

*Stručni rad
Professional paper*

JEL Classifikation: M41, G32

Branka Vukoja* • Antonio Vukoja**

ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJESJAKA KAO POLAZNI KORAK U PROCJENI VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

ANALYSIS OF FINANCIAL STATEMENTS AS A STARTING STEP IN ASSESSING THE VALUE OF THE COMPANY

Sažetak

Vrednovanje poduzeća predstavlja subjektivan proces iz razloga što ne postoji objektivna mjera pod koju bi se moglo svesti mnoštvo varijabli o kojima ovisi utvrđena vrijednost poduzeća od strane procjenitelja. Vrednovanje poslovnih učinaka te druge projekcije koje obavlja procjenitelj zasnovane su na procjenama, a ostvarivanje poslovnih učinaka povezano je sa brojnim rizicima. Čak i kad se procjenjuje na temelju najobjektivnijeg čimbenika vrijednosti poduzeća, a to je njegova imovina, procijenjene vrijednosti imovine mogu rezultirati različitim rezultatima i različitim novčanim iznosima. Procjena vrijednosti poduzeća svakako je tema koja je vrlo aktualna i predstavlja veoma važan instrument financijskih i ekonomskih analiza. Vrednovanje poduzeća donosi višestruku korist za investitore, menadžere, kreditore, vlasnike i druge korisnike financijskih izvještaja. Svrha procjene uglavnom utječe na odabir metoda procjene i na definiciju vrijednosti koja se koristi. Prilikom vrednovanja poduzeća koriste se različiti principi i metode vrednovanja. važnu ulogu u procjeni vrijednosti poduzeća imaju ovlašteni procjenitelj. Vrijednost poduzeća, koja se dobiva kao konačni rezultat procjene, mora se odvojeno promatrati od prodajne cijene. Naime, utvrđivanje prodajne cijene je rezultat odluke kupca i prodavaoca u pregovorima o kupnji, odnosno o prodaji poduzeća. Međutim, postupak i rezultat procjene bitno utječu na pregovore o cijeni. U postupku procjene utvrđivanja vrijednosti poduzeća oblikovani su naime

* **Doc dr sc Branka Vukoja, Sveučilište Vitez i revizor u društvu Revident d.o.o. Grude;**
email: brankavukoja01@gmail.com

** **Mag. oec. Antonio Vukoja, direktor revizorskog društva UHY Revident d.o.o. Mostar**

argumenti za tu vrijednost. U stvari, ne postoji "magična formula" koja može odrediti cijenu nekog poduzeća. Jedinu "pravu" vrijednost određuje slobodna konkurencija na slobodnom tržištu, a i tada cijena može pretrpjeti velike promjene u vrlo kratkom vremenu, zavisno od mnogih internih ili eksternih činilaca, kao što su opći ekonomski uslovi, očekivanja investitora, stanje djelatnosti itd.

Ključne riječi: *financijska analiza, likvidnost, solventnost, zaduženost, vrijednost poduzeća, metode procijene, vrednovanja.*

Abstract

Company valuation is a subjective process because there is no objective measure under which a multitude of variables on which the estimated value of the company depends on the appraiser can be deduced. Valuation of business effects and other projections carried out by the appraiser are based on estimates, and the realization of business effects is associated with numerous risks. Even when it is estimated based on the most objective factor of the company's value, which is its assets, the estimated value of the property may result in different results and different monetary amounts. The value of a company's value is certainly a very current issue and is a very important instrument of financial and economic analysis. Business valuation brings multiple benefits to investors, managers, creditors, owners, and other users of financial statements. The purpose of the assessment mainly affects the choice of the assessment method and the definition of the value being used. When evaluating the company, different principles and methods of evaluation are used. An important role in assessing the value of a company has an authorized valuer. The value of the company, which is obtained as the final result of the assessment, must be observed separately from the selling price. Namely, the determination of the sale price is the result of the decision of the buyer and the seller in the negotiations on the purchase or the sale of the company. However, the process and outcome of the assessment have a significant impact on price negotiations. In the process of estimating the valuation of the value of the company, the arguments for this value were formulated. In fact, there is no "magic formula" that can determine the price of an enterprise. The only "true" value determines free competition in the free market, and then the price can suffer major changes in a very short time, depending on many internal or external factors, such as general economic conditions, investor expectations, activity status.

Key words: *financial analysis, liquidity, solvency, indebtedness, value of companies, methods of assessment, valuation.*

UVOD

Na osnovu dostupnih podataka o dosadašnjim istraživanjima financijske analize te uloge različitih pokazatelja u procjeni vrijednosti poduzeća, možemo utvrditi da osim par istaknutih ekonomista nije bilo ozbiljne posvećenosti obradi tematike uloge financijske analize u procjeni vrijednosti poduzeća. Trenutno je mali broj bibliografskih jedinica u

Bosni i Hercegovini posvećen ovoj tematici a posebno doprinosu i uticaju financijske analize na procjenu vrijednosti poduzeća.

