeli vrednovanja kvantitativni, procjena vrijednosti je objektivna

Modeli koji se koriste pri procjeni vrijednosti su uglavnom kvantitativni, ali je odabir ulaznih podataka subjektivan, pa je tako i procijenjena vrijednost često pod utjecajem subjektivnih predrasuda analitičara. Stoga je potrebno eliminirati sve predrasude prije vrednovanja, na način da se izbjegava javno izricanje stavova o vrijednosti prije dovršetka procjene i da vlastiti interes u procjeni vrijednosti (precijenjena ili podcijenjena) minimizira.

2. Dobro istražena i dobro odrađena procjena vrijednosti je bezvremenska

S obzirom da je procijenjena vrijednost pod utjecajem informacija o procjenjivanom poduzeću i tržišnih informacija, vrijednost će se mijenjati kako nove informacije postaju dostupne. Stoga je neizvjesnost sastavni dio procesa vrednovanja. Kako na financijsko tržište konstantno pristižu nove informacije, procjena vrijednosti zastarijeva, pa je potrebno dodati nove podatke u samu procjenu.

3. Dobra procjena osigurava preciznu vrijednost

Zbog subjektivnih pretpostavki o kretanju gospodarstva i budućem poslovanju poduzeća, čak i kod najpažljivije i jako detaljne procjene vrijednosti postojat će određeni stupanj nesigurnosti konačnog rezultata. Budući da su ulazni podaci procjene samo prognoze, nije realno očekivati ni zahtijevati potpuno sigurnu procjenu. Preciznost procjene ovisi o tome u kojoj se fazi životnog vijeka poduzeće nalazi. Tako će procjena vrijednosti zrelih poduzeća uglavnom biti preciznija, od procjene vrijednosti mladih i rastućih poduzeća, zbog toga što je njihova budućnost manje neizvjesna.

4. Što je model više kvantitativan, procjena je bolja

Složeniji model ne vodi uvijek boljim procjenama vrijednosti. Naime, analitičari zbog prevelike količine informacija mogu pogriješiti pri izboru ulaznih podataka. Također, javlja se i sindrom crne kutije. Analitičari zbog složenosti modela više ne razumiju način na koji model funkcionira, već oni „hrane ulaznim podacima crnu kutiju modela i model ispljune vrijednost“. (Damodaran, 2010., str. 8.)

5. Potrebno je pretpostaviti da je tržište neefikasno

Ukoliko se procijenjena vrijednost značajno razlikuje od tržišne cijene, potrebno je poći od pretpostavke da je tržište efikasno i točno, te pronaći argumente koji će potvrditi kako je odabrani model procjene prikladniji. Tako postavljen standard može potaknuti veći oprez pri procjeni vrijednosti.

6. Važan je rezultat procjene (vrijednost), dok proces procjene nije bitan

Postoji rizik od fokusiranja isključivo na rezultat procjene (vrijednost), jer proces procjene vrijednosti može dati značajne informacije o odabranom poduzeću te ključnim odrednicama njegove vrijednosti.

2.3 Temeljne metode vrednovanja poduzeća

Literatura ističe različite klasifikacije metoda procjene vrijednosti, što upućuje na to kako nema jedinstvene klasifikacije metoda vrednovanja. Prema Stowe (2002., str. 18.-19.) modeli vrednovanja se dijele na apsolutne i relativne. Apsolutni modeli obuhvaćaju modele sadašnje vrijednosti, dok se relativni temelje na vrijednosti usporedivih poduzeća. Damodaran (2002., str. 11.) ističe tri pristupa: vrednovanje putem diskontiranih novčanih tokova, relativno vrednovanje i modele opcijskog vrednovanja. Orsag (1997., str. 70.) klasificira metode u tri skupine: metode temeljene na imovini, metode temeljene na profitnoj snazi i kombinirane metode. Drugi autori, poput Pratta (2007., str. 62.-63.) dijele metode na tržišne, imovinske/troškovne i metode temeljene na profitnoj snazi.

Uzimajući u obzir relevantne podatke o poduzeću i industriji u kojoj posluje, procjenitelji ispituju i biraju pristupe i metode koje će koristiti za procjenu vrijednosti. Iako specifičnosti industrije upućuju na to koja bi metoda mogla biti najprikladnija, Stowe (2002., str. 21.) ističe kako odabir više ovisi o karakteristikama poduzeća. Na primjer, metode temeljene na profitnoj snazi se koriste ako poduzeće ima signifikantnu bazu kupaca i ako se budući prinosi mogu relativno pouzdano procijeniti.

Odabir prikladne metode veže uz sebe određene probleme i u konačnici utječe na pouzdanost procijenjene vrijednosti. (Poznanić i Cvijanović, 2011., str. 41.) S obzirom da svaka od metoda postavlja zahtjeve za određenim podacima, problemi se javljaju uglavnom zbog nedovoljnog broja ili kvalitete podataka. Za tržišne metode su primjerice potrebni podaci o usporedivim poduzeća ili njihovim transakcijama, dok metode temeljene na profitnoj snazi zahtijevaju povijesne podatke o poslovanju poduzeća, kao i podatke o grani i gospodarstvu. Procijenjena vrijednost će biti bliža tržišnoj, što su odabrane metode prikladnije. Teoretski, vrijednost poduzeća ne bi trebala ovisiti o korištenim metodama vrednovanja, međutim, u praksi to nije slučaj. S obzirom da različite metode zahtijevaju i različite ulazne podatke, njihova primjena rezultira različitim procijenjenim vrijednostima. (Feldman, 2005., str. 45.) Analitičari su svjesni odstupanja, zbog čega često koriste više metoda pri vrednovanju kako bi dobili točniju procjenu. U nastavku se detaljnije obrađuju pojedine metode vrednovanja poduzeća.

2.3.1 Tržišne metode vrednovanja

Analitičari koji odaberu tržišni pristup procjenjuju vrijednost imovine na temelju tržišne cijene slične, usporedive imovine. Kod procjene vrijednosti poduzeća tržišnim metodama, analiziraju se usporediva poduzeća ili transakcije u kojima su predmet kupoprodaje usporediva poduzeća. Pored analize procjenjivanog poduzeća, Damodaran (2011., str 28.) navodi sljedeće korake procesa procjene primjenom tržišnih metoda:

- Identificiranje usporedivog poduzeća kojem je tržište odredilo cijenu.
- Svođenje tržišnih cijena na zajedničku varijablu radi generiranja standardiziranih cijena koje se mogu uspoređivati.
- Prilagodba za razlike između poduzeća pri usporedbi standardiziranih veličina.

Prema Damodaranu (2010., str. 247.) usporedivo poduzeće je ono koje ima slične novčane tokove, potencijal rasta i rizik kao i poduzeće koje je predmet procjene. Nadalje, podrazumijeva poduzeća koja posluju u istoj/sličnoj djelatnosti. Ako takvih poduzeća ima dovoljno, uključuju se i dodatni kriteriji za izbor usporedivog poduzeća. Neki od tih kriterija su, na primjer, veličina poduzeća, sličnost organizacijske strukture, povijesni razvoj i rezultati poslovanja. Idealno usporedivo poduzeće je poduzeće slične veličine, koje posluje na istom tržištu sa istim proizvodima, te ima slične marže, potencijale rasta profita i sličnu kvalitetu menadžmenta.

Kako bi se slična poduzeća na tržištu mogla uspoređivati, potrebno je cijene pretvoriti u standardizirane vrijednosti, odnosno multiplikatore. Multiplikatori se dobiju stavljanjem u odnos tržišne vrijednosti poduzeća i dobit, prihoda, knjigovodstvene vrijednosti ili nekih drugih kategorija specifičnih za sektor. Nakon izračuna multiplikatora za usporediva poduzeća, važno ga je korigirati prema specifičnostima procjenjivanog poduzeća. Na primjer, ukoliko je poduzeće uspješnije po većini pokazatelja, multiplikator treba povećati. Odnosno, treba ga smanjiti ako je poduzeće manje uspješno od usporedivih poduzeća. (Poznanić i Cvijanović, 2011., str. 103.)

Razlikuju se multiplikatori usporedivih poduzeća i multiplikatori usporedivih transakcija. Procjena vrijednosti primjenom obje skupine multiplikatora provodi se na isti način. Međutim, razlikuju se po tome što se multiplikatori usporedivih poduzeća temelje na trenutnoj tržišnoj vrijednosti, dok se multiplikatori usporedivih transakcija temelje na

vrijednosti preuzimanja. Osim toga, kod multiplikatora usporedivih transakcija su usporediva poduzeća nedavno bila predmet preuzimanja. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 158. i 168.) Dakle, pri izračunu multiplikatora pokazatelji iz financijskih izvještaja u nazivniku ostaju isti, mijenja se samo nazivnik ovisno o tome na temelju čega se radi usporedba.

Prema Kolačević i Hreljac (2009., str. 170.-173.), multiplikatori koji se uobičajeno koriste su:

- a) Odnos cijene i dobiti po dionici:

$$P/E = \frac{\text{tržišna kapitalizacija}}{\text{neto dobit}} = \frac{\text{cijena dionice}}{\text{neto dobit po dionici}}$$

- b) Odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti vlasničke glavnice:

$$P/B = \frac{\text{tržišna kapitalizacija}}{\text{knjig. vrijed. obične glavnice}} = \frac{\text{cijena dionice}}{\text{knjig. vrijed. ob. glavnice po dionici}}$$

- c) Odnos cijene po dionici i prihoda po dionici:

$$P/S = \frac{\text{cijena dionice}}{\text{prihod od prodaje po dionici}}$$

- d) Odnos između tržišne vrijednosti poduzeća i zarada prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (eng. EBITDA):

$$EV/EBITDA = \frac{\text{vrijednost poduzeća}}{\text{EBITDA}}$$

- e) Odnos između tržišne vrijednosti poduzeća i zarada prije kamata i poreza (eng. EBIT):

$$EV/EBIT = \frac{\text{vrijednost poduzeća}}{\text{EBIT}}$$

Multiplikatori u brojniku mogu imati tržišnu vrijednost poduzeća ili tržišnu vrijednost vlasničke glavnice. Vrijednost poduzeća se odnosi na ukupnu vrijednosti vlasničke glavnice i

duga umanjenu za iznos novca i novčanih sredstava. (Damodaran, 2010., str. 295.) Vrijednost vlasničke glavnice predstavljena je tržišnom kapitalizacijom, koja je jednaka umnošku cijene dionice i broja izdanih dionica. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 159.) Pri odabiru nazivnika potrebno je voditi računa o tome da je dosljedan vrijednosti u brojniku. Ukoliko se u brojniku nalazi vrijednost poduzeća, u nazivniku treba biti veličina raspoloživa i kreditorima i dioničarima poduzeća (poput zarada prije kamata, poreza i amortizacije ili prihoda od prodaje). U protivnom, u nazivniku se koriste financijske stavke na koje pravo polažu dioničari poduzeća (neto dobit, zarade po dionici i slično). (Damodaran, 2010., str. 239.)

Iako je procjena vrijednosti pomoću tržišnih metoda dosta jednostavna i rasprostranjena, njihova primjena u praksi ne prolazi uvijek bez problema. Uglavnom se problemi vežu uz utvrđivanje usporedivih poduzeća, prikupljanje dovoljno relevantnih podataka o njima i nedovoljan broj usporedivih transakcija. Osim toga, ako su cijene usporedivih poduzeća na tržištu pogrešno određene (precijenjene ili podcijenjene), to će se svakako odraziti na procjenu vrijednosti. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 158.) Prvenstveno su tržišne metode namjenjene za vrednovanje javnih dioničkih društva, što predstavlja još jedan od nedostataka. Mogu se koristiti i za utvrđivanje vrijednosti privatnih poduzeća koja su u procesu izlaženja u javnost, ali nisu prikladne za vrednovanje poduzeća koja će ostati privatna. Razlog tome je što multiplikatori javnih dioničkih društava pretpostvaljaju likvidnost investicija, koju im osigurava trgovanje na burzi. (Orsag S. , 1997., str. 127.)

2.3.2 Metode vrednovanja temeljene na imovini

Primjenom metoda temeljenih na imovini, vrijednost poduzeća se procjenjuje na temelju utvrđivanja vrijednosti njegove imovine. Poduzeće se promatra kao skup imovine. Prvo se svaki imovinski oblik vrednuje pojedinačno, a zatim se zbrajanjem njihovih vrijednosti dobije vrijednost poduzeća. (Damodaran, 2005., str. 54.) Polazište pri procjeni vrijednosti na temelju ovih metoda je bilanca poduzeća. Iako literatura navodi više metoda vrednovanja koje se temelje na imovini, one se uglavnom ne koriste izolirano, već se kombiniraju kako bi procijenjena vrijednost bila što realnija. Metode vrednovanja temeljene na imovini, koriste se kada poduzeće nema značajniju nematerijalnu imovinu, već je njegova vrijednost prvenstveno određena vrijednošću materijalne imovine, ako je kretanje dobiti ili novčanih tokova u prošlim godinama nestabilno ili ako se očekuje prestanak poslovanja poduzeća. Iako se mogu

upotrebljavati i u drugim situacijama, tada imaju manju težinu od ostalih metoda pri donošenju zaključka o vrijednosti poduzeća. U nastavku su prikazane pojedine metode vrednovanja temeljene na imovini.

2.3.2.1 *Knjigovodstvena vrijednost*

Procjena knjigovodstvene vrijednosti polazi od procjene vrijednosti dodirljive imovine. Nedodirljiva imovina poduzeća, koja uključuje goodwill, licence, patente, zaštitni znak, autorska prava i slično, se isključuje zbog toga što uglavnom nema utrživu vrijednost i teško se može realizirati u novčanom obliku, već se njezina vrijednost utvrđuje povećanjem profitne snage poduzeća. (Orsag S. , 1997., str. 78.) U slučaju kada se određenoj nedodirljivoj imovini mogu pripisati očekivane buduće koristi ili ima utrživost, potrebno ju je uključiti u procjenu knjigovodstvene vrijednosti. Knjigovodstvena metoda procjene temelji se na podacima iz bilance i povijesnom trošku. Prema tome tako utvrđena vrijednost pripada prošlosti i ne odgovara sadašnjim tržišnim vrijednostima. (Buble, 2010., str. 315.)

