

Процена вредности удела у капиталу

др. Јована Зелић, REV, REV BV

Уобичајене сврхе процене вредности капитала (удела у капиталу)

- Пренос удела са једног на друго правно лице, односно планирање купопродајне трансакције: процена вредности удела који је предмет потенцијалне трансакције је неопходна како у случају да се ради о планираном уновчењу имовине стечајног дужника тако и у случају уобичајене трансакције у било ком другом контексту
- планирана промена власничке структуре унутар правног лица
- регистравање основачких удела у земљи и иностранству
- припрема за реализацију статусних промена
- сагледавање финансијских и пореских ефеката планиране трансакције
- конверзија дуга у капитал и дефинисање нове власничке структуре
- финансијско извештавање

Може бити:

- законска обавеза, али и
- потреба да би се на адекватан начин оформила очекивања од потенцијалне продаје, или дефинисали и планирали стратешки, организациони и статусни циљеви и промене

Основе и дефиниције вредности

- Од важности јер диктира избор приступа и методологије и стандарда које је потребно применити
- У пракси се најчешће срећу дефиниције:
 - Фер вредност (најчешће код финансијског извештавања)
 - Тржишна вредност (најчешће код трансакционих потреба)које су махом усклађене једна са другом

„Тржишна вредност је процењени износ по коме се може обавити купопродајна трансакција на дан процене, између заинтересованог продавца и заинтересованог купца, у условима када ни један ни други нису под принудом и у којима обе стране располажу одговарајућим сазнањима, разборито и без принуде“

- Вредност и цена нису исто!
- Постоје још и: инвестициона вредност, синергетска вредност, ликвидациона вредност

Датум процене вредности и други важни елементи процене вредности удела

- Процена је процес одређивања тренутне или пројектоване вредности одређене имовине и капитала, на бази утврђене основе вредности, **у одређеном временском тренутку**, и у складу са релевантним прописима или стандардима.
- **Квалификованост лица** које обавља процене вредности удела: објективан, непристрасан и стручан приступ процени вредности, где је стручност збир техничких вештина, искуства и знања о предмету процене вредности, тржишту на ком он послује, као и сврси процене вредности (судски вештак, ASA, REV-BV, MRICS, ревизор?)
- Јасна **дефиниција предмета процене**
- **Законодавни оквир и стандарди процене** који су расположиви и у оквиру којих се ради процена различите врсте имовине, у овом конкретном случају удела - процена вредности капитала није детаљно уређена у српском праву:
 - Закон о стечају и други прописи
 - МСФИ
 - Правила најбоље праксе, садржана у међународним стандардима процене који дефинишу принципе, смернице и методологије које се користе за одређивање вредности имовине и обавеза, и за циљ имају да обезбеде доследност, транспарентност и поузданост процеса процене вредности и екички приступ проценитеља (IVS, TEGOVA, RICS)

Приступи и методологија процене вредности удела

Међународно препознати стандарди процене сугеришу три основна приступа процени вредности имовине и капитала:

- а. тржишни приступ,
- б. приносни (у литератури и пракси често називан и приходовни или профитни приступ), и
- в. трошковни приступ

Применљивост наведених приступа за конкретну процену вредности се разматра за конкретне околности и за конкретну сврху, а након разматрања резултата добијених применом различитих метода процене, проценитељ врши прилагођавања која сматра разумним како би се рефлектовале све специфичности привредног субјекта који је предмет процене вредности, и утврдила вредност.

Важно је разумети све елементе и приступе како би се адекватно користило информацијом о процењеној вредности и разумело кад настану околности у којима процена вредности више није актуелна.

Тржишни приступ

Тржишни приступ утврђује тржишну вредност предмета процене на основу поређења са упоредивим компанијама које послују у сличној индустрији, а чије су акције котиране на берзи (метод упоредивих компанија) или које су биле предмет јавне или приватне трансакције (метод упоредивих трансакција).

Анализа тржишних мултипликатора компанија које се баве сличном делатношћу омогућава увид у очекивања инвеститора у погледу вредности кретања, па последично служе као индикатор вредности предмета процене.

