PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

MAZARS

TEMELJNE METODE VREDNOVANJA

METODA DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA (DCF METODA)

- Dinamička metoda procjene poduzeća orijentirana na **buduće poslovanje poduzeća**
- Suština – svaka imovina/poduzeće vrijedi onoliko koliko vrijede **budući novčani tokovi koje će ta imovina/poduzeće generirati**
- Novčani tokovi diskontiraju se po **prosječnom ponderiranim trošku kapitala (WACC)**
- Temelji se na **going-concern konceptu**, odnosno konceptu vremenski neograničenog poslovanja

METODA MULTIPLIKATORA

- **Relativna metoda** procjene poduzeća
- Dijeli se na **metodu usporedivih društava** i **metodu usporedivih transakcija**
- Ključan je odabir **usporedivih društava i usporedivih transakcija**
- Temelje se na "**zakonu jedne cijene**" – dvjema istovrsnim jedinicama imovine trebalo bi trgovati po istim cijenama (multiplikatorima)

STATIČKA METODA

- Procjena poduzeća temeljena na **računovodstvenim podacima**
- Potrebno je utvrditi odgovara li računovodstvena vrijednost imovine fer (tržišnoj) vrijednosti
- Nije temeljena na budućnosti
- Ključan je pronalazak **skrivenih gubitaka ili skrivene dobiti**
- Koristi se kod **nemogućnosti primjene DCF metode i metode multiplikatora** – često rezultira tome da je isplativije takvo poduzeće likvidirati

KLJUČNI KORACI METODE DISKONTIRANIH NOVČANIH TOKOVA

1

- Razvijanje projiciranih financijskih izvještaja za određeni broj godina
- Temelj za projekciju su poslovni planovi poduzeća, povijesna analiza i normalizacija financijskih izvještaja, makroekonomsko i industrijsko okruženje
- Izračun slobodnog novčanog toka poduzeću:

FCFF = EBIT(1-t) + Amortizacija +/- Promjena radnog kapitala – CAPEX

2

- Diskontiranje slobodnih novčanih tokova na sadašnju vrijednost po **riziku prilagođenoj diskontnoj stopi** koja predstavlja **zahtijevanu stopu povrata investitora** (vlasnika i kreditora poduzeća) – **WACC ili prosječni ponderirani trošak kapitala**
- WACC je oportunitetni trošak okrenut budućnosti – koliki je trošak kapitala kojim će se financirati buduće operativno poslovanje poduzeća:

WACC = ke x (E/(D+E)) + kd x (1-t) x (D/(D+E))

3

- Going-concern pristup – poduzeće ne prestaje poslovati nakon određenog broja godina već će nastaviti poslovati i rasti po **stopi stabilnog rasta („g”)**
- Vrijednost poduzeća nakon projiciranog razdoblja je **rezidualna vrijednost** („TV“, eng. terminal value) koja se računa primjenom Gordonove formule konstantnog rasta:

$$TV = FCFF_{TV} / (WACC_{TV} - g)$$

ili

$$TV = FCFF_n(1+g) / (WACC_{TV} - g)$$

OPERATIVNA VRIJEDNOST I VRIJEDNOST VLASNIČKOG KAPITALA

Operativna vrijednost poduzeća

- Slobodni novčani tok koji će stvoriti operativno poslovanje – biznis
- U pravilu se financijski izvještaji projiciraju za narednih 5 godina nakon čega se računa terminalna vrijednost (FCFF +TV)
- FCFF i terminalna vrijednost diskontiraju se na sadašnju vrijednost pomoću riziku prilagođene diskontne stope (WACC)

Slobodni novčani tok omogućava prinos investitorima (kreditorima i vlasnicima) i otplatu duga

Operativna vrijednost poduzeća	Vlasnički kapital
Neoperativna imovina	Financijske obveze
Novac i fin.imovina	

Vlasnički kapital = Operativna vrijednost poduzeća + Neoperativna imovina + Novac i fin.imovina − Financijske obveze

Neto dug

Vrijednost dionica ili udjela poduzeća – vrijednost poduzeća vrlo osjetljiva na ključne pretpostavke procjene vrijednosti (stope rasta, WACC, EBITDA marža(%), stabilna stopa rasta)

METODA MULTIPLIKATORA

METODA MULTIPLIKATORA

Usporediva društva

- Odabiru se usporediva društva iz industrije poduzeća koje se procjenjuje

Usporedive transakcije

- Koriste se informacije vezane uz nedavno zaključene transakcije preuzimanja usporedivih poduzeća kako bi se utvrdila vrijednost procjenjivanog poduzeća

Najčešće korišteni multiplikatori

- Operativna vrijednost / EBITDA („EV/EBITDA”);
- Operativna vrijednost / EBIT(„EV/EBIT”);
- Operativna vrijednost/Posl.prihodi („EV/Posl.prihodi”);