Razlikuje se bruto i neto knjigovodstvena vrijednost. Bruto knjigovodstvena vrijednost poduzeća (V_b) dana je jednadžbom:

$$V_b = \text{ukupna imovina} - \text{nedodirljiva imovina} = \text{dodirljiva imovina}$$

Bruto vrijednost se procjenjuje kada se kupuje imovina poduzeća ili ako se ne mogu preuzeti obveze poduzeća. U situacijama kada se kupuje dio ili cijela vlasnička glavnica procjenjuje se neto vrijednost imovine. Neto knjigovodstvena vrijednost predstavljena je razlikom između dodirljive imovine i ukupnih obveza poduzeća. (Orsag S. , 1997., str. 80.) Formula za neto knjigovodstvenu vrijednost je sljedeća:

$$V_n = (\text{ukupna imovina} - \text{nedodirljiva imovina}) - \text{ukupne obveze} = \text{dodirljiva imovina} - \text{ukupne obveze}$$

2.3.2.2 *Neto unovčiva vrijednost*

Neto unovčiva vrijednost kao metoda procjene vrijednosti može se zasnivati na dva koncepta vrijednosti. Tako se vrijednost može utvrđivati na temelju koncepta likvidacijske vrijednosti ili going-concern koncepta. Kao i kod prethodne metode, i u ovom slučaju se neopipljiva imovina isključuje iz procjene ukoliko nije utrživa. Ako se procjena temelji na going-concern konceptu, tržišna vrijednost imovine se procjenjuje uz pretpostavku njezine kontinuirane upotrebe u poduzeću. Problemi procjene u ovom slučaju se više javljaju kod fiksne nego kod tekuće imovine. Budući da se tekuća (kratkotrajna) imovina brže pretvara u novac, knjigovodstvene cijene su dosta bliže trenutnim tržišnim cijenama. U slučaju ako dugotrajna imovina ima aktivno i razvijeno tržište procjenjuje se prema tržišnoj vrijednosti. U protivnom, koriste se druge metode poput sadašnje i reprodukcijске vrijednosti. Za procjenu neto vrijednosti je potrebno procijeniti i tržišnu vrijednost ukupnih obveza poduzeća. (Orsag S. , 1997., str. 85.)

Kod likvidacijske vrijednosti, imovina se vrednuje uz pretpostavku da se treba odmah prodati. (Damodaran, 2005., str. 59.) Likvidacijska vrijednost se utvrđuje tako što se procijenjena tržišna vrijednost koja se može ostvariti prisilnom prodajom imovine umanjuje za eventualne zavisne troškove likvidacije imovine i troškove likvidacije poduzeća. I ovdje se javljaju problemi procjene vrijednosti fiksne imovine, koji su povezani sa stupnjem specijaliziranosti. Tako specijalizirani strojevi, zbog ograničene potražnje i namjene, imaju nižu likvidacijsku vrijednost od one koju bi imali da poduzeće nastavi poslovati. (Orsag S. , 1997., str. 89.-90.) Likvidacijska vrijednost predstavlja donju granicu intervala unutar koje se kreće procijenjena vrijednost poduzeća, pa se može koristiti kao indikator minimalne vrijednosti poduzeća. (Poznanić i Cvijanović, 2011., str. 124.)

2.3.2.3 Ostale metode temeljene na imovini

Prethodno je navedeno kako ponekad nije moguće procijeniti tržišnu vrijednost fiksne imovine, te kako se u tom slučaju koriste alternativne metode. Jedan od načina je procjena metodom reprodukcije vrijednosti. Reprodukcijska vrijednost se izražava jednadžbom:

$$A_0 = N_0 * \frac{\text{vijek efektuiranja fiks. imovine} - \text{starost fiks. imovine}}{\text{vijek efektuiranja fiksne imovine}}$$

A_0 – sadašnja vrijednost fiksne imovine

N_0 – nova nabavna vrijednost fiksna imovine

U ovom slučaju, imovina se procjenjuje na temelju troškova zamjene, pa tako procijenjena vrijednost predstavlja vrijednost koju bi imovina imala kada bi se ponovno nabavljala ili gradila umanjenu za amortizaciju. (Orsag S. , 1997., str. 91.)

Ako fiksna imovina nema razvijeno tržište, može se primijeniti i metoda ekonomske vrijednosti. Najprije se procjenjuju potencijalni budući novčani tokova od imovine, a zatim se, primjenom odgovarajuće diskontne stope svode na sadašnju vrijednost. Pri tome se budući novčani tokovi procjenjuju na temelju mogućnosti alternativne upotrebe. Budući da je koncept ekonomske vrijednosti blizak konceptu tržišne vrijednosti, može se koristiti za procjenu vrijednosti obveza poduzeća, te financijske i nedodirljive imovine čiji se budući novčani tokovi mogu lako identificirati. (Orsag S. , 1997., str. 94.)

2.3.3 Metode diskontiranih novčanih tokova

Metode diskontiranih novčanih tokova promatraju vrijednost imovine kao funkciju očekivanih novčanih tokova od te imovine. Metode se temelje na konceptu vremenske vrijednosti novca, prema kojem novac pojedincima vrijedi više sada nego u budućnosti. Stoga se očekivani budući novčani tokovi diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost. Diskontna stopa koja se primjenjuje održava rizičnost poslovanja i očekivanih budućih novčanih tokova. Odražava međuovisnost rizika i nagrade, pa tako rizičniju imovinu treba diskontirati uz višu kamatnu stopu, jer investitori očekuju veći prinos za veći preuzeti rizik. (Damodaran, 2010., str. 10.)

Pri procjeni vrijednosti na temelju metoda diskontiranih novčanih tokova, potrebno je najprije utvrditi najprikladniji model slobodnih novčanih tokova. Zatim se izrađuju pro-forma financijski izvještaji, koji predstavljaju prognozu budućeg poslovanja poduzeća. Na temelju pro-forma izvještaja se izračunavaju slobodni novčani tokovi. Potrebno je utvrditi i odgovarajuću diskontnu stopu, po kojoj se očekivani novčani tokovi, primjenom tehnike diskontiranja, svode na sadašnju vrijednost. Sljedeći korak je odrediti rezidualnu vrijednost i njezinu sadašnju vrijednost. Konačno, zbrajanjem sadašnjih vrijednosti slobodnih novčanih tokova i rezidualne vrijednosti utvrđuje se vrijednost poduzeća. (Miloš Sprčić i Orešković

Sulje, 2012., str. 106.-107.) Postupak utvrđivanja svi prethodno navedenih elemenata metode diskontiranih novčanih tokova prikazan je u idućem poglavlju.

Matematički prikaz izračuna vrijednosti poduzeća metodama diskontiranja je sljedeći:

$$\text{Vrijednost poduzeća} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{očekivani novčani tok}_t}{(1 + k_A)^t} + \frac{\text{terminalna vrijednost}_n}{(1 + k_A)^n}$$

Iz formule je vidljivo kako vrijednost u modelu diskontiranih novčanih tokova ima dvije komponente. Prva se odnosi na sadašnju vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova koji se očekuju unutar razdoblja prognoze, a druga na sadašnju vrijednost budućih slobodnih novčanih tokova koji se očekuju izvan tog razdoblja. Druga komponenta se naziva rezidualna ili terminalna vrijednost i ona predstavlja vrijednost poduzeća u trenutku do kojeg su prognozirani budući novčani tokovi. (Damodaran, 2011., str. 83.) Postupak izračuna očekivanih novčanih tokova i terminalne vrijednosti, s naglaskom na specifičnosti vezane za privatna poduzeća, prikazan je u idućem poglavlju.

S obzirom na očekivani rast poduzeća, razlikuju se jednoperiodni i višeperiodni modeli slobodnih novčanih tokova. Jednoperiodni model se temelji na pretpostavci da će slobodni novčani tokovi rasti po konstantnoj stopi i da je ona manja od prosječnog ponderiranog troška kapitala. Višeperiodni modeli pretpostavljaju više razdoblja rasta slobodnih novčanih tokova poduzeća. Na primjer, dvoperiodni model se upotrebljava kada se očekuje kratkoročno razdoblje supernormalnog rasta i dugoročno razdoblje kontinuiranog rasta, te se za svako razdoblje primjenjuje odgovarajuća stopa rasta. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 110.-112.)

Iako su metode diskontiranog novčanog toka teoretski najkorektnije, imaju i određene nedostatke. (Larrabee i Voss, 2013., str. 112.) Prije svega, za ove metode je potrebno puno više podataka u odnosu na ostale metode, jer je potrebno procijeniti novčane tokove, diskontnu stopu i stope rasta poduzeća. Prognozirani novčanih tokova su spekulativni i izloženi nesigurnosti. Naime, nitko sa sigurnošću ne može znati kako će poduzeće poslovati u idućoj godini, a s još manje sigurnosti se mogu prognozirati kretanja za kasnije godine. Konačno, procijenjena vrijednosti je pod utjecajem odabrane diskontne stope, a na procjenu

rezidualne vrijednosti uvelike utječe procijenjena stopa rasta. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 109.)

3 Specifičnosti vrednovanja privatno držanog poduzeća

U prethodnom poglavlju su opisani proces i temeljne metode vrednovanja poduzeća. Međutim, vrednovanje privatno držanih poduzeća karakteriziraju određene specifičnosti u odnosu na vrednovanje poduzeća čije dionice kotiraju na burzi. One mogu biti vezne uz prognozu novčanih tokova, utemeljenje diskontne stope, primjenu diskonta likvidnosti i slično. Karakteristike vrednovanja privatno držanih poduzeća su detaljno obrađene u nastavku ovog poglavlja.

3.1 Procjena budućeg poslovanja i veličine novčanih tokova

Analiziranjem makro-okruženja, industrije te poslovanja poduzeća, analitičar može stvoriti određene prognoze o budućem razvoju poslovanja poduzeća. Te prognoze mogu se kvantificirati, tako što će se primijeniti na stavke financijskih izvještaja poput prihoda, operativnih troškova, troškova kamata i slično. Uglavnom se prognoze izrađuju u obliku proforma financijskih izvještaja, koji upućuju na planirani financijski položaj poduzeća u budućnosti. (Emery, Finnerty i Stowe, 2004., str. 762.) Na temelju prognoziranih financijskih izvještaja radi se prognoza novčanih tokova. Kako se novčani tokovi ne mogu prognozirati u beskonačnost, odnosno za velik broj godina, uobičajeno se prognoziraju za određeno razdoblje (razdoblje izvanrednog rasta). Stoga je prvo potrebno odrediti dužinu tog razdoblja. Međutim, poduzeću i nakon tog razdoblja pritječu novčani tokovi, koji su predstavljeni rezidualnom vrijednošću, stoga je potrebnu napraviti prognozu i za tu vrijednost. U nastavku se ukratko iznosi postupak prognoziranja financijskih izvještaja, novčanih tokova i rezidualne vrijednosti, s naglaskom na osobitosti karakteristične za privatno držana poduzeća.

3.1.1 Metoda postotka od prodaje

Tehnika koja se najčešće koristi pri prognoziranju stavki bilance i računa dobiti i gubitka, bez obzira kotiraju li dionice poduzeća na burzi ili ne, je metoda postotka od prodaje. (Birgham i Erhardt, 2005., str. 482.-490.) Polazište metode je prognoza prihoda od prodaje. Prognoza odražava povijesne stope rasta, stanje gospodarstva, potencijale industrije te očekivana kretanja na razini cijelog gospodarstva. Prihodi od prodaje se uobičajeno procjenjuju u obliku godišnje stope rasta. Nakon toga se izračunavaju omjeri određenih stavki financijskih

izvještaja i prihoda od prodaje u zadnjih nekoliko godina. S obzirom da se metoda postotka od prodaje temelji na pretpostavci da će stavke biti jednake određenom postotku od prodaje, izračunati omjeri se koriste za prognozu ostalih stavki financijskih izvještaja. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 62.-63.)

Zatim slijedi prognoza računa dobiti i gubitka. Od prognoziranih prihoda od prodaje se odbiju prognozirani operativni troškovi, kako bi se izračunala dobit prije kamata i poreza. Nakon što se od prognozirane operativne dobiti (dobit prije kamata i poreza) oduzme trošak kamata, dobije se iznos dobiti prije poreza. Zadnji korak je umanjenje tog iznosa za porez na dobit kako bi dobila prognozirana neto dobit.

Prilikom prognoze bilance, operativna imovina i operativne obveze se prognoziraju prema metodi postotka od prodaje. Prognoza kratkotrajnih investicija i kratkoročnog duga je pod utjecajem dodatnih potrebnih sredstava. Dodatna potrebna sredstva se u pro forma bilancu uvode kao razlika između potrebne imovine i raspoloživih sredstava. Negativna razlika ukazuje kako poduzeće ima višak sredstava koja, na primjer, može investirati ili koristiti za otplatu dugova. S druge strane, pozitivna razlika upućuje na potrebu za dodatnim izvorima financiranja. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 65.-67.)

Prognoza financijskih izvještaja se provodi na sličan način za privatna poduzeća i poduzeća koja kotiraju na burzi. Međutim, kod privatnih poduzeća je potrebno provesti određene prilagodbe financijskih izvještaja. Prema Feldmanu (2005., str. 47.-48.) prilagodbe financijskih izvještaja privatnih poduzeća se odnose na kompenzacije zaposlenika povezanih s vlasnikom te na diskrecijske troškove. Diskrecijski troškovi su oni koji nisu nužni za normalno poslovanje poduzeća i mogu se odnositi na putne troškove, troškove reprezentacije, donacije i slično. Budući da je često cilj vlasnika privatnih poduzeća minimizirati porezne izdatke, moguće je da se određeni troškovi precjenjuju, kako bi se umanjila osnovica poreza na dobit. Tako se članovima obitelji mogu isplaćivati veće naknade od onih koje bi se isplaćivale da se radi o javnom poduzeću ili se troškovi osobnih putovanja mogu evidentirati kao troškovi reprezentacije. Stoga je potrebno napraviti korekcije tih troškova prema usporedivoj vrijednosti ili prosječnim plaćama za pozicije na kojima rade članovi obitelji ili prijatelji vlasnika, kako bi se ispravno prognozirali financijski izvještaji i budući novčani tokovi privatnog poduzeća.