Основне фазе овог приступа су: идентификовање и селекција упоредивих компанија, односно упоредивих трансакција; усаглашавање њихових финансијских резултата и израчунавање вредносних мултипликатора; примена коначно изабраног вредносног мултипликатора на одговарајући ниво резултата пословања предмета процене.

Примена овог приступа подразумева:

Идентификацију и селекцију компаније чијим се акцијама тргује на берзи и/или оних које су недавно биле предмет трансакције, и врши се анализа упоредивост са предметом процене.

Одабир мултипликатора који ће се применити на финансијске показатеље предмета процене.

Примена дисконта или премије, како би се рефлектовале разлике између упоредивих компанија и трансакција и предмета процене.



Идентификација упоредивих компанија



Одабир одговарајућег мултипликатора



Утврђивање резултата пословања Предмета процене



Примена мултипликатора на утврђени резултат пословања Предмета процене како би се утврдила тржишна вредност

Пример примене Тржишног приступа

#	Kompanija	Investirani kapital (IK)	Prihodi	EBITDA	EBITDA marža	IK/Prihodi	IK/EBITDA
		USD, m	USD, m	USD, m	%	x	x
1	ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A. \$	14.355	41.888	2.347	6%	0,3x	6,1x
2	Ferrovial, S.A.	21.271	14.659	1.083	7%	1,5x	19,6x
3	Fluor Corporation	7.802	19.521	672	3%	0,4x	11,6x
4	Granite Construction Incorporated	2.122	2.990	158	5%	0,7x	13,4x
5	Obrascón Huarte Lain, S.A.	5.176	3.862	(71.0)	-2%	1,3x	n.m.
6	Primoris Services Corporation	1.434	2.380	172.0	7%	0,6x	8,3x
7	Salini Impregilo S.p.A.	3.122	7.113	304.0	4%	0,4x	10,3x
8	Sterling Construction Company, Inc.	349	958	35.0	4%	0,4x	10,0x
9	Tutor Perini Corporation	1.670	4.757	231.0	5%	0,4x	7,2x
	1. kvartal				4%	0,4x	8,1x
	Medijana				5%	0,4x	10,1x
	Aritmetički prosek				4%	0,7x	10,8x
	3. kvartal				6%	0,7x	12,1x
	Standardna devijacija kao % proseka				62%	65%	39%

Metod uporedivih kompanija

EUR '000	EBITDA 2017	EBITDA LTM	EBITDA 2018 e
Tržišni multiplikatori IK/EBITDA			
Medijana		10,1x	
Aritmetički prosek		10,8x	
Normalizovani finansijski rezultat	1.849	2.195	2.191
Indikativna tržišna vrednost investiranog kapitala			
Finansijski rezultat x medijana	20.015	23.761	23.721
plus: Dati dugoročni stambeni zajmovi		33	
plus: Neposlovna imovina		1.008	
plus: Obaveza za neraspoređenu dobit		166	
minus: Finansijske obaveze, neto		2.620	
minus: Dugoročna rezervisanja		18	
minus: Obaveze za porez na dobit		31	
Preliminarna indikativna tržišna vrednost sopstvenog kapitala	18.552	22.298	22.259