Analiza financijskih izvještaja u suštini predstavlja proces kojim se na osnovu podataka iz financijskih izvještaja utvrđuju poslovna i financijska obilježja poduzeća. Analiza financijskih izvještaja usmjerena je prema budućnosti, odnosno njen cilj je, osim što pokazuje stanje poduzeća u određenom prošlom vremenu, da omogući kvalitetne podatke na osnovu kojih se donose odluke za budućnost. Analiza financijskih izvještaja predstavlja jednu od ključnih aktivnosti kod donošenja poslovnih odluka te je nesporan njen značaj i uticaj kako na svako poduzeće tako i na procjenu vrijednosti poduzeća.. U konstalaciji ove problematike postavljen je i problem istraživanja:Uticaj i značaj analize financijskih izvještaja na procjenu vrijednosti poduzeća.

1. STRUKTURA I SADRŽAJ OSNOVNIH FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

Da bi se na jasan način mogla prezentovati analiza financijskih izvještaja, potrebno je prvo ukratko obrazložiti strukturu i sadržaj osnovnih financijskih izvještaja.

Bilans stanja predstavlja takav financijski izvještaj u kojem je prikazano stanje imovine, kapitala, i obaveza na dan sastavljanja izvještaja. Bilans stanja predstavlja prikaz stanja sredstava i izvora sredstava na određeni dan izraženo u novcu. Na lijevoj strani, u aktivi, iskazuju se sredstva (imovina), a na desnoj strani, u pasivi, izvori financiranja sredstava. Sredstva u bilansu stanja sastoje se od: a) stalna imovina, b) zalihe, c) kratkoročna potraživanja i d) kratkoročni financijski plasmani. Izvori sredstava sastoje se od: a) obaveze, b) dugoročna rezervisanja i c) kapital.

Bilans uspjeha predstavlja takav financijski izvještaj u kome su prikazani prihodi, rashodi te financijski rezultat poduzeća za određeni period. Podaci iz bilansa uspjeha služe kao osnov za ocjenu uspješnosti poslovanja poduzeća. Za razliku od bilansa stanja čiji su računi realni jer izražavaju imovinske dijelove, računi bilansa uspjeha su obračunskog karaktera. Formalno gledajući, bilans uspjeha predstavlja dvostrani pregled, na lijevoj strani rashodi i pozitivan financijski rezultat, a na desnoj strani prihodi i negativan financijski rezultat. U bilansu uspjeha prihodima se sučeljavaju pripadajući rashodi, odnosno rashodi koji se nastali u cilju ostvarenja prihoda.

Izvještaj o promjenama u kapitalu predstavlja financijski izvještaj koji je namijenjen vlasnicima poduzeća. U njemu su prikazane promjene na pojedinim oblicima kapitala koje su nastale u periodu između dva bilansa stanja, a koje su posljedica odnosa ukupnih dobitaka i gubitaka koje je poduzeće ostvarilo u tom periodu.

Izvještaj o novčanim tokovima je financijski izvještaj u kome su prikazani prilivi i odlivi novčanih sredstava iz tekućeg poslovanja. Praćenje tokova novčanih sredstava se odnosi na praćenje promjena u aktivi i pasivi, pri čemu je stanje novčanih tokova za svaki dan uslovljeno stanjem aktive i pasive proteklog dana i saldom primanja i davanja planiranog dana. Praćenjem tokova gotovine menadžment poduzeća treba da predvidi potrebna i raspoloživa sredstva u određenom periodu. Izvještaj o novčanim tokovima prikazuje tokove novca iz: a) poslovnih aktivnosti, b) aktivnosti investiranja, c) aktivnosti

financiranja. Osnovna namjena izvještaja o novčanim tokovima je da eksternim korisnicima omogući da ocjene solventnost i profitabilnost poduzeća, kako bi bili sigurni u ispravnost svojih investicionih odluka.

Napomene uz financijske izvještaje predstavljaju opise i rasčlanjivanja prikazanih iznosa pozicija bilansa stanja, bilansa uspijeha, izvještaja o novčanim tokovima i izvještaja o promjenama u kapitalu. Napomenama se daju dodatne informacije koje nisu prikazane u ostalim financijskim izvještajima, radi njihove vjerne prezentacije. Da bi se jasno i sažeto objasnile karakteristike analize financijskih izvještaja, potrebno je tu problematiku sistemski prezentovati u više međusobno povezanih tematskih jedinica i to: a) pojam i vrste analize, b) horizontalna analiza, c) vertikalna analiza, d) analiza pomoću financijskih pokazatelja.

Pojam i vrste analiza

Financijska analiza je skup tehnika za pretvaranje podataka iz financijskih izvještaja u informacije relevantne za upravljanje, usmjerena je na dio računovodstvenih informacija iz financijskih izvještaja.¹ U postupku financijske analize primjenjuju se: horizontalna analiza, vertikalna analiza, analiza putem financijskih pokazatelja i analiza pomoću sistemskih pokazatelja

Horizontalna analiza je takva vrsta analize koja omogućuje usporedbu podataka iz financijskih izvještaja kroz duži vremenski period da bi se otkrile tendencije i dinamike promjena. Na osnovu uočenih promjena prosuđuje se kakva je uspješnost i sigurnost poslovanja promatranog poduzeća. Prvi korak kod ove analize jeste izračunati razliku između tekuće i prethodne godine (tekuća godina – prethodna godina). Nakon toga izračunata razlika izražava se u procentima (tekuća godina / prethodna godina *100). Pomoću ove analize mogu se uspoređivati svi podaci iz bilansa stanja i bilansa uspijeha.