3.1.2 Izračun slobodnih novčanih tokova

Na temelju prognoziranih financijskih izvještaja privatnih poduzeća se utvrđuju očekivani slobodni novčani tokovi. Literatura navodi dvije vrste slobodnih novčanih tokova: slobodni novčani tokovi za investitore u poduzeće i slobodni novčani tokovi za vlasnike obične glavnice. Definicija slobodnih novčanih tokova je ista za javna i privatna poduzeća. Slobodni novčani tokovi za investitore u poduzeće odnose se na novčane tokove raspoložive „dobavljačima kapitala“ poduzeća, tj. kreditorima i dioničarima, nakon plaćanja svih operativnih troškova, poduzimanja svih potrebnih ulaganja u obrtni kapital te kapitalnih ulaganja. Postupak za izračun slobodnog novčanog toka za investitore u poduzeće je sljedeći:

	Zarade prije kamata i poreza (operativna dobit)
-	Porez na dobit
=	Zarade prije kamata i nakon poreza
+	Amortizacija
-	Kapitalni izdaci
-	Investicije u neto obrtni kapital
=	Slobodni novčani tok za investitore u poduzeće

S druge strane, slobodni novčani tokovi za vlasnike obične glavnice su novčani tokovi dostupni dioničarima, nakon podmirenja troška duga. (Stowe, 2007., str. 109.) Prema tome, razlika između navedenih novčanih tokova je u tome što se kod slobodnih novčanih tokova za vlasnike obične glavnice otklanjanju novčani tokovi od i prema kreditorima, odnosno izdaci vezani za povlaštene dionice i otplatu duga, te primici ostvareni novom emisijom duga i povlaštenih dionica. Drugim riječima, slobodni novčani tok za vlasnike obične glavnice se računa na temelju neto dobiti, a slobodni novčani tok za investitore u poduzeće na temelju operativne dobiti. Slobodni novčani tok za vlasnike obične glavnice se računa na sljedeći način:

	Zarade prije kamata i poreza (operativna dobit)
-	Kamate
-	Porez na dobit
=	Zarade nakon kamata i poreza (neto dobit)

- + Amortizacija
 - + Neto dug
 - Kapitalni izdaci
 - Investicije u neto obrtni kapital
-
- = **Slobodni novčani tok za vlasnike obične glavnice**

Budući rast poduzeća i novčani tokovi se mogu prognozirati na temelju prošlog poslovanja poduzeća i povijesnih stopa rasta. Pri tome se mogu javiti određeni problemi. Na primjer, prosječna stopa rasta može varirati ovisno o odabranom razdoblju početka i završetka procjene. Procjena se, također, može značajno razlikovati ovisno o tome koristi li se aritmetička ili geometrijska sredina. Geometrijski prosjek je točnija mjera, posebice ako je rast bio nekonzistentan. Nadalje, kako bi izbjegli odgovornost za procjenu, analitičari mogu koristiti procjene menadžmenta poduzeća i procjene analitičara koji prate kompanije. Analitičari, osim povijesnih podataka, koriste i ažurne podatke o poduzeću i gospodarstvu općenito, ponekad i privatne informacije o poduzećima, zbog čega bi kvaliteta njihovih procjena trebala biti bolja od onih koji se temelje samo na povijesnim stopama rasta. (Damodaran, 2010., str. 121. i 124.-125.)

Damodaran (2010., str. 153.-155.) navodi kako se za procjenu budućih novčanih tokova koriste tri pristupa. Pristup očekivane vrijednosti je najrašireniji i najjednostavniji. Za svaku godinu unutar odabranog razdoblja se procjenjuje očekivani novčani tok, koji predstavlja jedinu najbolju procjenu novčanog toka i trebao bi obuhvaćati vjerojatnost dobrih i loših ishoda. Drugi pristup se odnosi na procjenu novčanih tokova za različite scenarije, od najboljeg do najgoreg. Pri tome je potrebno identificirati scenarije, procijeniti novčane tokove za svaki od njih te procijeniti vjerojatnost nastupanja pojedinog scenarija. Simulacije predstavljaju treći pristup i obuhvaćaju procjenu distribucija vrijednosti za svaki parametar u procjeni vrijednosti (beta, stopa rasta, tržišni udio i slično). U svakoj simulaciji se izvodi jedan ishod iz svake distribucije te procjenjuje vrijednost.

3.1.3 Rezidualna vrijednost

Poduzeće i nakon proteka razdoblja prognoze ima određenu vrijednost. Tu vrijednost odražava rezidualna, odnosno terminalna vrijednost poduzeća. Koliko će rezidualna

vrijednosti sudjelovati u ukupnoj procijenjenoj vrijednosti poduzeća, ovisi o duljini razdoblja prognoze. Općenito vrijedi da je udio rezidualne vrijednosti u ukupnoj vrijednosti poduzeća veći, što je razdoblje prognoze kraće i diskontna stopa niža. Nije neobično da terminalna vrijednost čini i više od polovine sadašnje vrijednosti poduzeća, stoga ne čudi i važnost izračuna terminalne vrijednosti pri procjeni ukupne vrijednosti poduzeća. (Pratt i Niculita, 2007., str. 220.)

Prema Damodaranu (2010., str. 143.) moguća su tri pristupa izračunu rezidualne ili terminalne vrijednosti. Prvi pristup se temelji na konceptu likvidacijske vrijednosti, dok se preostala dva temelje na going-concern konceptu. Pristup likvidacijske vrijednosti pretpostavlja kako će doći do likvidacije poduzeća nakon protoka razdoblja prognoze, te rezidualna vrijednost reflektira likvidacijsku vrijednost imovine poduzeća u tom trenutku. U drugom pristupu se rezidualna vrijednost procjenjuje upotrebom multiplikatora na zarade ili prihode poduzeća. Uobičajeno se multiplikator procjenjuje analiziranjem kako tržište procjenjuje usporediva poduzeća. Treći pristup se temelji na pretpostavci da nakon razdoblja prognoze novčani tokovi rastu po konstantnoj stopi g , pa se rezidualna vrijednost može izraziti kao:

$$RV_t = \frac{V_t * (1 + g)}{k_A - g}$$

RV_t – rezidualna vrijednost u vremenu t

g – dugoročna stopa rasta

V_t – slobodni novčani tok u vremenu t

k_A – ukupni trošak kapitala

Konstanta stopa se obično određuje prema očekivanoj dugoročnoj stopi rasta industrije u kojoj poduzeće posluje, odnosno prema stopi rasta BDP-a. Ona ne bi trebala biti viša od te dvije stope, ali ni od stope rasta u razdoblju supernormalnog rasta. Konstantu stopu rasta moguće je izračunati na više načina. Može se procijeniti na temelju povijesnih stopa rasta, ukoliko su stope rasta dividendi i dobiti bile relativno stabilne u prošlosti. Jednostavniji način je upotreba prognoza analitičara i prognoza uprave. Konačno, konstantna stopa rasta se može procijeniti na temelju modela rasta zadržavanjem dobiti. Pri tome se oslanja na pretpostavku da stopa rasta ovisi o iznosu zadržane dobiti i stopi povrata na taj zadržani iznos. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 119.-120.)

3.2 Određivanje troška kapitala

Prilikom procjene vrijednosti poduzeća na temelju očekivanih budućih zarada ili novčanih tokova, koristi se tehnika diskontiranja. Pri tome je potrebno utvrditi adekvatnu diskontnu stopu, koja odražava međuovisnost prinosa i rizika. Ukoliko se procjena vrijednosti temelji na slobodnim novčanim tokovima za vlasnike obične glavnice, za diskontnu stopu se uzima trošak obične glavnice. Međutim, ako se upotrebljavaju slobodni novčani tokovi za investitore u poduzeće, za diskontnu stopu se uzima ukupni trošak kapitala. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 76.) Izvori financiranja, odnosno komponente strukture kapitala su obična glavnica (obične dionice), dugoročni dugovi i povlaštena glavnica (povlaštene dionice), ukoliko poduzeće izdaje povlaštene dionice. Svaka komponenta ima vlastiti, pojedinačni trošak koji odražava trenutne zahtjeve investitora za prinos na pojedine instrumente financiranja. Ukupni trošak kapitala se formira na temelju pojedinačnog troška svake komponente i njihovog udjela u ukupnoj strukturi kapitala. Prema tome, za ukupni trošak kapitala se koristi izraz ponderirani prosječni trošak kapitala (engl. WACC – weighted average cost of capital). (Orsag, 2002., str. 176.-177.) Formula za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala¹ je sljedeća:

$$k_A = \sum_{j=1}^n w_j * k_j$$

k_A – ponderirani prosječni trošak kapitala

w_j – udio j – te komponente u ukupnom kapitalu –

k_j – pojedinačni trošak j – te komponente ukupnog kapitala

n – broj komponenti ukupne strukture kapitala

Ponderi predstavljaju udio pojedinog izvora financiranja (duga, obične glavnice i sl.) u ukupnom kapitalu. Prilikom izračunavanja pondera koristi se tržišna vrijednost komponenti kapitala. Budući da se struktura kapitala mijenja iz godine u godinu, umjesto trenutno važeće strukture, uobičajeno se koristi ciljana struktura kapitala. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 103.) Ako se dugom i dionicama poduzeća javno trguje, njihove tržišne vrijednosti

¹ U nastavku teksta, izraz trošak kapitala se koristi kao kraći izraz za prosječni ponderirani trošak kapitala.

nije teško odrediti. Međutim, kada se procjenjuje vrijednost kapitala privatnog poduzeća, podaci nisu javno dostupni. Tada se tržišna vrijednost kapitala može procijeniti tako da se koristi omjer duga i kapitala javnih poduzeća iz iste industrije ili da se koriste multiplikatori prihoda i neto dobiti za javna poduzeća. Kod izračuna tržišne vrijednosti duga kojim se ne trguje (primjerice bankovni krediti), analitičari često koriste pretpostavku da je tržišna vrijednost jednaka knjigovodstvenoj. (Damodaran, 2010., str. 72.)

Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala privatnih poduzeća je sličan izračunu troška kapitala javnih dioničkih društva. Međutim, postoje određene razlike koje se očituju na razini pojedinih komponenti troška kapitala. S obzirom da za privatna poduzeća često nedostaju potrebne informacije, za pojedine komponente je potrebno koristiti podatke o industriji te ih prilagoditi poduzeću (na primjer za izračun beta koeficijenta). Izračun pojedinih komponenti prosječnog ponderiranog troška kapitala privatnih poduzeća je detaljnije objašnjen u nastavku ovog poglavlja. Nadalje, pri procjeni troška kapitala privatnih poduzeća se pretpostavlja kako se specifični rizici poduzeća ne mogu diverzificirati. Investitori tako preuzimaju veći rizik investiranjem u privatna poduzeća. Stoga se u izračun troška kapitala privatnih poduzeća uključuje premija specifičnog rizika poduzeća, koja odražava nagradu za preuzeti rizik. (Feldman, 2005., str, 80.)

Diskontna stopa odražava rizik ulaganja u poduzeće. Ulaganje u dionice javnog poduzeća karakterizira visoku likvidnost, jer se uložena sredstva mogu lako vratiti prodajom dionica na organiziranom tržištu kapitala. Međutim, investicije u privatna poduzeća ne osiguravaju toliki stupanj likvidnosti, jer se potrebno više vremena da se, kroz poslovne operacije poduzeća, uloženi novac vrati. S obzirom da dolazi do oportunitetnog gubitka likvidnosti, rizik investiranja u privatna poduzeća je veći od rizika investiranja u javna poduzeća. Prema tome, diskontne stope u procjeni vrijednosti privatnih poduzeća trebaju biti više od onih za javna poduzeća, kako bi odrazile povećani rizik ulaganja. (Orsag, 1997., str, 121.)

Peterson (1989., str. 91.) predlaže još jedan način utvrđivanja diskontne stope za privatna poduzeća. Rizik se procjenjuje bodovanjem petnaest relevantnih čimbenika koji utječu na rizik privatnog poduzeća. Neki od tih čimbenika su povijest i ugled poduzeća, lokacija, kompetentnost menadžmenta, asortiman proizvoda i usluga, industrija u kojoj poduzeće posluje i slično. Svakom čimbeniku se dodjeljuje ocjena u rasponu od 1 do 6, ovisno u rizičnosti. Pri tome 1 označava najveći, a 6 najmanji rizik čimbenika. Nakon toga se računa

prosječna ocjena rizičnosti poslovanja privatnog poduzeća, koja se dalje koristi za odabir diskonte stope. Na primjer, ako prosječni faktor rizika privatnog poduzeća iznosi 5, smatra se kako je rizik ulaganja u takvo poduzeće nizak i primjenjuje se diskonta stopa od 20%. Ili, ako prosječna ocjena rizika iznosi 2,5, rizik ulaganja u takvo poduzeće je velik te se primjenjuje diskontna stopa od 40%. (Peterson, 1989., str. 73)

3.2.1 Trošak duga

Poduzeće može koristiti različite oblike duga kako bi pribavilo dodatna sredstva financiranja. Razlikuju se privatni (neutrživi) i javni (utrživi) oblici duga. U privatne se ubrajaju leasing, privatni plasman obveznica te bankarski krediti. S druge strane, javni plasman obveznica predstavlja oblik javnog duga. Dok privatni oblici pružaju veću fleksibilnost u dogovaranju uvjeta kreditiranja, javni oblici omogućuju pribavljanje veće količine kapitala. (Miloš Sprčić i Orešković Sulje, 2012., str. 81.) Kada poduzeće ima javno emitirane obveznice, tada se preko njihove tržišne cijene izračunava prinos do dospijeca ili prinos do opoziva, koji se koristi kao trošak duga. Ako poduzeće nema javno emitirane obveznice, za izračun troška duga mogu se upotrijebiti zahtijevani prinosi na utržive obveznice usporedivih poduzeća. (Birgham & Erhardt, 2005., str. 422.-423.) Još jedan od načina izračuna troška duga je uz pomoć kreditnog rejtinga, tako da se na nerizičnu kamatnu stopa doda pripadajuća premija rizika. Damodaran (2010., str. 65.) navodi dva načina izračuna troška duga kada poduzeće nije ocjenjeno kreditnim rejtingom. Prvi način je utvrditi trošak duga gledajući nedavna zaduživanja poduzeća. Drugi način je dodijeliti rejting na temelju financijskih pokazatelja, odnosno sintetički rejting, i dodati odgovarajuću premiju rizika na nerizičnu kamatnu stopu. Ukoliko je privatno poduzeće nedavno posudilo novac, kamatna stopa po kojoj se zadužilo se može koristiti kao adekvatna mjera troška duga. Nadalje, kada je motiv vrednovanja privatnog poduzeća inicijalna javna ponuda, može se pretpostaviti kako trošak duga privatnog poduzeća teži prosječnom trošku duga industrije u kojoj djeluje. (Damodaran, 2002., str. 674.)