#	Datum transakcije	Kompanija	Zemlja	Kupac	Investirani kapital	Prihodi	EBITDA	EBITDA marža	IK/Prihodi	IK/EBITDA
					EUR/USDm	EUR/USDm	EUR/USDm	%	multiplikator	multiplikator
1	17/04/2018	Lagan Group Holdings Ltd	Velika Britanija	Breedon Group plc	650	356	66	18%	1,8X	9,9X
2	29/03/2018	Moretrench, Inc.	SAD	Keller Group Plc	70	140	13	9%	0,5X	5,3X
3	02/11/2017	Cedinsa Concessionaria S.A.	Španija	Meridiam Infrastr. Finance	312	121	63	52%	2,6X	4,9X
4	17/01/2017	Franki Grundbau GmbH & Co. KG	Nemačka	PORR Deutschland GmbH	15	60	3	5%	0,3X	4,6X
5	02/07/2015	Austral Construction Pty Limited	Australija	Keller Group Plc	29	52	n.a.	n.a.	0,6X	n.a.
6	12/07/2013	North American Energy Partners Inc	Kanada	Keller Group Plc	167	181	35	20%	0,9X	4,7X
7	15/07/2016	Fomento de Construcciones y Contratas SA	Španija	Inversora Carso SA de CV	7.870	6.476	815	13%	1,2X	9,7X
8	04/04/2016	Todini Costruzioni Generali S.p.A.	Italija	Prime System Kz Ltd.	45	133	14	11%	0,3X	3,2X
9	31/01/2016	Tore Lokke AS	Norveška	Veidekke Entreprenor AS	9	22	3	13%	0,4X	3,2X
10	13/02/2015	Vinci S.A.	Francuska	Qatar Holding LLC	30.379	38.703	6.334	16%	0,8X	4,8X
11	15/07/2014	Strabag SE	Austrija	Rasperia Trading Limited	2.380	12.476	695	6%	0,2X	3,4X
12	26/05/2014	Destia Oy	Finska	Ahlström Capital Oy	143	660	36	5%	0,2X	4,0X
13	01/07/2013	HENT AS	Norveška	Ratos AB	60	392	14	4%	0,2X	4,4X
14	06/02/2013	Salini Impregilo S.p.A. (BIT:SAL)	Italija	Salini Costruttori S.p.A.	1.202	2.867	108	4%	0,4X	11,1X
15	23/01/2013	ACS S.A.	Španija	Undisclosed bidder	10.559	38.396	3.060	8%	0,3X	3,5X
16	16/07/2012	Porr AG	Austrija	Karl Heinz Strauss	57	2.212	13	1%	0,0X	4,4X
17	23/03/2011	Hochtief AG	Nemačka	Qatar Holding LLC	6.080	18.166	1.027	6%	0,3X	5,9X
		Medijana						8%	0,4x	4,7x
		Aritmetički prosek						11%	0,6x	5,4x

Metod uporedivih transakcija

EUR '000	EBITDA 2017	EBITDA LTM	EBITDA 2018 e
Tržišni multiplikatori IK/EBITDA			
Medijana		4,7x	
Aritmetički prosek		5,4x	
Normalizovani finansijski rezultat	1.849	2.195	2.191
Indikativna tržišna vrednost investiranog kapitala			
Finansijski rezultat x medijana	8.637	10.254	10.237
plus: Dati dugoročni stambeni zajmovi		33	
plus: Neposlovna imovina		1.008	
plus: Obaveza za neraspoređenu dobit		166	
minus: Finansijske obaveze, neto		2.620	
minus: Dugoročna rezervisanja		18	
minus: Obaveze za porez na dobit		31	
Preliminarna indikativna tržišna vrednost sopstvenog kapitala	7.174	8.791	8.774

Ograničenja: uporedive kompanije i transakcije podrazumevaju društva koja nemaju potpuno isti model poslovanja, posluju na tržištima koja se ne mogu smatrati direktno uporedivim, nalaze se u različitim razvojnim fazama itd.

Приносни приступ

- У складу са овим приступом анализа вредности врши се на основу пројектованих новчаних токова за које се очекује да ће бити генерисани од пословања, применом метода дисконтованог новчаног тока („ДНТ“).
- Новчани токови за које се очекује да ће бити генерисани од пословања биће пројектовани за одређени временски период, при чему ће пројекција обухватити и пројекцију резидуалне вредности.
- Пројектовани новчани ток ће бити коригован за инвестиције и остале потребне елементе у циљу израчунавања расположивог тока.
- Износ расположивог нето новчаног тока и резидуалне вредности биће дисконтован применом одговарајуће дисконтне стопе и сведен на садашњу вредност која представља фер вредност укупног капитала друштва по методу ДНТ.
- У поступку примене методе ДНТ веома је важно анализирати и разумети пословање предмета процене, пројекције пословања припремљене од стране руководства, као и макроекономску ситуацију, карактеристике конкретне делатности и специфичности тржишта.