Vertikalnom analizom financijskih izvještaja omogućava se uvid u strukturu, odnosno uspoređivanje pozicija financijskih izvještaja u jednoj godini. Ova vrsta analize financijskih izvještaja je značajna iz razloga što se u ovoj analizi pozicije u bilansu iskazuju kroz procentualno učešće te pozicije u ukupnoj aktivni, pasivi, prihodima, troškovima itd. Ovdje je riječ o strukturalnoj analizi finasijskih izvještaja, odnosno o sagledavanju odnosa više pozicija u odnosu na jednu koja se tretira kao 100%.

Analiza financijskih izvještaja teži gledati u budućnost, a naglašava aspekte poslovanja poduzeća koji su kritični za njegovo preživljavanje, a to su prije svega sigurnost i uspješnost. Pokazatelj je racionalni ili odnosni broj što podrazumijeva da se jedna ekonomska veličina stavlja u odnos tj dijeli se s drugom ekonomskom veličinom. Pokazatelji se računaju da bi se stvorila informacijska podloga potrebna za donošenje određenih odluka. U teoriji se razlikuje nekoliko grupa financijskih pokazatelja: pokazatelji sigurnosti poslovanja, pokazatelji aktivnosti (koeficijenti obrtaja), pokazatelji uspješnosti poslovanja.

¹ Ekonomski leksikon, Leksikografski zavod Miroslava Krlež i Masmedia, Zagreb, 1999, str. 230.

Sigurnost poslovanja uključuje slijedeće pokazatelje: pokazatelji likvidnosti i pokazatelji zaduženosti.

Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti mjere sposobnost poduzeća da podmiri svoje kratkoročne obaveze. Najčešći eksplicirani pokazatelji likvidnosti jesu koeficijent trenutne likvidnosti, koeficijent ubrzane likvidnosti (quick ratio ili acid test), koeficijent tekuće likvidnosti (current ratio) i koeficijent financijske stabilnosti.²

Koeficijent trenutne likvidnosti računa se djeljenjem ekvivalenata novčanih sredstava sa tekućim obavezama.

2. ZNAČAJ ANALIZE KOD PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

U tržišnim uslovima poslovanja značaj financijske analize poslovanja poduzeća je sve veći. Da bi se došlo do kvalitetne procjene vrijednosti poduzeća, mora se početi od financijske analize jer ona predstavlja polaznu tačku za procjenu vrijednosti poduzeća.

2.1. Odnos analize i procjene vrijednosti poduzeća

Ostvarenje profita predstavlja jedan od osnovnih pokretača svakog poduzeća. Međutim, samo poduzeća koja uspiju ostvariti profit iznad troška kapitala sa kojim se financira operativna djelatnost ostvaruju stvarnu ekonomsku vrijednost za svoje vlasnike.³

Procijeniti vrijednost poduzeća u suštini znači da se na osnovu historijskih podataka postave određene pretpostavke, te da se izvrši projekcija budućih poslovnih rezultata i da se iskoriste uporedivi parametri drugih poduzeća kao polazna tačka procjene vrijednosti poduzeća. Iako niti jedna od raspoloživih metoda za procjenu vrijednosti poduzeća ne daje konačni odgovor, sama analiza i proces koji se pri tom vrši, vrijede ponekad više od samog rezultata analize jer omogućuju vlasnicima i menadžmentu uvid o tome kako se stvara vrijednost u poduzeću i kako na nju utječu najvažniji faktori poput rasta, troška kapitala i povrata na investirani kapital.⁴

2.2. Doprinos analize kod procjene vrijednosti poduzeća

Ključna uloga analize u procjeni vrijednosti poduzeća ogleda se u činjenici da se pomoću analize prepoznaju dobre osobine analiziranog poduzeća odnosno njegove slabosti. Ključni cilj analize kod procjene vrijednosti poduzeća jeste da procijenitelj stekne dojam o vrijednosti analiziranog poduzeća, njegove imovine te poslovnih procesa. Procjena vrijednosti poduzeća u suštini određuje se prema procjeni buduće zarade poduzeća. Za procjenu buduće zarade poduzeća koriste se pokazatelji analize financijskih izvještaja ali i vanjski faktori poput likvidnosti tržišta, te makroekonomske i političke stabilnosti.

² Žager K., Žager L., Analiza financijskih izvještaja, Masmedia Zagreb, Zagreb, 1999, 176.

³ <http://www.poslovnaucinkovitost.eu/edukacije/financije/122-procjena-vrijednosti-poduzeca.html>
(13.02.2012)

⁴ Ibidem (13.02.2012).

Iako analiza financijskih izvještaja predstavlja temelj za procjenu vrijednosti poduzeća, bitno je naglasiti da se procjena vrijednosti poduzeća ne završava sa analizom financijskih izvještaja nego tek počinje. Outputi financijske analize predstavljaju inpute za procjenu vrijednosti poduzeća.

Bitno je naglasiti da je za kvalitetnu analizu a samim tim i procjenu veoma bitno da informacije u financijskim izvještajima budu tačne i pouzdane. Upravo iz tog razloga kod procjene vrijednosti poduzeća polazi se od revidiranih financijskih izvještaja tj. prije nego se počne sa analizom i procjenom potrebna je potvrda ispravnosti i istinitosti financijskih izvještaja od strane nezavisnog revizora.