Trošak duga predstavlja trošak posuđivanja sredstava za financiranje imovine poduzeća. Pri izračunu troška kapitala, koristi se trošak duga nakon poreza. Budući da kamate na dug predstavljaju porezno priznat trošak i smanjuju osnovicu poreza na dobit, trošak duga predstavlja razliku između zahtijevanog prinosa i ušteda na porezima. Prema tome, trošak financiranja je manji zbog ušteda na porezima. Drugim riječima, zbog ušteda na porezima

trošak duga poduzeća manji je od zahtijevanog prinosa kreditora. (Pratt i Grabowski, 2008., str. 56.) Trošak duga nakon poreza računa se prema sljedećoj formuli:

$$k_d = k_b * (1 - s_p)$$

k_d – trošaj duga nakon poreza

k_b – trošak duga prije poreza

s_p – stopa poreza na dobit -

3.2.2 Trošak obične glavnice

Trošak obične glavnice predstavlja stopu prinosa koju investitori zahtijevaju za ulaganje u obične dionice poduzeća. Može se izračunati na više načina, a kao tri temeljna navode se (1) model sadašnje vrijednosti dividendi, (2) model vrednovanja kapitalne imovine i (3) pristup trošak duga plus premija rizika. (Birgham i Erhardt, 2005., str. 345.) Model sadašnje vrijednosti dividendi ili Gordonov model konstantnog rasta dividendi se koristi pri vrednovanju poduzeća koja redovno isplaćuju dividende, koje rastu po konstantnoj godišnjoj stopi. Prema tom modelu je očekivani prinos na dionice određen očekivanim prinosom od dividendi i očekivanom stopom rasta dividendi. Treći pristup, trošak duga plus premija rizika, podrazumijeva dodavanje subjektivno određene premije rizika (uobičajeno od 3% do 5%) na trošak duga poduzeća. (Birgham i Erhardt, 2005., str. 355.)

Model vrednovanja kapitalne imovine (CAPM) je jedan od najčešće korištenih modela pri procjeni troška glavnice (*k_g*) poduzeća. Prema CAPM-u investitori zahtijevaju prinos u visini nerizične kamatne stope uvećane za premiju tržišnog rizika dionice, što je prikazano sljedećom formulom: (Orsag, 2015., str. 368.)

$$k_g = k_F + \beta * (k_M - k_F)$$

k_g – trošak obične glavnice

k_F – nerizična kamatna stopa

β – mjera sistematskog (tržišnog) rizika

k_M – očekivani prinos na tržišni indeks

Polazna stavka za izračun troška glavnice u CAPM-u je nerizična kamatna stopa. Uobičajeno se za nerizičnu kamatnu stopu uzima prinos na državne obveznice s dospijećem od 10 ili više godina. (Birgham i Erhardt, 2005., str. 313.) Razlika između očekivanog prinosa na tržišni indeks i nerizične kamatne stope ($k_M - k_F$) predstavlja premiju rizika na tržišni indeks. Premija tržišnog rizika može se procijeniti anketiranjem stručnjaka o njihovim očekivanjima, koristeći trenutne tržišne podatke ili na temelju povijesnih podataka, što je najčešće korišteni pristup. Konačno, za izračun troška kapitala potrebno je utvrditi i pripadajući sistemski rizik koji se mjeri β koeficijentom.

β koeficijent je mjera sistematskog ili tržišnog rizika pojedinačne investicije i odražava osjetljivost, odnosno volatilnost prinosa individualne investicije u odnosu na prinos tržišnog portfelja. Za poduzeća čije dionice kotiraju na burzi, beta se najčešće računa na temelju povijesnih podataka o prinosima na dionicu i prinosima na tržište. (Pratt i Grabowski, 2008., str. 79.) S obzirom da se za privatna poduzeća beta ne može direktno odrediti, koristi se *bottom-up* pristup. (Pratt i Grabowski, 2008., str. 140.) Pri izračunu *bottom-up* bete polazi se od odabira usporedivih poduzeća i utvrđivanja njihovih beta. Bete usporedivih poduzeća je potrebno prilagoditi za razlike u strukturi kapitala kako bi se dobile vrijednosti bete bez duga. Beta bez duga se izračunava sljedećom formulom:

$$\beta_{bez\ duga} = \frac{\beta_s\ dugom}{1 + (1 - t) * \frac{D}{G}}$$

Izrazom $\frac{D}{G}$ predstavljena je struktura kapitala poduzeća, odnosno odnos duga prema vlasničkoj glavnici u terminima tržišne vrijednosti.

Nakon toga se izračunava medijan ili prosjek beta usporedivih poduzeća, koji se konačno prilagođava za ciljanu strukturu kapitala analiziranog poduzeća, kako bi se utvrdila beta poduzeća. Beta bez duga je beta koju bi poduzeće imalo kada bi se financiralo samo dionicama i ona sadrži samo operativni rizik poslovanja, dok beta s dugom obuhvaća i financijski rizik. (Pratt i Grabowski, 2008., str. 123.)

Feldman (2005., str. 70.) ističe kako se pri vrednovanju privatnog poduzeća, za procjenu troška obične glavnice najčešće koristi prilagođeni CAPM, odnosno metoda izgradnje (eng.

buildup method). Pri tome se osnovni model proširuje za dodatni prinos koji investitori zahtijevaju s obzirom na veličinu poduzeća te za premiju na specifični rizik poduzeća. Neki od faktora koji utječu na specifični rizik poduzeća su stabilnost i transparentnost poslovanja, intenzitet konkurencije i koncentracija kupca. Svaka komponenta se zasebno ocjenjuje i množi s pripadajućim ponderom. Tako izračunate vrijednosti se zbrajaju kako bi se utvrdio specifični rizik poduzeća. Ova varijanta CAPM-a se može izraziti formulom:

$$k_g = k_F + \beta * (k_M - k_F) + SP + FSRP$$

k_g – trošak obične glavnice

k_F – nerizična kamatna stopa

β – mjera sistematskog (tržišnog rizika)

k_M – očekivani prinos na tržišni indeks

SP – premija na veličinu (eng. size premium)

$FSRP$ – premija specifičnog rizik poduzeća (eng. firm – specific risk premium)

3.3 Metode vrednovanja privatno držanog poduzeća

Vrednovanje privatnih poduzeća se može temeljiti na različitim konceptima vrijednost, ali je ipak koncept fer tržišne vrijednosti najznačajniji. Budući da se udjelima u privatnim poduzećima ne trguje javno, pri vrednovanju je potrebno uvesti pretpostavku hipotetske transakcije na reguliranom tržištu. Nadalje, takvo vrednovanje bi trebalo rezultirati fer vrijednošću, s obzirom da su obje strane kupoprodajnog ugovora jednako informirane o poslovanju poduzeća. (Feldman, 2005., str. 1.-3.)

Analitičari mogu koristiti iste metode za procjenu vrijednosti privatnih i javnih poduzeća. Naravno kod vrednovanja privatnih poduzeća, potrebno je prilagoditi metode s obzirom na specifičnosti privatnog poduzeća. Tako je pri vrednovanju privatnih poduzeća metodama temeljenim na imovini potrebno je obratiti pažnju na stavke bilance kojima su predstavljeni kreditni odnosi između poduzeća i vlasnika. Te stavke obuhvaćaju mjenice i kreditne zapise na temelju kojih je vlasnik posudio novac od poduzeća, odnosno na temelju kojih je kreditirao poduzeće. Budući da se takve transakcije ne mogu svrstati u kupoprodajne transakcije, potrebno ih je izostaviti iz bilance. (Orsag, 1997., str. 97.) Problematika vrednovanja

privatnih poduzeća na temelju metode diskontiranih novčanih tokova vezana je uz procjenu novčanih tokova te utvrđivanje primjerene diskontne stope, što je objašnjeno ranije u ovom poglavlju. Kod vrednovanja na temelju tržišnih multiplikatora javljaju se problemi vezani uz nedostatak usporedivih poduzeća, ali je zbog jednostavnosti primjene i manjih zahtjeva za ulaznim podacima, ta metoda jako rasprostranjena. Međutim, pojedini multiplikatori poput odnosa cijena i zarada, te odnosa cijena i dividendi, nisu prikladni za vrednovanje privatnih poduzeća, ukoliko ta poduzeća neće izaći u javnost. Razlog je taj što navedeni odnosi pretpostavljaju da je likvidnost privatnog poduzeća jednaka onoj koju imaju javna poduzeća. (Orsag, 1997., str. 127.-128.)

Empirijskim istraživanjima o preferencijama metoda za vrednovanje privatnih poduzeća Petersen i Plenborg (2006.) su utvrdili kako je preko 87% ispitanika koristilo DCF metodu, dok je prema Vyrđzel i Soukupova (2012.) među analitičarima dominirala metoda multiplikatora, a iza nje je slijedila metoda DCF. Bez obzira na to, Vyrđzel i Soukupova (2012.) su utvrdili kako analitičari daju veći prioritet DCF metodi, jer zbog svoje kompleksnosti pruža bolji uvid u specifičnu situaciju poduzeća, dok se multiplikatori upotrebljavaju zbog jednostavnosti. Najčešće se koristio multiplikator koji uzima u obzir zarade prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije. Nadalje, u oba istraživanja se za procjenu terminalne vrijednosti najviše je korišten Gordonov model, odnosno model konstantnog rasta, a za izračun troška glavnice CAPM.

Kupnju privatnog poduzeća karakterizira manjak likvidnosti. Dok se dionicama javnih poduzeća svakodnevno trguje na aktivnim tržištima i na taj način osigurava visoka likvidnost, kod ulaganja u privatno poduzeće to nije slučaj. (Orsag , 1997., str. 121.) Prema tome je logično da rizik ulaganja u privatna poduzeća bude veći od rizika ulaganja u javna poduzeća, te da investitori zahtijevaju veći prinos na uloženi kapital. Drugim riječima, investitori će biti spremni platiti manje za ulaganje u privatna poduzeća. Stoga se, neovisno o odabranoj metodi procjene, vrednovanje privatnih poduzeća odvija u dva koraka. U prvom koraku se vrijednost utvrđuje kao da se radi o likvidnoj imovini, dok se u drugom koraku se ta vrijednost umanjuje za diskont likvidnosti (utrživosti). Problematika diskonta likvidnosti je u tome što još uvijek nije postignut konsenzus o tome kako ga izračunati i u kojem rasponu se kreće. Tako je vrijednost diskonta likvidnosti varirala od 7,2% pa sve do 40%. (Feldman, 2005., str. 91.)

Damodaran (2002., str. 684.) navodi četiri faktora koja utječu na diskont likvidnosti: 1) likvidnost imovine koju privatno poduzeće posjeduje, 2) financijsko zdravlje i novčani tokovi privatnog poduzeća, 3) mogućnost inicijalne javne ponude dionica privatnog poduzeća i 4) veličina privatnog poduzeća. Kod vrednovanja privatnih poduzeća koja imaju značajan udio novca i utrživih vrijednosnica bi se trebao primijeniti manji diskont likvidnosti nego kod poduzeća kod kojih prevladava sporije unovčiva imovina. Nadalje, financijski zdrava privatna poduzeća bi se trebala lakše prodati od poduzeća s financijskim problemima. Stoga, poduzeća s pozitivnim novčanim tokom i stabilnim profitom trebaju imati manji diskont likvidnosti u odnosu na poduzeća koja posluju s gubitkom. Manji diskont likvidnosti bi se trebao primijeniti i kod vrednovanja poduzeća za koje postoji velika vjerojatnost da će izaći u javnost u budućnosti. Na diskont likvidnosti, također, utječe veličina poduzeća. Općenito vrijedi da bi se diskont likvidnosti trebao smanjivati kako veličina poduzeća raste.

4 Karakteristike djelatnosti maloprodaje

Ovo poglavlje rada se bavi tematikom djelatnosti maloprodaje. Na početku poglavlja se definira djelatnost maloprodaje i navode oblici maloprodaje. Nakon toga se opisuju trendovi koji su obilježili maloprodaju u posljednjih nekoliko godina. Konačno, poglavlje završava s osvrtom na obilježja maloprodaje u svijetu i maloprodaje u Bosni i Hercegovini.

4.1 Oblici i trendovi u maloprodaji

Djelatnost maloprodaje obuhvaća sve aktivnost vezane uz prodaju proizvoda i usluga izravno krajnjem potrošaču za osobnu potrošnju. Ubraja se u tercijarne djelatnosti. Maloprodaja se može podijeliti po različitim kriterijima i ne postoji jedinstvena klasifikacija maloprodaje, jer se obilježja različitih oblika međusobno prepleću. Pojedini oblici maloprodaje navode se u nastavku, a nakon toga se prikazuju neki od značajnijih trendova koji su obilježili tržište maloprodaje.

4.1.1 Klasifikacija maloprodajnih oblika

Oblici maloprodaje se mogu podijeliti u kategorije prema različitim kriterijima. Prema operativnoj strukturi razlikuju se nezavisni trgovci na malo, lanci trgovina i ugovorni sustavi. S obzirom na raspon asortimana, nespecijalizirani trgovci na malo nude širok spektar kategorija proizvoda, dok se specijalizirani fokusiraju na pojedine niše proizvoda, na primjer zdravu hranu ili planinarsku opremu. Prema kriteriju cjenovne politike, trgovci na malo se mogu kretati u rasponu od onih koji nude proizvode po jako niskim cijenama (diskontna maloprodaja) do onih koji zaračunavaju više cijene na temelju jedinstvene lokacije ili reputacije. Nadalje, oblici maloprodaje se mogu podijeliti i prema lokaciji, razini usluge, vlasništvu i slično. (Cox i Brittain, 2004., str. 9.-10.) Osim toga, Brčić-Stipčević i Renko (2007.) ističu i oblike maloprodajne izvan prodavaonica, u koje spadaju: direktna prodaja, direktni marketing, prodaja na automatima i servisi za kupovanje.

Prema Pravilniku o klasifikaciji prodavaonica i drugih oblika trgovine na malo, u skupinu nespecijaliziranih prodavaonica pretežno hranom, pićima i duhanskim proizvodima, između ostalih, ubrajaju se klasična prodavaonica, mini market, supermarket, hipermarket i diskontna

prodavaonica. Klasična prodavaonica nudi ograničeni asortiman proizvoda s velikim koeficijentom obrtaja, uglavnom dnevne, ali i povremene potrošnje. U klasičnim prodavaonicama se prodaja obavlja direktnim posredovanjem prodavača. Mini marketi su prodavaonice smještene u naseljima, koje uglavnom nude prehrambene proizvode namijenjene svakodnevnoj upotrebi, ali se nude i neprehrambeni proizvodi. Supermarketi su samoposlužne prodavaonice sa širokim asortimanom pretežito prehrambenih proizvoda, dok su hipermarketi prodavaonice koje nude različite prehrambene i neprehrambene proizvode te razne vrste usluga.² Prema Howe (2003., str. 25.-26.), supermarketi i hipermarketi se razlikuju i prema površini. Tako površina supermarketa iznosi 400-2500 m², a hipermarketi imaju površinu veću od 2500 m². Konačno, diskontne prodavaonice su one koje nude ograničen asortiman prehrambenih i neprehrambenih proizvoda po znatno nižim cijenama, zahvaljujući niskim troškovima poslovanja.