Анализа историјски резултата пословања



Анализа пројектованих резултата пословања укључујући и неопходна улагања



Утврђивање адекватне дисконтне стопе и стопе раста у резидуалу



Утврђивање вредности пројектованих новчаних токова



Калкулација тржишне вредности

Пример примене Приносног приступа

EUR '000	jun - dec 2018	2019	2020	2021	Rezidualni period
Operativni prihodi	10.621	18.208	20.940	24.081	
<i>Iskorišćenost kapaciteta osnovne opreme</i>	72%	72%	83%	96%	
Operativni troškovi	9.558	16.299	18.443	20.871	
EBITDA	1.063	1.910	2.497	3.209	
<i>EBITDA marža</i>	10,0%	10,5%	11,9%	13,3%	
Troškovi amortizacije	352	628	611	605	
EBIT	711	1.282	1.886	2.604	
<i>EBIT marža</i>	6,7%	7,0%	9,0%	10,8%	
Porez na dobit	164	129	283	391	
Neto operativni rezultat posle poreza	547	1.153	1.603	2.213	
<i>Neto profitna marža</i>	5,1%	6,3%	7,7%	9,2%	
plus: Troškovi amortizacije	352	628	611	605	
Bruto novčani tokovi	898	1.781	2.214	2.819	2.847
minus: Investicije	360	500	500	500	627
minus: Neophodna obrtna kapital (NOK)	(329)	625	292	338	24
Neto novčani tokovi	867	656	1.422	1.981	2.195
Diskontni faktor	0,971	0,895	0,808	0,729	
Sadašnja vrednost neto novčanih tokova	841	587	1.149	1.444	
Kapitalizovana vrednost novčanih tokova u rezidualu					22.401

Suma sadašnje vrednosti neto novčanih tokova	4.021
Sadašnja vrednost novčanih tokova u rezidualu	16.328

	EUR '000	RSD '000
Preliminarna Indikativna Tržišna Vrednost Investiranog Kapitala	20.349	2.404.427
plus: Dati dugoročni stambeni zajmovi	33	3.891
plus: Neposlovna imovina	1.008	119.084
plus: Obaveza za neraspoređenu dobit	166	19.561
minus: Finansijske obaveze, neto	2.620	309.536
minus: Dugoročna rezervisanja	18	2.177
minus: Obaveze za porez na dobit	31	3.674
Preliminarna Indikativna Tržišna Vrednost 100% Sopstvenog Kapitala	18.886	2.231.577
Očekivana stopa rasta u rezidualu	1,0%	
Diskontna stopa (PPCK)	10,8%	

Analiza PPCK

Parametri	Skraćenice	31.05.2018.
Stopa bez rizika	Rf	3,86%
Beta koeficijent	βe	1,17
Premija tržišnog rizika	EMRP	6,50%
Small company premium	RPs	3,67%
Cena kapitala	Ke	15,14%
Marža na dug	i	1,2%
Poreska stopa	T	15%
Cena duga	Kd	4,30%
Dug/Kapital racio	D/E	65,89%
Prosečan odnos duga i kapitala	D/(D+E)	39,72%
Prosečna ponderisana cena kapitala	PPCK	10,80%

Ограничења: план пословања мора бити доступан; субјективност код доношења одлуке о применљивим претпоставкама итд.

Трошковни приступ

- Основни принцип Трошковог приступа (приступ нето имовине) је тај да је вредност друштва једнака збиру његових делова, тј. припадајуће имовине и обавеза.
- Заснован је на премиси по којој рационалан, промишљен и обавештен купац неће за конкретну имовину која је предмет процењене платити више у односу на имовину истих или сличних карактеристика – принцип супституције.
- У оквиру Трошковог приступа, вредност сваког средства може се одредити коришћењем било којег од три приступа за процену вредности сваког појединачног средства: Трошковни приступ, Тржишни приступ и Приносни приступ.



Пример примене Трошковног приступа

Pregled vrednosti imovine, obaveza i kapitala na dan 31.12.2018.

