

Procjena vrijednosti poduzeća metodom diskontiranog novčanog toka

Jozo Piljić

Doktor ekonomskih znanosti, Uprava za indirektno/neizravno oporezivanje Banja Luka, RC Tuzla, profesor na Fakultetu poslovne ekonomije, Univerzitet/Sveučilište „Vitez“ u Vitezu, Bosna i Hercegovina, jpiljic@yahoo.com

Sažetak: Pri procjeni vrijednosti modelom diskontiranog novčanog toka jedan od najvećih izazova predstavlja predviđanje poslovanja u budućim razdobljima. Poduzeće uglavnom ostvaruje novčane priljeve prodajom svojih proizvoda i usluga. S druge strane, novčani odljevi predstavljaju plaćanja poslovnih troškova (sirovine i materijali, plaće i dr.), poreza, povećanja radnog kapitala (primjerice nabave zaliha ili smanjenje obveza prema dobavljačima) te ulaganja u dugotrajnu imovinu (postrojenja, opremu i dr.). Novac koji poduzeću preostane nakon plaćanja navedenih odljeva, raspoloživ je za otplatu duga kreditorima i isplatu sredstava vlasnicima te se naziva slobodni novčani tok. Pri procjeni vrijednosti poduzeća budući slobodni novčani tokovi svode se na sadašnju vrijednost tehnikom diskontiranja. Pritom se uvažava vremenska preferencija novca kao i rizičnost ostvarenja novčanih tokova.

Ključne riječi: procjena vrijednosti, diskontirani novčani tok.

Datum prijema rada: 27. maj 2015.

Datum odobrenja rada: 31. maj 2015.

UVOD

Modelima procjene utvrđujemo intrinzičnu vrijednost¹ poduzeća. Intrinzična se vrijednost može razlikovati od računovodstvene ili sadašnje tržišne vrijednosti. Ona predstavlja stvarnu vrijednost poduzeća i u obzir uzima njegovo cjelokupno poslovanje, uključujući materijalnu i nematerijalnu imovinu, poslovni model, poziciju na tržištu, očekivanja, rizike, trošak kapitala i dr. Intrinzična se vrijednost može definirati i kao procjena vrijednosti od strane osobe koja ima potpuni pregled i razumijevanje svih karakteristika društva. S obzirom na cijeli niz subjektivno procijenjenih parametara izračun intrinzične vrijednosti razlikovat će se ovisno o procjenitelju i modelu koji se koristi.

Svrhe procjene vrijednosti poduzeća su brojne, a neke od najvažnijih su:

- procjena vrijednosti privatnih poduzeća koja ne kotiraju na burzi kako bi vlasnici mogli utvrditi vrijednost svoje imovine,

- izbor optimalnog portfelja dionica poduzeća koja kotiraju na burzi za potrebe investitora,
- određivanje vrijednosti poduzeća ili njihovih dijelova u postupcima kupnje, prodaje ili spajanja,
- ocjena učinaka strategije društva jer bi poduzeće trebalo slijediti strategiju koja maksimira vrijednost njegove vlasničke glavnice,
- procjena tržišnih i ekonomskih očekivanja, s obzirom na to da vrijednost društava koja kotiraju na burzi sadržava ta očekivanja,

Modele procjene vrijednosti poduzeća možemo podijeliti u dvije osnovne skupine - modele procjene vrijednosti koji uzimaju u obzir vrijednost drugih društava i imovine te one koji u obzir ne uzimaju vrijednost drugih poduzeća.

Kod modela procjene vrijednosti koji u obzir ne uzimaju vrijednost drugih poduzeća, intrinzična se vrijednost utvrđuje promatranjem fundamentalnih karakteristika samog poduzeća (novčanih tokova, imovine, obveza, uvjeta financiranja i sl.), bez korištenja usporedivih podataka o drugim društvima. Osnovni su modeli u ovoj kategoriji procjene vrijednosti na temelju diskontiranih dividendi ili novčanog toka, rezidualne vrijednosti, vrijednosti imovine i dr.