4.1.2 Trendovi u djelatnosti maloprodaje

Razvoj tehnologije i interneta, jaka konkurencija i promjene u ponašanju kupaca doveli su do značajnih promjena u djelatnosti maloprodaje. Dok je nekoć tržište bilo fragmentirano, i velik broj manjih igrača je međusobno konkurirao, danas je situacija takva da manji broj velikih igrača drži veliki dio tržišta. Drugim riječima, došlo je do konsolidacije tržišta. Prema Krafft i Mantrala (2006., str. 195.) konsolidacija se više ostvarila na temelju preuzimanja i spajanja, nego na temelju organskog rasta. Jedan od razloga konsolidacije je činjenica da veliki igrači na tržištu mogu iskoristi potencijale ekonomije obujma, te osigurati veću pregovaračku moć u odnosima s dobavljačima, što omogućuje povoljnije uvjete nabave. To im osigurava niže troškova poslovanja, te postaju konkurentniji. S druge strane, mali igrači ne mogu samostalno ostvariti niske nabavne cijene, zbog čega nisu dovoljno cjenovno konkurenti. Stoga je logičan slijed prodaja malih poduzeća ili spajanje s većim igračima.

Uz trend konsolidacije, koji se očituje u tome da na tržištu postoji manji broj velikih igrača, tržište maloprodaje je obilježio i proces internacionalizacije. U prošlosti su ekonomski, sociokulturni i politički faktori kočili širenje maloprodaje preko granica neke države. Velik broj usluga i proizvoda je bilo potrebno modificirati i prilagoditi za izlazak na nova tržišta, što je iziskivalo velike troškove, a stope neuspjeha su bile dosta visoke. Međutim, s vremenom je

² Pravilnik o klasifikaciji prodavaonica i drugih oblika trgovine na malo, preuzeto s: <http://www.propisi.hr/print.php?id=9136> [Pristupano: 07.01.2019.]

došlo do saturacije domaćeg tržišta, smanjile su se barijere pri izlasku na nova tržišta, te su brojna poduzeća prešla granice vlastite države i proširila se na druga internacionalna tržišta. (Cox i Brittain, 2004., str. 41.-43.)

Razvoj interneta mijenja tradicionalno poimanje maloprodaje, kao djelatnosti koja se odvija u fizičkim prostorima. Velik broj maloprodajnih poduzeća, od prodavača tekstila (na primjer Zara) do pretežno prehrambenih poduzeća (poput Tesco-a i Konzuma), uz tradicionalnu prodaju u prodavaonicama nudi mogućnost kupovine putem interneta. S druge strane, postoje poduzeća koja se fokusiraju isključivo na internetsku prodaju, poput Amazona. Uz internetsku prodaju, razvijaju se i mobilne aplikacije putem kojih mogu korisnici mogu pretraživati asortiman, obavljati kupovinu, pronaći najbližu prodavaonicu i slično.

U odnosima s potrošačima, programi lojalnosti su postali važan alat identificiranja, nagrađivanja i zadržavanja potrošača. (Krafft i Mantrala, 2006., str. 361.) Putem programa lojalnosti poduzeća prikupljaju podatke o potrošačima i proizvodima koje kupuju, na temelju čega mogu marketinške aktivnosti prilagoditi svakom pojedinom potrošaču. Na primjer, ukoliko je proizvod kojeg potrošač najviše kupuje trenutno na akciji, poduzeće može e-mailom obavijestiti kupca o tome. Kao nagradu za ustupljene informacije, članovi programa dobiju razne pogodnosti i popuste prilikom kupovine.

Unutar djelatnosti maloprodaje razvijaju se i neke nove tehnologije. Jedna od tih tehnologija je osobni asistent (engl. Personal Shopping Assistant – PSA). Osobni asistent je tablet koji, između ostalog, kupcima omogućava skeniranje bar koda proizvoda, obavještava ukoliko je neki proizvod na akciji te daje ukupan iznos koji kupci trebaju platiti za proizvode u košarici. Na kraju kupovine, podaci se prenose na blagajnu koja izbacuje račun. (Krafft i Mantrala, 2006., str. 96.-99.) Nadalje, uvode se i samposlužne blagajne (na primjer Konzum u Hrvatskoj), na kojima kupci sami skeniraju kupljenje artikle i obavljaju plaćanje. S obzirom na funkcije novih tehnologija moglo bi se zaključiti kako idu u smjeru ubrzavanja procesa kupnje (bez dugih čekanja u redu za blagajnu) i smanjenja broja prodajnog osoblja.

4.2 Profitne marže u djelatnosti maloprodaje

Marža profita je jedan od pokazatelja profitabilnosti i pokazuje koliki se postotak ostvarenih prihoda zadržava u obliku dobiti uvećane za rashode od kamata. Iskazuje se u bruto i neto iznosu. Razliku između bruto i neto marže profita čini porezno opterećenje u odnosu na ukupne prihode. (Žager i drugi, 2017., str. 52.) Profitna marža računa se na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka, prema sljedećim formulama:

$$\text{Bruto marža profita} = (\text{dobit prije poreza} + \text{rashodi od kamata}) / \text{ukupni prihodi}$$

$$\text{Neto marža profita} = (\text{neto dobit} + \text{rashodi od kamata}) / \text{ukupni prihodi}$$

Ailawadi i Harlam (2004., str. 150.) navode tri determinante marži u djelatnosti maloprodaje: 1) tržišna moć proizvođača, 2) tržišna moć trgovaca na malo i 3) obilježja potrošača i kategorije. Kako jača tržišna moć proizvođača, rastu i cijene njihovih proizvoda, odnosno troškovi nabave za trgovce na malo. Ukoliko su kupci cjenovno osjetljivi, poduzeća ne mogu povećati cijene proizvoda, jer bi u tom slučaju kupci prešli kod konkurenata. Posljedično tome, poduzeće se suočava s malim profitnim maržama. Kada trgovci imaju bolju pregovaračku poziciju u odnosima s dobavljačima mogu ostvariti povoljnije uvjete nabave i time si osigurati veće profitne marže. Također, kada je konkurencija slaba, tržišna moć poduzeća jača, smanjuje se pritisak na snižavanje cijene, a profitne marže se povećavaju.

Općenito su za djelatnost maloprodaje karakteristične male profine marže i veći koeficijenti obrtaja imovine. Međutim, unutar same djelatnosti, ovisno o vrsti poduzeća variraju i profitne marže i koeficijenti obrtaja. (Whalen, Baginski i Bradshaw, 2011., str. 275.) Na primjer, specijalizirana poduzeća imaju nešto veće profitne marže i manje koeficijente obrtaja, dok nespecijalizirana prehrambena poduzeća imaju niže profitne marže. Jedan od razloga je jaka konkurencija, zbog čega su poduzeća prisiljena zaračunavati niže cijene kako bi ostala cjenovno konkurentna. Prema podacima³ za 2017. godinu neto profitne marže u djelatnosti maloprodaje su se na globalnoj razini kretale u rasponu 2-6%. Pri tome su najveće marže bile u maloprodaji građevinskih materijala (5,95%) i specijaliziranim poduzećima (3,67%) , prodaja putem interneta je ostvarila maržu od 3,36%, a najmanju maržu imala su poduzeća prehrambenim i mješovitim proizvodima (2,01%). Maloprodaja u Europi je imala manje profitne marže, u svim kategorijama. Poduzeća prehrambenim i mješovitim proizvodima ostvarila su neto profitnu maržu u iznosu od 1,43%.

³ Podaci preuzeti s: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#cashflows [Pristupano 05.01.2019.]

4.3 Djelatnost maloprodaje na globalnoj razini

Pema izvještaju *Global Powers of Retailing 2017* od Deloitte-a, u skupini 250 vodećih globalnih poduzeća iz djelatnosti maloprodaje, preko 50% njih su poduzeća prehrambenim i mješovitim proizvodima, s najvećim prosječnim prihodom od 21,5 milijarde dolara, ostvarenim u 2015. godini. To upućuje na jaku konkurenciju u navedenoj djelatnosti. Među vodećim konkurentima u toj skupini su američki trgovački lanci Wal-Mart i The Kroger, zatim francuski lanac Carrefour, njemački lanac diskontnih trgovina Aldi te britanski Tesco. Naravno, riječ je o lancima koji posluju izvan granica zemlje porijekla. Na primjer, vodeći europski lanac Carrefour, osim u Francuskoj, ima više od 12.000 trgovina u preko 30 zemlja te ostvaruje prihode od oko 88 milijardi eura.⁴

Najveći broj vodećih 250 kompanija ima sjedište u Europi. Nakon toga slijede poduzeća iz SAD-a i Japana. Europski igrači su ujedno i najaktivniji na globalnom tržištu maloprodaje, u smislu širenja na strana tržišta, pri čemu preko 80% poduzeća djeluje internacionalno. Nadalje, prihodi od maloprodaje se povećavaju iz godine u godinu. Tako prema podacima Eurostata, maloprodaja u Europskoj Uniji bilježi konstantan rast prihoda od 2014. godine do danas, uz prosječnu godišnju stopu rasta od oko 3%.

4.4 Djelatnost maloprodaje na području Bosne i Hercegovine

Tržište maloprodaje u BiH obilježavala je usitnjenost i neučinkovitost malih nezavisnih trgovina. Međutim, u zadnjih desetak godina prisutan je trend konsolidacije, odnosno okrupnjavanja i rasta maloprodajnih lanaca. Uz to, smanjuje se broj malih samostalnih trgovina, te se prelazi na trgovine većih formata (supermarket i hipermarket) koje nude širok asortiman na jednom mjestu. Nadalje prisutan je i trend internacionalizacije, odnosno ulaska inozemnih maloprodajnih lanaca na tržište BiH. Zanimljivo je istaknuti, kako za razliku od zemalja u okruženju (Hrvatska, Srbija i Slovenija) u kojima sve više jačaju strani maloprodajni lanci poput Lidla i Spara, u BiH dominiraju domaći trgovci. Prema izvještaju o maloprodaji u BiH analitičke kuće Euromonitor International, u BiH je među vodećih 10

⁴ Preuzeto s: <http://www.carrefour.com> [Pristupano 05.01.2019.]

trgovačkih lanaca njih 7 u domaćem vlasništvu, te konstanto bilježe rast prihoda.⁵ Lider na tržištu je Bingo, trgovački lanac s preko 180 prodavaonica. Profitne marže tržišnog lidera su u razdoblju 2015. – 2017. godine bile više od prosjeka maloprodaje u BiH. U 2017. neto marža na razini grane je iznosila 5,9%, dok je tržišni lider ostvario maržu od 7%.⁶

Prema Izvještaju o razvoju BiH za 2017., bruto društveni proizvod Bosne i Hercegovine je iznosio 31,3 milijarde KM, dok je BDP po stanovniku iznosio 8.941 KM.⁷ Najveći doprinos BDP-u imale su djelatnost trgovine na veliko i malo (13,93%) i prerađivačka industrija (13,12%). Promet u trgovini na malo je u 2017. porastao za 5,1%, što je posljedica pozitivnih kretanja u makroekonomskom okruženju poput rasta BDP-a po stopi od 3%, rasta bruto plaća, smanjenja nezaposlenosti i povećanja potrošnje kućanstava. Nadalje, promet u maloprodaji hranom, pićem i duhanskim proizvodima u nespecijaliziranim prodavaonicama je imao rast od 4,5%. Zabilježena su i značajna strana ulaganja u djelatnost maloprodaje u iznosu od 110,2 mil. KM. Osim toga, najveće povećanje broja zaposlenih zabilježeno je upravo u djelatnosti trgovine na malo i industriji. Prema Salić i Rendić (2010.), BiH je zaostajala za ostalim zemljama SEE regije i zemljama EU-10 u svim aspektima analize (broju prodavaonica, broju zaposlenih u maloprodaji, udjelu u BDP-u i slično).

⁵ Preuzeto s: <https://www.biznisinfo.ba/esm-bh-trgovinski-lanci-preuzimaju-trziste/> [Pristupano 10.01.2019]

⁶ Preuzeto s: <https://www.klix.ba/biznis/privreda/prihodi-kompanije-bingo-u-2017-godini-presli-milijardu-km-konzum-pao-za-29-posto/180517024#17> [Pristupano 10.01.2019.]

⁷ Preuzeto s: http://www.dep.gov.ba/razvojni_dokumenti/izvjestaji/Archive.aspx?langTag=bs-BA&template_id=140&pageIndex=1 [Pristupano 11.01.2019.]

5 Vrednovanje privatno držanog poduzeća iz djelatnosti maloprodaje metodom diskontiranja slobodnih novčanih tokova

Predmet procjene vrijednosti u ovom radu je maloprodajno poduzeće sa sjedištem u Bosni i Hercegovini, a temeljni motiv procjene je prodaja poduzeća potencijalnim kupcima. Prema klasifikaciji djelatnosti, poduzeće se ubraja u poduzeća koja se bave trgovinom na malo hranom, pićem i duhanskim proizvodima u nespecijaliziranim prodavaonicama. Poduzeće je započelo s radom 1997. godine baveći se veleprodajom i maloprodajom prehrambenih proizvoda. S vremenom je ključni segment poslovanja poduzeća postala maloprodaja, a veleprodajna djelatnost je napuštena. Zahvaljujući dobrom razumijevanju potreba kupaca i naglasku na visoku kvalitetu uslugu, poduzeće je postiglo dobru reputaciju na tržištu i steklo veliku bazu lojalnih kupaca. U nastavku ovog poglavlja su detaljnije analizirani poslovanje poduzeća i financijski izvještaji, te je prikazan postupak procjene vrijednosti diskontiranjem slobodnih novčanih tokova.