Također kod analize financijskih izvještaja procjenitelj mora voditi računa o dovoljnoj količini pokazatelja kako bi bio u mogućnosti uočiti trend tj. kretanje pokazatelja.. Kod analize potrebno je u obzir uzeti minimalno tri financijska perioda tj. tri poslovne godine kako bi se stvorila jasnija slika u kojem smjeru se određeni pokazatelji kreću.

3. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

U cilju jasnijeg prezentovanja tematike procjene vrijednosti poduzeća potrebno je posebno obraditi pojam i podjele vrijednosti poduzeća kao i svrhu procjene vrijednosti poduzeća.

3.1. Pojam i podjele vrijednosti poduzeća

Vrijednost poduzeća (engl. company value, njem. Unternehmenswert, Unternehmenswert) je veličina koja se različito definiše, ovisno o pristupu procjeni vrijednosti. Temeljne su koncepcije vrijednosti poduzeća: a) knjigovodstvena vrijednost, b) likvidacijska vrijednost, c) tržišna vrijednost, d) ekonomska vrijednost.⁵

3.2. Svrha procjene vrijednosti poduzeća

Kao i svaka druga roba poduzeće je predmet trgovanja, te je neophodno utvrditi njegovu cijenu kada se želi obaviti kupoprodaja. Upravo iz tog razloga nametnuta je i potreba procjene vrijednosti poduzeća. Procjene se mogu, prema tome obavljati za donošenje sljedećih odluka o:⁶

- kupnji i prodaji cijelih poduzeća,
- kupnji i prodaji dijelova poduzeća,
- spajanju poduzeća,
- podjeli nasljedstva,
- ulaganju u poduzeća,
- odobravanju kredita uz hipoteku na imovinu,
- pretvaranju potraživanja povjerilaca u udio u kapitalu poduzeća,
- visini zakupa,
- uspješnosti rada menadžmenta, kao i u drugim slučajevima.

⁵ Leksikon Menadžmenta, Masmedija Zagreb, Zagreb, 2001. Dostupno na:
<http://limun.hr/main.aspx?id=13718&Page=> (13.02.2012)

⁶ http://www.pbiro.hr/procvri_detalji.html (10.02.2012)

3.3. Vrednovanje poduzeća

Vrednovanje poduzeća predstavlja subjektivan proces iz razloga što ne postoji objektivna mjera pod koju bi se moglo svesti mnoštvo varijabli o kojima ovisi utvrđena vrijednost poduzeća od strane procjenitelja. Vrednovanje poslovnih učinaka te druge projekcije koje obavlja procjenitelj zasnovane su na procjenama, a ostvarivanje poslovnih učinaka povezano je sa brojnim rizicima. Čak i kad se procjenjuje na temelju najobjektivnijeg čimbenika vrijednosti poduzeća, a to je njegova imovina, procijenjene vrijednosti imovine mogu rezultirati različitim novčanim iznosima. Tu se nameću brojna pitanja, od toga kako procjenjivati goodwill, izgled gospodarstva, političko stanje itd. Za procjenu nekretnina uvijek je dobro je koristiti usporedbu s tekućim prodajnim cijenama sličnih nekretnina, a posebice kada je tržište nekretnina organizirano i transparentno. Prodavatelj poduzeća ima veća saznanja o njegovoj ekonomskoj vrijednosti od potencijalnog kupca. S druge strane, kupac se treba uvjeriti u realnost i objektivnost ponuđene vrijednosti poduzeća, jer on nema toliko saznanja o varijablama koje utječu na vrijednost poduzeća. To je osobito izraženo kod manjih, privatnih poduzeća čija je dokumentacijska osnova često opterećena vrijednosnim pozicijama vezanim uz osobnost vlasnika poduzeća i zahtijevima za minimalizaciju davanja državi.

Određivanje preliminarnih prodajnih cijena poduzeća koje će poslužiti za pregovore oko postizanja konačne kupoprodajne cijene važan je činitelj izvedivosti kupoprodaje. Previsoko određena cijena znači za kupca stvaran gubitak novca, a prenisko određena cijena izaziva kupcu oportunitetne gubitke, jer ga košta izgubljene šanse za kupnju poduzeća. Problemi procjene povezani su i sa načinom kupnje poduzeća (da li se kupuje imovina poduzeća ili struktura kapitala), kao i s visinom udjela u vlasništvu poduzeća koje se namjerava kupiti (većinski vs manjinski udjel). Nadalje, procjena vrijednosti privatno držanog dioničkog poduzeća ne može se obavljati isključivo primjenom tržišnih metoda procjene vrijednosti njegovih dionica. Naime, takve su dionice opterećene dodatnim rizikom pomanjkanja likvidnosti u odnosu na dionice koje imaju aktivno tržište.

Kada se govori o vrijednosti poduzeća pretpostavlja se sposobnost poduzeća da kombiniranjem raspoloživih resursa – imovine – ostvaruje ekonomske efekte, profite ili novčane tokove. Pritom bi kombinacija imovinskih oblika u poslovanju poduzeća trebala proizvesti ekonomske efekte koji su veći od jednostavnog zbroja vrijednosti pojedinih imovinskih oblika. Stoga kad govorimo o vrijednosti samog poduzeća mislimo prvenstveno na njegovu potencijalnu profitnu snagu, koju treba vrednovati sa stajališta vremenskih preferencija na konceptu sadašnje vrijednosti.