Multiplikatori operativne vrijednosti

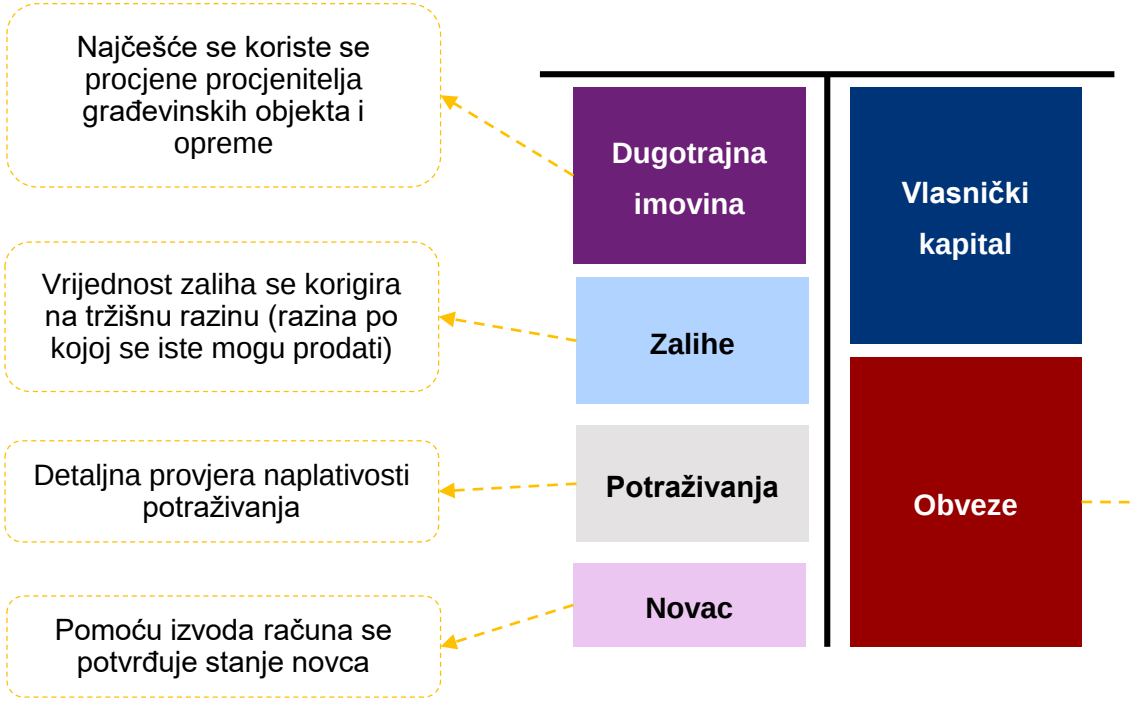
- Tržišna kapitalizacija/Neto dobit („P/E”);
- Tržišna kapitalizacija/Knjigovodstvena vrijednost obične glavnice („P/B”);

Multiplikatori vlasničkog kapitala

Najčešće se koristi medijan multiplikatora društava koje smatramo usporedivima ili transakcija koje smatramo usporedivima budući isti nije osjetljiv na „outliere” – **ključno je odrediti stvarno usporediva društva i stvarno usporedive transakcije što u praksi predstavlja znatan problem**

STATIČKA METODA PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

- Koristi se kada primjena DCF metode i metode multiplikatora nije primjenjiva
- Situacija u kojoj je za vlasnike isplativije likvidirati poduzeće nego nastaviti poslovati jer će likvidacijom ostvariti veći novčani tok nego što bi ga ostvarili iz budućeg poslovanja poduzeća
- **Ključni izazov – pronalazak skrivenih dobiti ili gubitaka, odnosno utvrditi odgovaraju li računovodstvene vrijednosti imovine i obveza tržišnim (fer) vrijednostima istih**



Vlasnički kapital = **Tržišna vrijednost imovine** – **Tržišna vrijednost obveza**

Tržišna vrijednost obveza je najčešće jednaka knjigovodstvenoj vrijednosti – **vrlo je bitno utvrditi postoje li neke neiskazane obveze** koje bi u, u slučaju postojanja, također bilo potrebno uračunati u obveze poduzeća koje se procjenjuje

O MAZARSU

Mazars je internacionalna, integrirana i neovisna organizacija, specijalizirana za **usluge (i) revizije (ii) poreznog i financijskog savjetovanja te (iii) računovodstvene usluge.**

Mazars Grupa

- **EUR 1,6 mlrd**
- **89 zemalja i teritorija**
- **23,000 ljudi**
- **310 ureda**

Mazars Hrvatska

- **EUR 2,6 mil**
- **70 ljudi**

Mazars Hrvatska - Financijsko savjetovanje - Hub za Adria regiju

Mazars Grupa → Mazars Hrvatska → Mazars regionalni HUB → Hrvatska, Slovenija, Srbija, BiH, Crna Gora

- **Due diligence**
- **Savjetovanje u M&A procesima**
- **Procjena vrijednosti društva**
- **Restrukturiranje duga**
- **Projektno financiranje**

Globalno dijeljeno znanje → Jedinstven oblik partnerstva → Ekspertiza i regionalna specijalizacija → Lokalna prisutnost i razumijevanje lokalnih potreba

Kristijan Cinotti
Managing Partner
Ovlašteni revizor, porezni savjetnik i procjenitelj
kristijan.cinotti@mazars.hr
+385 1 4864 420

Andrija Garofulić, ACCA
Partner – Advisory Services
Ovlašteni procjenitelj
andrija.garofulic@mazars.hr
+385 1 4864 423

Lovre Botica, CFA
Manager – Financial Advisory Services
Ovlašteni procjenitelj
lovre.botica@mazars.hr
+385 1 647 0076