5.1 Poslovna analiza promatranog poduzeća

Od osnutka, poduzeće posluje kao društvo s ograničenom odgovornošću, ima istog, jednog vlasnika, a temeljni kapital u 2017. godini je iznosio 3,85 milijuna KM. 2003. godine poduzeće je svoje poslovanje preselilo u novi prodajni prostor i od tada djeluje kao supermarket. Kako se povećavao obujam poslovanja, poduzeće je dodatno širilo svoj asortiman, zapošljavalo nove radnike te povećavalo prodajni prostor u sklopu građevinskog objekta. Na kraju 2017. godine u poduzeću je bilo 56 zaposlenika, od toga 45 prodajnog osoblja, 10 administrativnog osoblja (financije, računovodstvo i marketing) te vlasnik, koji je ujedno i menadžer.

U vlasništvu poduzeća je samo jedan supermarket. Međutim, iako je poslovanje, što se tiče fizičke lokacije, geografski ograničeno na područje jedne općine, poduzeće ima velik broj kupaca iz okolnih gradova Bosne i Hercegovine i Hrvatske, zahvaljujući dobroj reputaciji. U sklopu ponude su i proizvodi vlastite pekarnice i slastičarnice, a poduzeće je posebno poznato po vrhunskoj kvaliteti mesa, te voća i povrća, što ga znatno diferencira od konkurencije. Neki od ostalih elementa diferencijacije su i uređenje unutarnjeg prostora poduzeća i ljubaznost prodajnog osoblja.

Kroz protekle godine poslovanja poduzeće je bilo izloženo značajnim konkurentskim pritiscima, posebice u vrijeme ulaska Konzuma na tržište BiH. U tom periodu i promatrano poduzeće je bilo jedna od meta preuzimanja. Međutim, menadžment je uspješno reagirao na promjene na tržištu, te se poduzeće očuvalo do danas u istom vlasništvu. Štoviše, lider je na lokalnom području. Poduzeće ima tri izravna konkurenta koja djeluju na istom području. Međutim, zbog blizine okolnih gradova, djeluje poprilično jaka konkurencija ostalih igrača. Za geografsko područje na kojem djeluje poduzeće i njegovu okolicu je karakteristično da u analiziranoj djelatnosti prevladavaju poduzeća u vlasništvu lokanih obitelji. Vodeći trgovački lanci u BiH nisu uopće, ili su u jako maloj mjeri prisutni na tom teritoriju, a čak ni Konzum nije uspio naštetiti domaćim igračima.

5.1.1 SWOT analiza

SWOT analiza je alat pomoću kojeg se identificiraju ključne snage i slabosti poduzeća. Osim toga, SWOT obuhvaća i analizu prilika i prijetnji iz okoline koje mogu značajno utjecati na poslovanje poduzeća. SWOT analiza za odabrano poduzeće prikazana je u nastavku (tablica 1).

Tablica 1 SWOT analiza promatranog poduzeća

SNAGE	SLABOSTI
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Duga tradicija poslovanja ▪ Reputacija poduzeća ▪ Kvalitetno prodajno osoblje ▪ Široka ponuda prehrambenih i neprehrambenih proizvoda ▪ Konstanto unapređenje asortimana ▪ Kvalitetni proizvodi iz vlastite proizvodnje (pekarnica i slastičarnica) ▪ Zadovoljstvo zaposlenika ▪ Brzo reagiranje na promjene na tržištu 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nejasno definirana vizija i misija poduzeća ▪ Nejasna organizacijska struktura ▪ Nedovoljno definirana podjela odgovornosti zaposlenika ▪ Poslovanje na jednoj lokaciji ▪ Opasnost da će veličina poduzeća prerasti sposobnosti menadžera

PRILIKE	PRIJETNJE
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pozitivni makroekonomski trendovi u Bosni i Hercegovini ▪ Preuzimanje manjih prodavaonica na nižim razinama općine ▪ Širenje na područje okolnih gradova ▪ Mogućnost širenja djelatnosti slastičarstva i pekarstva ▪ Mogućnost iznajmljivanja poslovnih prostora u sklopu građevinskog objekta 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ulazak vodećih trgovačkih lanaca na lokalno tržište na kojem posluje poduzeće ▪ Jačanje tržišnog položaja glavnog konkurenta ▪ Iseljavanje stanovnika

Izvor: Izrada autorice

5.1.2 Analiza financijskih izvještaja poduzeća

Na temelju dostupnih financijskih izvještaja za razdoblje 2015. - 2017. godine, provedena je horizontalna i vertikalna analiza bilance te računa dobiti i gubitka. Analizom izvještaja o financijskom položaju analiziranog poduzeća (tablica 2) uočeno je sljedeće. Najveći dio ukupne imovine odnosi se na materijalnu imovinu, točnije građevinski objekt. Međutim, udio materijalne imovine se u razmatranom razdoblju smanjio sa 60% na 49%, uslijed ispravka vrijednosti i nedostatka većih investicija, koje bi povećale vrijednost imovine. Na strani kratkotrajne imovine, sukladno s djelatnosti analiziranog poduzeća, najznačajnija stavka su zalihe proizvoda. U razmatranom razdoblju zalihe konstantno rastu, što ukazuje na povećanje obujma poslovanja. Stavka potraživanja od kupaca čini oko 2% ukupne imovine, te bilježi smanjenje u promatranom razdoblju. Stoga se može zaključiti kako je poduzeće poboljšalo naplatu potraživanja.

Ukupna imovina u iznosu od oko 6,4 milijuna KM se financira iz vlastitih i tuđih izvora. Pri tome se najveći dio imovine financira iz vlastitih izvora, odnosno kapitala poduzeća i zadržane dobit. Udio kapitala u ukupnim izvorima financiranja je u 2017. godini iznosio 65,5%, dok je 2016. godini iznosio 69%. Razlozi smanjenja su manja dobit koja je ostvarena u 2016. i prenesena u 2017., te isplata dijela zadržane dobiti. S druge strane, udio obveza poduzeća je iznosio 34,5% u 2017. godini. Najznačajnije stavke obveza analiziranog

poduzeća su kratkoročni krediti (od banke i zajmovi od vlasnika) te obveze prema dobavljačima. Kako bi ostvarilo dodatne rabate kod dobavljača na temelju avansnog plaćanja, poduzeće se kratkoročno zadužuje u banci po kamatnoj stopi od 3%. Zbog toga se stavka obveze prema dobavljačima smanjuje, a stavka kratkoročni krediti povećava. Analizom bilance se, također, može zaključiti kako je poduzeća krajem 2016. godine podmirilo sve obveze prema zaposlenima.

Tablica 2 Bilanca promatranog poduzeća (2015. – 2017.)

(000 KM)	2015.	2016.	2017.
DUGOTRAJNA IMOVINA	4.647,0	4.436,8	4.272,6
Nematerijalna imovina	10,0	12,2	8,9
Materijalna imovina	4.637,0	4.424,6	4.263,7
<i>Zemljište</i>	283,9	283,9	283,9
<i>Građevinski objekt</i>	4.042,3	3.808,9	3.709,6
<i>Postrojenje i oprema</i>	310,8	299,2	270,2
<i>Materijalna imovina u pripremi</i>	0,0	32,6	0,0
KRATKOTRAJNA IMOVINA	1.810,4	2.036,9	2.129,1
Zalihe	1.427,7	1.693,0	1.796,9
Potraživanja	216,1	238,9	209,1
<i>Potraživanja od kupaca</i>	212,6	219,2	190,3
<i>Ostala potraživanja</i>	3,5	19,6	18,8
Novac	166,6	105,1	123,1
UKUPNA IMOVINA	6.457,4	6.473,7	6.401,7
UKUPNO KAPITAL	3.871,9	4.467,8	4.196,1
Temeljni kapital	3.326,0	3.846,6	3.846,6
Zadržana dobit	545,9	621,2	349,4
UKUPNO OBVEZE	2.585,5	2.005,9	2.205,6
DUGOROČNE OBVEZE	350,0	200,0	200,0
Dugoročni kredit	350,0	200,0	200,0
KRATKOROČNE OBVEZE	2.235,5	1.805,9	2.005,6
Kratkoročni krediti	970,7	650,0	920,0
Obveze prema dobavljačima	1.168,8	1.129,7	987,9
Obveze iz specifičnih poslova	1,4	1,5	2,1
Obveze prema zaposlenima	43,1	0,0	56,9
Obveza za poreze	51,6	24,7	38,7
UKUPNO PASIVA	6.457,4	6.473,7	6.401,7

Izvor: Izrada autorice na temelju financijskih izvještaja poduzeća

Izvještaj o dobiti poduzeća za razdoblje 2015. – 2017. je prikazan u tablici 3. Tijekom analizirane 3 godine poduzeće je ostvarivalo pozitivan financijski rezultat. Međutim, u 2016. godini je zabilježeno smanjenje neto dobiti u odnosu na prethodnu godinu. To je rezultat novog načina obračuna amortizacije, uslijed čega je amortizacija povećana za oko 70%. Osim toga, 2016. godinu je obilježio i ulazak novog konkurenta na tržište. Zbog toga je poduzeće bilo prisiljeno spuštati cijene proizvoda i zaračunati jako niske marže. Međutim, prihodi u 2016. su i dalje bili u porastu za oko 3% u odnosu na godinu prije. U 2017. godini se situacija poboljšala, a prihodi su rasli po stopi od oko 11%. Neto dobit se povećala na 178 tisuća KM, a operativna dobit na 134 tisuće KM. Stoga se može zaključiti kako je poduzeće uspješno reagiralo na agresivnu konkurenciju.

Tablica 3 Račun dobiti i gubitka promatranog poduzeća (2015. – 2017.)

(000 KM)	2015.	2016.	2017.
POSLOVNI PRIHODI	7.918,8	8.122,1	8.993,8
Prihodi od prodaje	7.716,5	7.916,6	8.762,9
Ostali prihodi	202,3	205,5	230,9
POSLOVNI RASHODI	7.672,5	8.086,2	8.859,5
Nabavna vrijednost prodate robe	6.614,8	6.818,8	7.490,9
Materijalni troškovi	206,4	211,2	199,9
Troškovi plaća i ostalih osobnih primanja	518,1	584,2	668,1
Troškovi proizvodnih usluga	59,1	54,1	62,3
Nematerijalni troškovi	78,3	86,3	102,0
Amortizacija	196,0	331,6	336,3
Dobit/gubitak iz poslovnih aktivnosti	246,3	35,9	134,3
FINANCIJSKI PRIHODI	0,0	7,3	14,8
FINANCIJSKI RASHODI	54,9	34,4	30,3
Dobit/gubitak iz financijskih aktivnosti	-54,9	-27,2	-15,5
IZVANREDNI PRIHODI	79,1	120,6	137,0
IZVANREDNI RASHODI	58,8	51,7	70,8
Dobit/gubitak iz izvanrednih aktivnosti	20,3	68,9	66,2
Zarade prije poreza	211,6	77,6	185,0
Porez na dobit	21,2	2,4	6,7
NETO DOBIT	190,5	75,2	178,3

Izvor: Izrada autorice na temelju financijskih izvještaja poduzeća

Oko 97% prihoda analizirano poduzeće ostvaruje od prodaje proizvoda, a nabavna vrijednost prodane robe čini najznačajnije rashode (oko 84% ukupnih poslovnih prihoda), što je i logično za očekivati kod maloprodajnog poduzeća. Udio plaća u ukupnim prihodima iznosio

je oko 7%, koliko je iznosio i udio plaća u ukupnim prihodima za industrijsku granu na razini BiH za razmatrano razdoblje. Stopa rasta operativnih rashoda pratila je stopu rasta poslovnih prihoda poduzeća. U 2016. je zabilježeno značajno povećanje ukupnih rashoda analiziranog poduzeća, uslijed promjene načina obračuna amortizacije. Stopa amortizacije građevinskog objekta je porasla s 3% na 5%, što je rezultiralo većim troškovima amortizacije. Izvanredni prihodi i rashodi, kao i financijski prihodi i rashodi, čine manje značajne stavke izvještaja o dobiti analiziranog poduzeća.

5.1.3 Analiza temeljnih financijskih pokazatelja poduzeća

U sklopu analize financijskih izvještaja promatranog poduzeća, izračunate su vrijednosti temeljnih financijskih pokazatelja poduzeća. Izračunati pokazatelji obuhvaćaju pokazatelje likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti i profitabilnosti promatranog poduzeća. U tablici 4 su prikazani pokazatelji likvidnosti i pokazatelji zaduženosti. Poduzeće u promatranom razdoblju nije imalo problema s likvidnošću i podmirivanjem obveza. Koeficijent zaduženosti ukazuje na to da je poduzeće u 2015. godini 40% imovine financiralo iz tuđih izvora sredstva, dok je taj odnos u 2017. godini iznosio 34,5%. Prosječni koeficijent zaduženosti u promatranom razdoblju na razini industrijske grane u BiH je iznosio 52,5%. Prema tome, može se zaključiti kako se ostala poduzeća više oslanjaju na tuđi kapital u financiranju imovine. Drugim riječima, promatrano poduzeće je manje zaduženo. Kamate poduzeća su više od 4 puta bile pokriveno zaradama prije kamata i poreza u 2015. i 2017. godini, dok je pokriće kamata u 2016. godini smanjeno uslijed značajnog smanjenja zarada prije kamata i poreza. Međutim, i u 2016. godini pokazatelj je prelazio graničnu vrijednost od 1, što znači da dio zarada prije kamata i poreza ostaje i za vlasnike vlastitog kapitala. Na temelju faktora zaduženosti može se zaključiti kako je poduzeću u prosjeku potrebno oko 3 godine da iz zadržane dobiti uvećane za amortizaciju pokrije ukupne obveze.

Tablica 4 Pokazatelji likvidnosti i zaduženost promatranog poduzeća

	2015.	2016.	2017.
Koeficijent tekuće likvidnosti	0,81	1,13	1,06
Koeficijent financijske stabilnosti	1,10	0,95	0,97
Koeficijent zaduženosti	40,0%	31,0%	34,5%
Pokriće troškova kamata	4,48	1,04	4,43
Faktor zaduženosti	3,48	2,11	3,22

Odnos duga i glavnice | 66,8% 44,9% 52,6%
 Izvor: Izrada autorice

Uz pokazatelje likvidnosti i zaduženosti, važni su i pokazatelji aktivnosti (tablica 5). Oni upućuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovnom procesu. Tijekom promatranog razdoblja poduzeću je u prosjeku trebalo 9,4 dana da naplati svoja potraživanja, te 73,5 dana za obrtaj zaliha. Prosjek za industrijsku granu u BiH iznosio 18,4 dana za naplatu potraživanja, te 78 dana za obrtaj zaliha. Prema tome, zalihe promatranog poduzeća se zadržavaju kraće na skladištu, a potraživanja se naplaćuju brže, što ukazuje na djelotvornije poslovanje i brži operativni ciklus promatranog poduzeća. Nadalje, promatranom poduzeću je u razdoblju 2015. – 2017. godine trebalo u prosjeku oko 56 dana da podmiri obveze prema dobavljačima.