Kupnja vlasničke glavnice poduzeća zahtijeva procjenu neto vrijednosti poduzeća, jer će stečena glavnica nositi odgovornost za namirenje preuzetih dugova poduzeća koje nastavlja poslovanje s istom strukturom kapitala, ali pod kontrolom novog vlasnika.

3.4. Komponente vrijednosti poduzeća

Tri su komponente vrijednosti poduzeća: (1) što poduzeće posjeduje, (2) koliko poduzeće zarađuje, (3) što poduzeće čini jedinstvenim.

Ad 1) Poduzeće posjeduje određenu imovinu, koju možemo pronaći u bilanci poduzeća. Zbog toga je bilanca poduzeća polazna točka za vrednovanje imovine poduzeća. Imovina je u bilanci prikazana sumarno, kroz agregirane bilančne pozicije, a detaljniji uvid o imovini može se pronaći u inventaru poduzeća, u kojem su popisane sve vrste imovinskih oblika koje poduzeća posjeduju.

Ad 2) Poduzeće zarađuje kroz svoje poslovne operacije. Te zarade se mogu promatrati kao dobit (profiti) poduzeća ili kao njegovi novčani tokovi.⁷ Dobit i novčani tokovi mogu se pronaći u izvještaju o dobiti, odnosno računu dobiti i gubitka poduzeća. Stoga je račun dobiti i gubitka polazna točka vrednovanja zarada poduzeća.

Ad 3) Svako je poduzeće specifična i jedinstvena poslovna jedinka. Jedinstvenost poduzeća odražava se kroz različite rizike i poželjnosti kako na vrijednost imovine poduzeća, tako i na vrijednost njegovih zarada, odnosno profitne snage poduzeća. Zarade se pritom moraju ocjenjivati kroz oportunitetne troškove (koji se temelje na međuovisnosti rizika i nagrade), a svoj kvantitativni izraz imaju u diskontnoj stopi prilagođenoj riziku, kojom se i određuje njihova vrijednost.⁸

Svaka od tri navedene komponente ima određenu vrijednost, koja se može kombinirati na različite načine, koji ponekad daju iznenađujuće rezultate. Npr. poduzeće koje raspolaže sa znatnom imovinom može ostvarivati gubitak jer proizvodi proizvode koje tržište ne prihvaća. Ili pak, poduzeća koje raspolaže neznatnom imovinom može ostvarivati velike zarade i generirati značajne novčane tokove. Iz navedenih razloga neuvažavanje sve tri komponente vrijednosti te oslanjanje samo na kvantitativne vrijednosti pojedinih komponenti može dovesti do pogrešnih zaključaka u analizi vrijednosti poduzeća. Kvantitativne veličine važne su za utvrđivanje vrijednosti poduzeća, no potrebno je imati na umu da te veličine ne stvara poduzeće „per se“, već ljudi unutar i izvan poduzeća. Uvažavanjem sve tri komponente vrijednosti poduzeća i njihove međuovisnosti može se doći do vrijednosti koja se može ocijeniti kao fer vrijednost, koja predstavlja temelj za pregovore o kupoprodaji poduzeća. To znači da treba vrednovati, kako imovinu poduzeća, tako i njegovu profitnu snagu, uvažavajući pritom rizike držanja imovine i ostvarivanja profita. Pritom treba voditi računa i o uklapanju poduzeća koje se procjenjuje u profitnu cjelinu drugih investicija poduzeća potencijalnog preuzimatelja.

4. METODE VREDNOVANJA PODUZEĆA

Poduzeće se može vrednovati kao zbroj vrijednosti njegovih imovinskih oblika (vrednovanje imovine poduzeća) ili kao vrijednost mogućnosti poduzeća da kombinira raspoloživu imovinu radi ostvarivanja budućih zarada (vrednovanja zarada poduzeća). Pritom je uvijek potrebno voditi računa i o tome što poduzeće čini jedinstvenim. Spomenuta dvojnost pogleda na vrijednost poduzeća određuje i osnovne skupine metoda za vrednovanje poduzeća. S obzirom na činjenicu da svaka od pojedinih metoda

⁷ Koncept dobiti (profita) opredijeljen je primarno računovodstvenom konvencijom, dok se koncept novčanih tokova zasniva na realnim tokovima novca u poduzeću.

⁸ Radi se o konceptu sadašnje vrijednosti budućih zarada poduzeća, koji se temelji na diskontnoj tehnici.

vrednovanja ima, kako određenih prednosti, tako i nedostataka, preporuča se prilikom vrednovanja poduzeća koristiti se s više metoda procjene.

4.1. POVEZANOST METODA VREDNOVANJA S TEMELJNIM KONCEPTIMA VRIJEDNOSTI

Ovdje ćemo obrađivati metode vrednovanja poduzeća koje su primarno usmjerene na kupoprodaju, odnosno preuzimanje poduzeća te ćemo u postupku vrednovanja poduzeća poći od osnovnih koncepata vrijednosti⁹ - ekonomske, tržišne, likvidacijske i knjigovodstvene vrijednosti.