Kod modela procjene vrijednosti koji u obzir uzimaju vrijednost drugih poduzeća procjena se obavlja na temelju javno dostupnih ili ranije napravljenih procjena vrijednosti

¹ Intrinzična vrijednost (engl. intrinsic value) ili stvarna, unutrašnja vrijednost je realna vrijednost poduzeća, odnosno dijelova njegova kapitala ili imovine. Vrijednost koju poduzeće, kapital ili imovina imaju sami po sebi. Utvrđuje se određenim metodama procjene, i predstavlja pošteno procijenjenu vrijednost poduzeća, kapitala ili imovine, dakle cijenu koju bi poduzeće ili imovina ostvarili na fer i otvorenom tržištu. Suprotstavljena je raznim drugim konceptima vrijednosti kao što su tržišna, knjigovodstvena ili likvidacijska vrijednost poduzeća.

imovinu koja u našem slučaju nije operativna imovina poduzeća te se u računovodstvu vodi po fer vrijednosti, stoga ćemo pribrojiti vrijednosti slobodnog novčanog toka za vlasnike i kreditore.

	Dugotrajna financijska imovina	180
+	Kratkotrajna financijska imovina	4.285
=	Ukupna financijska imovina	4.465

Vrijednost vlasničkog kapitala dobiva se oduzimanjem vrijednosti duga na kraju razdoblja T (sadašnje vrijednosti kreditnih obveza) od ukupne vrijednosti investiranog kapitala i vrijednosti neoperativne imovine.

	Vrijednost ukupno investiranog kapitala (vlasnička glavnica+dug)	44.091
+	Ukupna financijska imovina	4.465
-	Vrijednost duga na kraju razdoblja T	4.348
=	Vrijednost vlasničkog kapitala poduzeća	44.208

ZAKLJUČAK

Procjena vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova ovisi o brojnim procijenjenim ulaznim parametrima. Preporučamo stoga usporedbu dobivenih vrijednosti poduzeća s drugim metodama procjene. U slučaju dobivanja sličnih vrijednosti korištenjem više različitih metoda, možemo biti sigurniji u relevantnost dobivenog rezultata procjene.

LITERATURA

- Bogojević Arsić, V. (2005). *Korporativne financije*, FON, Beograd.
- Grupa autora, *Poslovne financije*, (redaktor M. Ivanišević), SRRS, Beograd, 1996.
- Ivaniš, M., Nešić, S. (2011). *Poslovne financije*, Beograd: Univerzitet Singidunum.
- Ivaniš, M. (2010). *Upravljanje financijama*, Beograd: Univerzitet Singidunum.
- Krasulja, D. (1998). *Poslovne financije*, II dio, Beograd: Ekonomski fakultet.
- Van Horne J., Wachowich, J. (1997). *Osnove financijskog menadžmenta*, Zagreb: Mate.

Assessing the value of a company with the method of discount cash flow

Jozo Piljić

PhD in Economic Sciences, Indirect Taxation Authority Banja Luka, Regional Centre Tuzla, professor at the Faculty of Business Economics, University "Vitez" in Vitez, Bosnia and Herzegovina, jpiljic@yahoo.com

Summary: When assessing the value of discounted cash flow, one of the biggest challenges presents predicting the management for future periods. A company achieves its ingoing cash flow mainly through the selling of products or services. On the other hand, outgoing cash flow presents the payment of business expenses (raw materials, salaries etc.), taxes, increasing the working capital (for example acquiring stocks or reducing obligations towards suppliers) and investing in fixed assets (facilities, equipment, etc.). The remaining money of a company, after paying the listed outflows is available for repaying debts to creditors and disbursing funds to owners. This is called free cash flow. When assessing the value of a company future free cash flows come down to present values by the technique of discounting. With this the time value of money as well as the risks of realizing cash flow are all taken into account.

Key words: value assessment, discounted cash flow