Tablica 5 Pokazatelji aktivnosti promatranog poduzeća

	2015.	2016.	2017.
Trajanje naplate potraživanja	10,1	10,1	7,9
Dani vezivanja zaliha	67,5	78	74,9
Dani vezivanja obveza prema dobavljačima	62,5	58,7	46,9

Izvor: Izrada autorice

Konačno, u tablici 6 su prikazani pokazatelji profitabilnosti. Neto marža profitabilnosti je uslijed smanjenja dobit u 2016. godini, je bila manja u odnosu na 2015. i 2017. Prosječna neto marža za promatrano razdoblje je iznosila 2,3%, dok je neto marža za industrijsku granu iznosila 4,8%. Prosječna rentabilnost ukupne imovine poduzeća je iznosila 2,9%, dok je povrat vlasnicima vlastitog kapitala na uložene izvore financiranja u prosjeku iznosio 3,6%. Ta dva pokazatelja su, također, zabilježila smanjenje u 2016. godini, zbog smanjenja ostvarene dobiti.

Tablica 6 Pokazatelji profitabilnosti promatranog poduzeća

	2015.	2016.	2017.
Neto marža profita	3,1%	1,4%	2,3%
Rentabilnost imovine	3,80%	1,69%	3,26%
Rentabilnost vlastitog kapitala	4,92%	1,68%	4,25%

Izvor: Izrada autorice

Na temelju utvrđenih financijskih pokazatelja može se zaključiti kako promatrano poduzeće nema problema s likvidnosti i zaduženosti. Štoviše, u financiranju imovine se više oslanja na vlastiti kapital nego na tuđe izvore financiranja. Nadalje, poduzeće efikasno upotrebljava svoju imovinu te ima brži obrtaj imovine u odnosu na industrijsku granu. Konačno, poduzeće posluje profitabilno i ostvaruje pozitivan povrat vlasnicima, ali uz niže stope profitabilnosti u odnosu na industrijsku granu.

5.2 Prognoza budućih novčanih tokova poduzeća

Uzevši u obzir pozitivna gospodarska kretanja u BiH, koja su obilježena rastom BDP-a po stopi od 3%, smanjenjem nezaposlenosti i rastom prosječne plaće, prognoza poslovanja temelji se na pretpostavci da će se takva makroekonomska kretanja nastaviti i u budućnosti. Podloga za prognozu su raspoloživi financijski izvještaji za razdoblje 2015. - 2017., te predviđanja menadžmenta analiziranog poduzeća.

5.2.1 Prognoza stavki računa dobiti i gubitka

Početna stavka prognoze bili su prihodi poduzeća. Temelj za prognozu budućih prihoda su očekivanja menadžmenta i pozitivna gospodarska kretanja u BiH. Očekuje se da će se u prve dvije godine prognoze, prihodi povećavati po stopi od 11%. Nakon toga, vlasnik planira proširiti ponudu, iznajmljivanjem prodajnog prostora u sklopu građevinskog objekta. Stoga se očekuje sinergijski učinak i pozitivan doprinos temeljnoj aktivnosti poduzeća. Menadžment predviđa da će širenje asortimana i zabavnih sadržaja u sklopu objekta, privući još više kupaca iz okolnog područja i u iduće dvije godini potaknuti rast prihoda po stopi od 13%. U posljednjoj godini prognoze, očekuje se smanjenje stope rasta, te je u toj godini prognozirani rast po stopi od 12%. Stavka ostalih prihoda prognozirana je na temelju pretpostavke da će se udio u prihodima od prodaje zadržati na razini prosjeka ostvarenog u razdoblju 2015. - 2017. godine.

Poslovni rashodi poduzeća, uključujući materijalne troškove, troškove zaposlenika i troškove nabave robe, prognozirani su na temelju metode postotka od prodaje. Pri tome se vodilo pretpostavkom da će se omjer pojedinih stavki i prihoda od prodaje zadržati na razini prosjeka, ostvarenog u analizirane 3 godine. Iznosi postotka od prodaje su prikazani u tablici

7. Jedina stavka rashoda koja nije prognozirana na temelju metode postotka od prodaje je amortizacija. Projekcije za amortizacija izrađene su na temelju plana budućih kapitalnih investicija i preostalog neamortiziranog iznosa postojeće dugotrajne imovine.

Projekcija finansijskih rashoda izrađena je na temelju obveza iz postojećih i budućih kredita, uz pretpostavku da će se kamatna stopa na dugoročne kredite zadržati na razini od 5,4%, a na kratkoročne kredite na razini od 3%. Iznosi finansijskih prihoda, te izvanrednih prihoda i rashoda projicirani su uz pretpostavku zadržavanja prosječnog udjela u prihodima od prodaje, ostvarenog u razdoblju 2015. – 2017. godine. Konačno, projicirani iznos poreza na dobit rezultat je umnoška bruto dobiti i zakonske stope poreza na dobit od 10%⁸. Prognozirani izvještaj o dobiti prikazan je u tablici 7.

Tablica 7 Projekcija izvještaja o dobiti promatranog poduzeća za razdoblje 2018. - 2022.

(KM)	% od prodaje	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Prihodi od prodaje		9.726.819	10.796.769	12.200.349	13.786.394	15.440.762
Ostali prihodi		258.607	292.226	327.293	366.568	410.556
Ukupni prihodi		9.985.426	11.088.995	12.527.642	14.152.962	15.851.318
Nabavna vrijednost prodane robe	85,8%	8.343.665	9.261.469	10.465.459	11.825.969	13.245.085
Materijalni troškovi	2,5%	247.061	274.238	309.889	350.174	392.195
Troškovi plaća	7,2%	704.222	781.686	883.305	998.135	1.117.911
Troškovi proizvodnih usluga	0,7%	70.033	77.737	87.843	99.262	111.173
Nematerijalni troškovi	1,1%	106.022	117.685	132.984	150.272	168.304
Operativni troškovi		(9.471.004)	(10.512.814)	(11.879.480)	(13.423.812)	(15.034.670)
Zarade prije kamata, poreza i amortizacije		514.422	576.181	648.162	729.150	816.648
Amortizacija		(350.900)	(386.900)	(410.900)	(436.700)	(472.650)
Zarade prije kamata i poreza		163.522	189.281	237.262	292.450	343.998
Financijski prihodi	0,1%	9.727	10.797	12.200	13.786	15.441
Financijski rashodi		(25.800)	(17.700)	(47.400)	(40.920)	(34.440)

⁸ Službene novine Federacije BiH (2016) Zakon o porezu na dobit. Sarajevo: Službene list BiH, br. 15/16, članak 31.

Izvanredni prihodi	1,4%	133.310	147.974	167.211	188.949	211.622
Izvanredni rashodi	0,7	(72.075)	(80.004)	(90.404)	(102.157)	(114.416)
Zarade prije poreza		208.684	250.348	278.869	352.108	422.206
Porez na dobit		(20.868)	(25.035)	(27.887)	(35.211)	(42.221)
Neto dobit		187.816	225.313	250.982	316.898	379.985

Izvor: Izrada autorice

5.2.2 Projekcija ulaganja u obrtni kapital i kapitalnih investicija

Obrtni kapital uključuje potraživanja od kupaca i ostala potraživanja, zalihe, obveze prema dobavljačima, obveze prema zaposlenima te obveze za poreze. Sve stavke obrtnog kapitala su projicirane sukladno očekivanom iznosu prihoda od prodaje, prema postocima navedenim u tablici 8. U godinama projekcije se pretpostavlja zadržavanje prosjeka udjela svake stavke u prihodima od prodaje, ostvarenog tijekom povijesnih godina. Projekcija neto obrtnog kapitala prikazana je u tablici 8.

Tablica 8 Projekcija neto obrtnog kapitala promatranog poduzeća

(KM)	% od prodaje	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Zalihe	20,1%	1.958.108	2.173.500	2.456.055	2.775.342	3.108.383
Potraživanja	2,7%	266.017	295.279	333.665	377.042	422.287
Obveze prema dobavljačima	13,6%	(1.361.755)	(1.511.548)	(1.708.049)	(1.930.095)	(2.161.707)
Obveze prema zaposlenima	0,6%	(58.361)	(64.781)	(73.202)	(82.718)	(92.645)
Obveza za poreze	0,5%	(46.125)	(51.198)	(57.854)	(65.375)	(73.220)
Neto obrtni kapital		757.885	841.252	950.615	1.074.195	1.203.098
Ulaganje u NOK			83.367	109.363	123.580	128.903

Izvor: Izrada autorice

Plan kapitalnih ulaganja poduzeća prikazan je u tablici 9. Najveći dio kapitalnih ulaganja planira se financirati iz zadržane dobiti prethodnih godina. U 2019. godini se planira uložiti 600.000 KM za izgradnju i uređenje građevinskog objekta. Za te potrebe, planirano je uzimanje dugoročnog kredita u istom iznosu, uz efektivnu kamatnu stopu na dugoročni kredit u iznosu od 5,4%. Ostatak kapitalnih ulaganja financirat će se iz zadržane dobiti. Nakon toga,

menadžment poduzeća planira kapitalna ulaganja u iznosu, koji omogućava održavanje udjela u prihodima od prodaje od oko 2,5%.

Tablica 9 Plan kapitalnih ulaganja promatranog poduzeća

(KM)	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Ukupna kapitalna ulaganja	190.000	640.000	300.000	340.000	380.000

Izvor: Izrada autorice

5.2.3 Projekcija novčanih tokova promatranog poduzeća

Na temelju prethodno projiciranih stavki, moguće je izračunati očekivane novčane tokove za poduzeće. Očekivani slobodni novčani tokovi analiziranog poduzeća prikazani su u tablici 10. U razdoblju prognoze se očekuju pozitivni slobodni novčani tokovi poduzeću u svim godinama, osim u 2019. godini. Negativan očekivani novčani tok je rezultat značajnog povećanja iznosa kapitalnih ulaganja, koji u toj godini nije praćen proporcionalni povećanjem zarada poduzeća.

Tablica 10 Projekcija slobodnih novčanih tokova promatranog poduzeća

(KM)	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Ukupni prihodi	9.985.426	11.088.995	12.527.642	14.152.962	15.851.318
Operativni troškovi	(9.471.004)	(10.512.814)	(11.879.480)	(13.423.812)	(15.034.670)
Zarade prije kamata, poreza i amortizacije	514.422	576.181	648.162	729.150	816.648
Amortizacija	(350.900)	(386.900)	(410.900)	(436.700)	(472.650)
Zarade prije kamata i poreza	163.522	189.281	237.262	292.450	343.998
Porez	(16.352)	(18.928)	(23.726)	(29.245)	(34.400)
Amortizacija	350.900	386.900	410.900	436.700	472.650
Promjena neto obrtnog kapitala	(-164.584)	(83.367)	(109.363)	(123.580)	(128.903)
Kapitalna ulaganja	(190.000)	(640.000)	(300.000)	(340.000)	(380.000)
Slobodni novčani tok poduzeću	472.654	-166.115	215.073	236.325	273.345

Izvor: Izrada autorice

5.2.4 Projekcija terminalne vrijednosti

U djelatnosti maloprodaje zabilježene su veće stopa rasta, od stope rasta BDP-a. Stoga je, pri izračunu terminalne vrijednosti, za dugoročnu konstantu stopu rasta uzeta upravo stopa rasta maloprodaje od 4,5%. Na temelju te pretpostavke, očekivanog novčanog toga za zadnju godinu prognoze (2022. godinu) i utvrđene diskontne stope izračunata je rezidualna, odnosno terminalna vrijednost promatranog poduzeća. Procijenjena rezidualna vrijednost iznosi 6,02 milijuna KM. Izračun rezidualne vrijednosti je prikazan u nastavku.

$$R_V = \frac{V_t * (1 + g)}{k_A - g} = \frac{273.345 * (1 + 0,045)}{0,0924 - 0,045} = 6.023.059$$

5.3 Utemeljenje adekvatne diskontne stope poduzeća

Za izračun adekvatne diskontne stope koja će se primijeniti na očekivane čiste novčane tokove promatranog poduzeća, bilo je potrebno utvrditi trošak duga, trošak glavnice te njihove pondere. Pri utvrđivanju troška duga uzeta je efektivna kamatna stopa na dugoročne dugove poduzeća u iznosu od 5,4% (tablica 11). U trećem poglavlju je istaknuto kako se pri utvrđivanju poreza na dobit, te trošak duga nakon poreza (k_D) iznosi 4,9%.

Tablica 11 Trošak duga promatranog poduzeća

Trošak duga	5,4%
Stopa poreza na dobit	10,0%
Trošak duga nakon poreza (k_D)	4,9%

Izvor: Izrada autorice

Budući da na razini Bosne i Hercegovine nema usporedivih poduzeća čije dionice kotiraju na javnom tržištu kapitala, pri izračunu troška obične glavnice korišteni su podaci za industrijsku granu na razini Europe. Prema Damodaranu, beta s dugom za poduzeća iz analizirane grane je iznosila 0,95 za 2017. godinu.⁹ Kako se pri utvrđivanju bete poduzeća koristi beta usporedivih poduzeća bez duga, u sljedećem koraku je utvrđena njezina vrijednost. Odnos duga i kapitala za usporediva poduzeća je iznosio 80,6%. Prema tome, vrijednost bete bez duga za usporediva poduzeća je iznosila 0,55. Na temelju te vrijednosti i ciljane strukture kapitala poduzeća utvrđena je beta promatranog poduzeća. Ciljana struktura kapitala, odnosno odnos

⁹ Preuzeto s: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html [Pristupano 05.01.2019.]

duga i kapitala, prema menadžmentu poduzeća iznosi 54%. Drugim riječima, menadžment u budućnosti želi 65% sredstava imati iz vlastitog kapitala poduzeća, a preostalih 35% će činiti tuđi izvori financiranja. To su ujedno i ponderi potrebni za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala. Prilagodбом betе bez duga usporedivih poduzeća za ciljani odnos duga i kapitala promatranog poduzeća, utvrđeno je kako beta promatranog poduzeća iznosi 0,82. To znači da bi cijene dionica promatranog poduzeća bile manje volatilne od tržišta, odnosno manje osjetljive na gospodarska kretanja, što je za očekivati kod maloprodajnih poduzeća.