4.2. EKONOMSKA VRIJEDNOST

Ekonomska vrijednost promatra poduzeće kao entitet s pretpostavljenim kontinuiranim, vremenski neograničenim poslovanjem. U skladu sa navedenim konceptom vrijednost poduzeća određena je sadašnjom vrijednošću njegovih budućih novčanih tokova. Stoga je ovaj koncept vrijednosti bitan kada se želi steći (akvirirati) poduzeće koje normalno posluje te kod kojeg je kontinuitet poslovanja neupitan.

4.3. TRŽIŠNA VRIJEDNOST

Koncept tržišne vrijednosti trebalo bi postaviti u prvi plan prilikom vrednovanja imovine koju posjeduje poduzeće. Na taj bi se način procjenjivali svi imovinski dijelovi koji imaju aktivna tržišta te transparentne usporedive cijene kroz realizirane kupoprodaje sličnih imovinskih oblika. Svi ostali koncepta vrijednosti koriste se kao „drugo najbolje rješenje“, kada određene imovinske oblike nije moguće procjenjivati temeljem ovog koncepta vrijednosti.

4.4. LIKVIDACIJSKA VRIJEDNOST

Koncept likvidacijske vrijednosti koristi se prilikom procjene vrijednosti i stjecanja poduzeća u dubokoj krizi, ali i pri ocjeni oportuniteti sanacije poduzeća. Kao i kod koncepta tržišne vrijednosti radi se o konceptu vrednovanja koji nastoji procijeniti neto unovčivu vrijednost poduzeća ili njegove imovine. Razlika u odnosu na koncept tržišne vrijednosti je u tome što se prodaja obavlja pod prisilom likvidacije te se stoga u takvim uvjetima ne može postići fer tržišna cijena poduzeća odnosno njegove imovine.

4.5. KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST

Računovodstvo poduzeća te objavljeni financijski izvještaji čine polaznu dokumentacijsku osnovu procjene vrijednosti poduzeća. Iz tog razloga, u postupcima vrednovanja poduzeća treba uvažavati i koncept knjigovodstvene vrijednosti. Ovaj koncept posebice dolazi do izražaja prilikom procjenjivanja vrijednosti dodirljive (materijalne) imovine koju posjeduje poduzeće, kao i prilikom procjenjivanja vrijednosti obveza poduzeća. Pritom je važno

⁹ Knjigovodstvena, likvidacijska, tržišna i ekonomska vrijednost imovine, odnosno profitne snage poduzeća.

ocijeniti koliko knjigovodstvene vrijednosti odražavaju sadašnje stanje. U pravilu će knjigovodstvena vrijednost biti bliska sadašnjem stanju kod imovine koja je nedavno nabavljena, dok će kod ostale imovine postojati vjerojatnost znatnog odstupanja knjigovodstvene vrijednosti od fer vrijednosti u trenutku procjene.

U uvjetima kad imovinu poduzeća nije moguće procjenjivati na temelju tržišne vrijednosti može se koristiti i koncept reproducijske vrijednosti fiksne imovine, kao svojevrsne varijante koncepta knjigovodstvene vrijednosti.

4.6. KLASIFIKACIJA METODA PROCJENE PODUZEĆA

Možemo reći da, iako ne postoji jedinstvena klasifikacija metoda procjene poduzeća, postoje dva pogleda na vrijednost poduzeća: vrijednost imovine koju poduzeće posjeduje i vrijednost profitne snage poduzeća. Ta se dva pogleda kontinuirano susreću u aktivnostima procjenjivanja, uz uvažavanje jedinstvenosti poduzeća kao jedne od komponenti njegove vrijednosti. Polazeći od dvojnosti pogleda na vrijednost poduzeća, metode za procjenu njegove vrijednosti mogu se klasificirati u dvije osnovne skupine. To su metode koje se zasnivaju na vrijednosti imovine kojom raspolaže poduzeće i metode koje se temelje na vrijednosti profitne snage poduzeća kao cjeline. Ovim dvjema skupinama možemo pridodati i treću skupinu metoda u kojoj su metode procjene koje kombiniraju dva moguća pogleda na vrijednost poduzeća.

Prilikom izvođenja poslovne kombinacije preuzimanja poduzeća analizom utvrđena vrijednost predstavlja polaznu osnovu za pregovore. Za razliku od procjene vrijednosti javnih dioničkih društava, gdje se analitičar može koristiti širokim izborom modela procjene tržišne vrijednosti poduzeća, kod poduzeća čije dionice ne kotiraju na organiziranom tržištu (burzi) prostor procjene bit će sužen na utvrđivanje vrijednosti bez mogućnosti njezina testiranja na osnovi tržišne objektivizacije.