Imovina i obaveze u EUR'000	Neto knjig. vrednost	Raspon tržišne vrednosti	
		od	do
Nematerijalna ulaganja		36	37
Nekretnine, postrojenja, oprema i investicione nekretnine		177.815	226.138
Učešća u kapitalu		298	397
Ostali dugoročni finansijski plasmani		496	611
Stalna imovina		178.645	227.184
Zalihe		1.413	1.431
Potraživanja		596	623
Kratkoročni finansijski plasmani		4.473	4.473
Gotovinski ekvivalenti i gotovina		4.187	4.187
Porez na dodatu vrednost i AVR		85	85
Obrtna imovina		10.754	10.799
Poslovna imovina		189.399	237.983
Dugoročna rezervisanja		4.961	5.751
Dugoročne finansijske obaveze		836	836
Dugoročne obaveze		5.797	6.586
Kratkoročne finansijske obaveze		572	572
Obaveze iz poslovanja		2.577	2.577
Ostale kratkoročne obaveze		846	846
Obaveze po osnovu PDV i ostalih javnih prihoda i PVR		36	36
Obaveze po osnovu poreza na dobit		282	282
Kratkoročne obaveze		4.312	4.312
Odložene poreske obaveze		9.552	13.901
Obaveze		19.661	24.800
Kapital (neto imovina)		169.738	213.184

Ограничења: неопходан
увид у аналитичке детаље;
неприменљив за велики
број друштава

Најчешћа примена метода

	ПРИНОСНИ ПРИСТУП	ТРЖИШНИ ПРИСТУП	ТРОШКОВНИ ПРИСТУП
Када се користи	- Оперативно друштво - Расположиве пројекције - Значајнији потенцијал за раст прихода и повећање профитабилности	- Оперативно друштво - Стабилан раст и достизање оптималног нивоа пословања - Пројекције нису расположиве - Могућност идентификације упоредивих компанија/трансакција - Контролни приступ	- Неоперативно друштво или - Оперативно друштво које је: -> Start-up -> Холдинг -> Суочено са финансијским проблемима
Предности	- Базира се на зарађивачком потенцијалу - Рефлектује очекивану стопу приноса на упоредиве инвестиције	- Базаран на тржишним подацима (које МСФИ фаворизује) - Могуће га је применити са минимумом информација о предмету процене	Једноставан за примену
Мане	Претпоставке за неопходне пројекције пословања могу бити подложне субјективности проценитеља	- Релевантне тржишне податке често је тешко прибавити - Неопходна су прилагођавања упоредивих података, и простор за грешку је велики - Базира се на историјским остварењима, и не узима у обзир развојни потенцијал	- Базира се на затеченом стању и не узима у обзир развојни потенцијал - Процена нематеријалне имовине може бити веома комплексна

Поступак процене вредности

разумевање прошлих, тренутних и будућих операција друштва; анализа економског окружења и индустрије; анализа финансијских перформанси и стања предмета процене и примена метода процене

Прикупљање релевантне документације

- Прикупљање општих информација о предмету процене, као што су: опис, делатност и пословни догађаји, статусне промене, кључне аквизиције и отуђења итд.
- Прикупљање информација о историјским финансијским резултатима предмета процене
- Прикупљање информација и документација о пословним плановима предмета процене
- Прикупљање тржишних података о економским и индустријским кретањима и трендовима и конкурентском окружењу
- Прикупљање тржишних података о упоредивим компанијама и трансакцијама
- Прикупљање података о важним параметрима за утврђивање дисконтне стопе

Анализа прикупљене документације и информација

- Детаљна анализа историјских финансијских резултата (најчешће за последње 3 године пословања) и упоређивање са планираним пословним плановима предмета процене
- Анализа пословних планова предмета процене у контексту макроекономске ситуације и тржишних кретања
- Анализа пројектованих новчаних токова, укључујући планирана капитална улагања и потребног нето обртног капитала у пројектованом периоду, као и ефекат улагања у будуће пословање
- Анализа дисконтне стопе која се користи за анализу садашње вредности пројектованих новчаних токова, а која одражава ризике повезане са бизнисом предмета процене
- Анализа упоредивих компанија и анализа упоредивих трансакција, као и анализа кључних мултипликатора који из исти произилазе, ради примене на финансијске резултате Предмета анализе вредности.

Анализа вредности

- Примена изабраних метода процене
- Анализа осетљивости вредности на промене кључних индикатора
- Утврђивање интервала вредности и очекиване вредности
- Анализа имплицираних мултипликатора који произилазе из анализе вредности
- Достављање прелиминарних резултата наручиоцу процене, дискусија добијених резултата и главних покретача вредности
- Израда и издавање извештаја о процени вредности

**ХВАЛА НА
ПАЖЊИ**