Osim betе, za izračun troška kapitala potrebno je utvrditi nerizičnu kamatnu stopu i premiju tržišnog rizika. Premija tržišnog rizika za BiH je, prema Damodaranu, iznosila 12,58%.¹⁰ S obzirom da Bosna i Hercegovina ne izdaje državne obveznice, za nerizičnu kamatnu stopu uzet je prinos na njemačke tridesetogodišnje državne obveznice, koje se smatraju nerizičnim financijskim instrumentom. Prinos na njemačku obveznicu iznosio je 1,32%.¹¹ Na temelju prethodno navedenih podataka i formule za CAPM utvrđen je trošak kapitala promatranog poduzeća u iznosu od 11,6%. Stavke troška kapitala prikazane su u tablici 12.

Tablica 12 Trošak obične glavnice promatranog poduzeća

Nerizična kamatna stopa	1,32%
Premija tržišnog rizika	12,58%
Beta promatranog poduzeća	0,82
Trošak obične glavnice (k_g)	11,6%

Izvor: Izrada autorice

Nakon utvrđivanja troška duga, troška kapitala i njihovih pripadajućih pondera, utemeljena je adekvatna diskontna stopa u iznosu od 9,24%. Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala, odnosno diskontne stope prikazan je u nastavku.

$$k_A = w_d * k_d + w_g * k_g$$

$$k_A = 0,35 * 0,049 + 0,65 * 0,116$$

$$k_A = 9,24\%$$

¹⁰ Preuzeto s: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#corpgov [Pristupano 05.01.2019.]

¹¹ Preuzeto s: <https://www.investing.com/rates-bonds/germany-30-year-bond-yield-historical-data> [Pristupano 06.01.2019.]

5.4 Procjena vrijednosti poduzeća

Diskontiranjem procijenjenih slobodnih novčanih tokova poduzeća po diskontnoj stopu koja odgovara visini utvrđenog prosječnog ponderiranog troška kapitala, dobivena je vrijednosti poduzeća u iznosu od 4,67 KM. Međutim, s obzirom da je riječ o privatnom poduzeću koje obilježava manja likvidnosti u odnosu na poduzeća koja kotiraju na burzi, na dobivenu vrijednosti bilo je potrebno primijeniti diskont za manjak likvidnosti odnosno utrživosti. Za potrebe ovog rada primijenjen je diskont za likvidnost preuzet iz podataka profesora Damodarana, i iznosi 26,26%.¹² Konačno, procijenjena vrijednost promatranog poduzeća, nakon prilagodbe za manjak likvidnosti, iznosi 3,45 milijuna KM. Postupak utvrđivanja vrijednosti poduzeća je prikazan u tablici 13.

Tablica 13 Diskontiranje slobodnih novčanih tokova poduzeću na sadašnju vrijednosti)

(mil. KM)	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	R.v. 2022.
Godine diskontiranja	1	2	3	4	5	5
Diskontna stopa	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%
Diskontni faktor	1,0924	1,1933	1,3036	1,4241	1,5556	1,5556
Slobodni NT poduzeću	0,47	-0,17	0,22	0,24	0,27	6,02
Sadašnja vrijednost slobodnog NT poduzeću	0,43	-0,14	0,16	0,17	0,18	3,87
Sadašnja vrijednost poduzeća	4,67					
Diskont likvidnosti	26,26%					
Sadašnja vrijednost poduzeća prilagođena za diskont likvidnosti	3,45					

Izvor: Izrada autorice

¹² Preuzeto s: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/spreadsh.htm [Pristupano 05.01.2019.]

6 Zaključak

Predmet istraživanja ovog diplomskog rada jest vrednovanje privatnog poduzeća iz djelatnosti maloprodaje, koje posluje na području Bosne i Hercegovine. Prilikom izračuna vrijednosti poduzeća potrebno je provesti analizu odabranog poduzeća i njegove okoline, te prognozirati buduće poslovanje poduzeća i ekonomska kretanja gospodarstva u kojem posluje. Kod procjene vrijednosti poduzeća potrebno je odabrati adekvatnu metodu vrednovanja. Uobičajeno se metode vrednovanja mogu podijeliti na (1) metode temeljene na imovini, (2) metode temeljene na profitnoj snazi i (3) tržišne metode, odnosno tržišne multiplikatore. Budući da metode zahtijevaju različite ulazne podatke i temelje se na drugačijim konceptima vrijednosti, u konačnici daju različite procjene vrijednosti. Stoga, odabir prikladne metode ima važnu ulogu u procesu vrednovanja, a analitičari često koriste više metoda kako bi utvrdili raspon u kojem se kreće vrijednost poduzeća. Proces vrednovanja veže uz sebe probleme pristranosti, neizvjesnosti i nepreciznosti, zbog čega korisnici trebaju s oprezom koristiti procijenjene vrijednosti.

Vrednovanje privatnog poduzeća u principu se provodi na jednak način kao i vrednovanje javnog poduzeća. Međutim, postoje i određene specifičnosti koje su vezane uz vrednovanje privatnog poduzeća. Jedna od glavnih specifičnosti jest to što se kod vrednovanja privatnih poduzeća primjenjuje diskont likvidnosti koji umanjuje procijenjenu vrijednost poduzeća. Pri procjeni novčanih tokova, potrebno je prilagoditi stavke financijskih izvještaja kako bi se otklonilo moguće precjenjivanje troškova, koje je karakteristično za privatno držana poduzeća. Osim toga, informacije o privatnim poduzećima su manje dostupne u odnosu na javna poduzeća. Posljedično tome, pri utemeljenju diskontne stope za privatna poduzeća koriste se podaci o beta koeficijentu te omjeru duga i kapitala usporedivih javnih poduzeća.

Djelatnost maloprodaje se značajno mijenja pod utjecajem različitih trendova, poput internacionalizacije i konsolidacije, ali i pod utjecajem razvoja interneta. Isti trendovi utječu i na razvoj maloprodaje u Bosni i Hercegovini, gdje djelatnost ima značajnu gospodarsku i socijalnu ulogu. Međutim, maloprodaja u BiH još uvijek zaostaje za ostalim zemljama regije, a ni utjecaj stranih maloprodajnih lanaca nije toliko značajan kao u susjednim zemljama.

Analizirano poduzeće iz djelatnosti maloprodaje ima tradiciju poslovanja dugu 21 godinu i preko 50 zaposlenika. Tijekom analiziranog razdoblja (2015. - 2017.) poslovalo je

profitabilno i ostvarivalo pozitivan povrat vlasnicima. Poduzeće uspješno podmiruje sve svoje obveze i većim dijelom se financira iz vlastitih izvora. Unatoč jakoj konkurenciji, poduzeće je uspjelo zadržati svoj položaj na tržištu, zahvaljujući širokom asortimanu proizvoda i konstantom unaprjeđenju istoga, te prepoznatljivoj kvaliteti usluge prodajnog osoblja.

Metoda koja se koristila za procjenu vrijednosti poduzeća u ovom diplomskom radu je metoda diskontiranja slobodnih novčanih tokova. Na temelju dostupnih podataka izvršena je procjena budućeg poslovanja poduzeća i slobodnih novčanih tokova, koji su diskontirani na sadašnju vrijednost primjenom adekvatne diskontne stope. Nakon primjene diskonta likvidnosti, utemeljena vrijednost dobivena metodom diskontiranja slobodnih novčanih tokova ukazuje da poduzeće ima vrijednost od 3,45 milijuna KM.

Literatura

1. Ailawadi, K., i Harlam, B. (2004.). An empirical Analysis of the Determinants of Retail Margins: The Role of Store-Brand Share. *Journal of Marketing*, 68(1), str. 147.-165.
2. Birgham, E., i Erhardt, M. (2005.). *Financial Management: Theory and Practice* (Svez. 11th ed.). Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomas Corporation.
3. Brčić-Stipčević, V., & Renko, S. (2007.). Čimbenici utjecaja na izvor maloprodajnih oblika. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 5(1), 387.-401.
4. Buble, M. (2010.). *Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća*. Sarajevo: Kemigrafika.
5. Cox, R., i Brittain, P. (2004.). *Retailing: An Introduction*. London: Pearson Education Limited.
6. Damodaran. (2010.). *Damodaran o valuaciji: Analiza vrijednosnica za investicijske i korporativne financije*. Zagreb: Mate.
7. Damodaran, A. (2002.). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore: John Wiley & Sons, Inc.
8. Damodaran. (2011.). *The Little Book on Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
9. Damodaran, A. (2005.). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Hanover, USA: now Publisher.
10. Deloitte *Global Powers of Retailing 2017: The art and science of customers*. Dostupno na: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/consumer-industrial-products/gx-cip-2017-global-powers-of-retailing.pdf>
11. Emery, D., Finnerty, J., i Stowe, J. (2004.). *Corporate Financial Management* (2nd ed.). Upper Saddle River, New Jersey, USA: Pearson Education, Inc.
12. Feldman, S. J. (2005.). *Principles of Private Firm Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
13. Fernandez, P. (2002.). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. San Diego: Academic Press.

14. Howe, S. (2003). *Retailing in European Union: Structures, Competition and Performance*. London: Routledge.
15. Kolačević, S., i Hreljac, B. (2009.). *Vrednovanje poduzeća: novi pristupi i upravljanje temeljeno na imovini*. Zagreb: TEB - Poslovno savjetovanje.
16. Koller, T., Goedhart, M., i Wessels, D. (2005.). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4rd edition.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
17. Krafft, M., i Mantrala, M. (2006.). *Retailing in the 21st Century: Current and Future Trends*. New York: Springer.
18. Larrabee, D. T., i Voss, J. (2013.). *Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added and Real Options*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
19. Miloš Sprčić, D., i Orešković Sulje, O. (2012.). *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
20. Nunnally B. H. (2006.) Valuation of the Small, Private Firm: An Exposition Suitable for the Classroom. *Journal of Financial Education*, 32, str. 66-77.
21. Orsag, S. (2002.). *Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekta*. Zagreb: Masmedia.
22. Orsag, S. (2015.). *Investicijska analiza*. Zagreb: Avantis.
23. Orsag, S. (1997.). *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest.
24. Petersen, C., Plenborg, T., i Schøler, F. (2006.) Issues in Valuation of Privately Held Firms. *The Journal of Private Equity*, 10(1), str. 33.-48.
25. Peterson, C. D. (1989.). *How to Sell Your Business*. New York: McGraw-Hill, Inc.
26. Poznanić, V., i Cvijanović, J. (2011.). *Metode vrednovanja preduzeća*. Beograd: Ekonomski institut.
27. Pratt, S. P., i Grabowski, R. J. (2008.). *Cost of Capital: Applications and Examples* (3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
28. Pratt, S. P., i Niculita, A. V. (2007.). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (5th ed.). McGraw-Hill.
29. Sendić, R., i Alić, A. (2010.) Analiza stanja i perspektive razvoja maloprodaje u BiH. *Zbornik radova, Sarajveo business and economics review*, 30, str. 660.-682.
30. Stowe, D. J. (2002.). *Analysis of Equity Investments - Valuation*. Baltimore: United Book Press.
31. Stowe, J. D., i drugi, (2007.). *Equity Valuation*. Hoboken , New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

32. Vydržel, K., i Soukupova, V. (2012.) Empirical Examination of Valuation Methods used in Private Equity Practice in the Czech Republic. *The Journal of Private Equity*, 16(1), str. 83.-99.
33. Whalen, J. M., Baginski, S. P., i Bradshaw, M. T. (2011.). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective* (7th ed.). Mason: South-Western Cengage Learning.
34. Žager, K., i drugi (2017.). *Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi* (3. izmjenjeno i dopunjeno izdanje). Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Internetski izvori:

www.biznisinfo.ba [Pristupano 10.01.2019.]

www.carrefour.com [Pristupano 05.01.2019.]

www.dep.gov.ba [Pristupano 11.01.2019.]

www.investing.com [Pristupano 06.01.2019.]

www.klix.ba [Pristupano 10.01.2019.]

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Pristupano 05.01.2019.]

www.propisi.hr/print.php?id=9136 [Pristupano 07.01.2019.]

Popis tablica

Tablica 1 SWOT analiza promatranog poduzeća.....	39
Tablica 2 Bilanca promatranog poduzeća (2015. – 2017.)	41
Tablica 3 Račun dobiti i gubitka promatranog poduzeća (2015. – 2017.).....	42
Tablica 4 Pokazatelji likvidnosti i zaduženost promatranog poduzeća.....	43
Tablica 5 Pokazatelji aktivnosti promatranog poduzeća.....	44
Tablica 6 Pokazatelji profitabilnosti promatranog poduzeća	44
Tablica 7 Projekcija izvještaja o dobiti promatranog poduzeća za razdoblje 2018. - 2022.	46
Tablica 8 Projekcija neto obrtnog kapitala promatranog poduzeća	47
Tablica 9 Plan kapitalnih ulaganja promatranog poduzeća.....	48
Tablica 10 Projekcija slobodnih novčanih tokova promatranog poduzeća.....	48
Tablica 11 Trošak duga promatranog poduzeća	49
Tablica 12 Trošak obične glavnice promatranog poduzeća	50
Tablica 13 Diskontiranje slobodnih novčanih tokova poduzeću na sadašnju vrijednosti)	51

Životopis

OSOBNI PODACI:

Ime i prezime: Valentina Begić

Godina i mjesto rođenja: 1995., Mostar

e-mail: begic.valentina7@gmail.com

OBRAZOVANJE:

2017. –

Ekonomski fakultet Zagreb, Diplomski studij Poslove ekonomije

Smjer Analiza i poslovno planiranje

2013. – 2017.

Prvostupnica ekonomije (summa cum laude)

Ekonomski fakultet Zagreb, Poslovna ekonomija

2009. – 2013.

Gimnazija fra Grge Martića, Posušje

RADNO ISKUSTVO:

Pricewaterhouse Coopers Savjetovanje, Hrvatska

- konzultant u odjelu za strateško i operativno savjetovanje (veljača 2019. – lipanj 2019.)
- studentska praksa u odjelu za strateško i operativno savjetovanje (listopad 2018. – veljača 2019.)

Henkel Hrvatska

- studentska praksa u marketingu (rujan 2017. – studeni 2017.)

Ekonomski fakultet Zagreb

- demonstrator na katedri za statistiku (ak. godina 2016./2017.)
- demonstrator na katedri za računovodstvo (ak. godina 2016./2017.)

Nagrade:

- Sveučilišna stipendija za izvrsnost (A kategorija) za ak. godine 2017./2018.; 2016./2017.; 2015./2016.