4.7. METODE VREDNOVANJA PODUZEĆA TEMELJENE NA IMOVINI

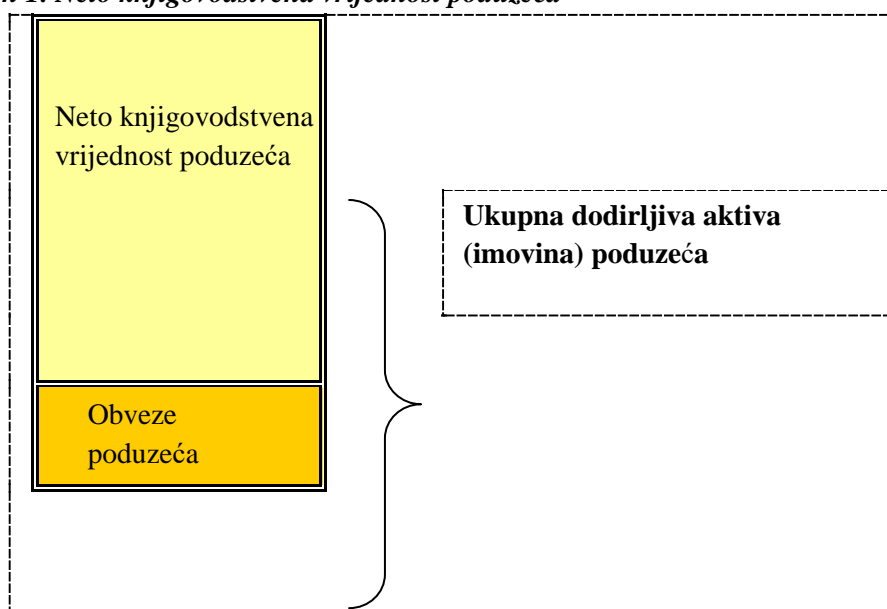
Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini procjenjuju poduzeće kao skup imovinskih oblika koje ono posjeduje, odnosno odgovaraju na pitanje „što poduzeće posjeduje“. Vrijednost poduzeća koja će rezultirati primjenom ovih metoda opredjeljena je sumom vrijednosti svih pojedinačnih imovinskih oblika. Metode procjene temeljene na imovini okrenute su prvenstveno sadašnjosti te stoga nastoje knjigovodstveno iskazanu vrijednost imovinskih oblika u bilanci, koja je primarno orijentirana na prošlost prilagoditi sadašnjosti. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini su: knjigovodstvena vrijednost, neto-unovčiva vrijednost (tržišna i likvidacijska), reproducijska vrijednost i ekonomska vrijednost. Polazna točka procjene vrijednosti imovine je bilanca poduzeća. Bilancu je potrebno prilagoditi da odražava sadašnju vrijednost imovinskih oblika. Metode vrednovanja poduzeća temeljene na imovini neće se koristiti izolirano već će se nastojati kombinirati, kako bi se dobila što realnija slika vrijednosti imovinskih oblika koje koristi procjenjivano poduzeće, kako bi procjena bila što je moguće više fer iskazana.

Pod tržišnom vrijednošću imovine podrazumijeva se procjena koja se obavlja temeljem going concern koncepta vrijednosti. Radi se o pronalaženju tržišne vrijednosti imovine pod

pretpostavkom da će se ta imovina kontinuirano koristiti u poslovanju poduzeća. Pritom je problem procjene naglašeniji kod fiksne imovine (osnovna sredstva) nego kod tekuće imovine. Kako se procjena utemeljuje u novcu koji će se ostvariti od utška takve imovine, lakše je utvrditi tekuću vrijednost onih imovinskih oblika koji se brzo pretvaraju u novac, negoli onih imovinskih oblika koji su vremenski znatno udaljeni od novca. Tako će često kod nekih oblika tekuće imovine knjigovodstvene cijene odgovarati tekućim tržišnim cijenama u tolikoj mjeri da prilagodbe neće biti nužne.

Kad se kupuje vlasnička glavina poduzeća, ili jedan njezin dio, potrebno je procijeniti neto knjigovodstvenu vrijednost imovine poduzeća, odnosno tzv. čistu imovinu poduzeća. Knjigovodstvena vrijednost čiste imovine poduzeća određena je temeljnom jednadžbom bilance, u kojoj vlasnička glavnica predstavlja rezidualnu stavku: $V_n = A_d - D_u$ pri čemu V_n označava neto knjigovodstvenu vrijednost poduzeća, A_d označava vrijednost dodirljive imovine poduzeća, a D_u označava ukupne obveze (tekuće i dugove).

Grafikon 1. Neto knjigovodstvena vrijednost poduzeća



Knjigovodstvena vrijednost dodirljive imovine (aktive) poduzeća predstavlja početnu vrijednost u procesu njegovog vrednovanja. U našem primjeru pošli smo od pretpostavke kupnje 87,08% vlasničke glavnice poduzeća “Praonica Plat” d.d. te 100% poslovnog udjela poduzeća Župske uslužne djelatnosti d.o.o. (koje je vlasnik 60,87% dionica “Praonica Plat” d.d.) od strane poduzeća Labud d.o.o. Stoga je potrebno procijeniti neto vrijednost imovine poduzeća odnosno tzv. čistu imovinu poduzeća Plat d.d.

Neto knjigovodstvenu vrijednost imovine poduzeća “Praonica Plat” d.d. dobiti ćemo tako da ćemo od prilagođene knjigovodstvene vrijednosti dodirljive imovine (bruto vrijednost poduzeća) oduzeti ukupne obveze (tekuće i dugove).

Bilanca poduzeća predstavlja početnu podlogu za procjenu vrijednosti njegovih imovinskih oblika. Utvrđivanje vrijednosti imovine koju posjeduje poduzeće prema kriteriju knjigovodstvene vrijednosti, iako na prvi pogled izgleda jednostavno, često puta krije

brojne zamke. Iako je bilanca koristan indikator vrijednosti imovine poduzeća, ne odražava automatski vrijednost ili cijenu poduzeća zbog činjenice što je knjigovodstvo prvenstveno okrenuto prošlosti. Stoga analitičar mora izvršiti prilagodbu vrijednosti u bilanci trenutku kada se obavlja procjena poduzeća.

Metode vrednovanja poduzeća temeljene na profitnoj snazi odgovaraju na pitanje „koliko poduzeće zarađuje“. U fokusu njihova razmatranja su ostvarene zarade i novčani tokovi te mogućnost ostvarivanja zarada i budućih čistih novčanih tokova. Snaga ovih metoda proizlazi iz koncepta ekonomske vrijednosti i uvažavanja međuovisnosti rizika i profitabilnosti. Nedostatak je u problematičnosti (subjektivnosti) procjena, koje su inkorporirane u suštinu svih metoda temeljenih na profitnoj snazi poduzeća. Polazna osnovica za vrednovanje zarada poduzeća je račun dobiti i gubitka, u kojem se periodično iskazuju veličine ostvarenih prihoda i rashoda te realizirane dobiti, a koji je potrebno prilagoditi potrebama procjene vrijednosti poduzeća.

Metode koje se mogu primjenjivati za procjenu poduzeća temeljem njegove profitne snage su: metoda toka zarada, metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova, metoda tržišne kapitalizacije i metoda sadašnje vrijednosti budućih dividendi. Neke od ovih metoda, primjerice metodu toka zarada, moguće je primijeniti na sva poduzeća, bez obzira smatraju li se javnim (kotiraju na burzi) ili privatnima, ukoliko poduzeće ostvaruje dobit. Za neke od metoda, primjerice metodu tržišne kapitalizacije i metodu sadašnje vrijednosti budućih dividendi, preduvjet primjene je da je poduzeće izašlo u javnost i da njegove dionice kotiraju na organiziranom tržištu kapitala (burzi).

ZAKLJUČAK

Financijski izvještaji poduzeća predstavljaju njegovu sliku izraženu u novčanim jedinicama. Oni su namjenjeni raznovrsnim zainteresovanim stranama, kako internim tako i onima izvan poduzeća. Sama sposobnost čitanja financijskih izvještaja nije dovoljna da bi se donijela poslovna odluka ili da bi se mogla izvršiti procjena vrijednosti poduzeća. Za te svrhe potrebna nam je analiza financijskih izvještaja. Pomoću analize procijenitelj je u mogućnosti da uvidi sliku poduzeća te da ocjeni njegov položaj.

U zavisnosti od toga šta je cilj analize, razlikujemo više tehnika pomoću kojih se vrši analiza. Bez obzira koja vrsta analize se primjenjuje potrebno je imati na umu da se posmatrani podaci odnosno rezultati moraju upoređivati sa podacima prethodnih godina odnosno sa podacima sličnih ili istih poduzeća. Cilj ovog upoređivanja jeste pregled trenda kretanja pokazatelja odnosno upoređivanje posmatranog poduzeća sa sličnim poduzećima.

Analiza financijskih izvještaja u suštini predstavlja jedan od osnovnih koraka u procjeni vrijednosti poduzeća. Bez podataka koje pruža analiza nemoguće je izvršiti kvalitetnu procjenu vrijednosti, tako da procjenitelji moraju voditi računa o kvaliteti podataka koje koriste kod analize. Upravo iz ovog razloga za analizu se koriste podaci iz revidiranih financijskih izvještaja.

Procjena financijskog položaja poduzeća zasniva se na analizi kratkoročne i dugoročne financijske ravnoteže i to putem analize likvidnosti i analize financijske stabilnosti, kao i analizi strukture pasive putem analize zaduženosti i analize solventnosti. Na bazi dobijenih podataka i utvrđenih indikatora uprava poduzeća može kreirati adekvatne strategije upravljanja financijama u poduzeću.

LITERATURA

1. Belak, V., Menadžersko računovodstvo, RRIF, Zagreb, 1995.
2. Kalić, I., Upravljanje novčanim tokovima - Strateški i operativni aspekt, FINra Tuzla, 2017.
3. Mikerević, D., Napredni strateški financijski menadžment, Finrar, Banja Luka, 2010.
4. Mikerević, Dragan, Financijski menadžment, Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2009.
5. Radivojeć, G., Aktuelna pitanja stečajnog prava, Zakonodavstvo-Praksa, Zbornik radova, Banja Luka, 2012.
6. Rodić, J., Vukelić, G., Andrić, M., Vuković, B., Analiza financijskih izvještaja, Beograd, 2016.
7. Rodić, J., Rakovački-Tubić, S., Računovodstvo troškova i učinaka i računovodstvo segmenata poslovanja, Finrar i Ekonomski fakultet, Banja Luka, 2010.
8. Vukoja, B., Financijsko izvješćivanje revizija i analiza, Revident Grude, 2016.

OSTALI IZVORI

Publikacije

1. Vukoja B., Primjena analize financijskih izvještaja pomoću ključnih financijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka. Dostupno na: <http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf> (13.02.2012).

Web stranice

1. <http://limun.hr/main.aspx?id=13718&Page>
2. http://www.pbiro.hr/procvri_detalji.html (10.02.2012)
3. <https://usersite.datalab.eu/Wiki/tabid/178/language/bs-Latn-BA/Default.aspx?ctxid=8061>
4. <http://www.poslovnaucinkovitost.eu/edukacije/financije/122-procjena-vrijednosti-poduzeca.html>