

ИНТЕРВЈУ

ВРЕДНОВАЊЕ КОМПАНИЈЕ

Које су најчешће методе за процену вредности капитала? Шта је модел резидуалног добитка? На ова и многа друга питања одговоре смо добили од господина Драженка Лукача, предавача семинара и истакнутог стручњака у овој области.

Питање: Шта је то вредност капитала?

Драженко Лукач: На самом почетку јако тешко питање. Концептуално вредност сваке активе па тако и вредност компаније је садашња вредност очекиваних користи које ће та актива генерисати у будућности. Очекиване користи које се процењују могу бити у форми дивиденди, новчаних токова или рачуноводствене добит. Видимо да је то концепт окренут будућности, и концепт који се заснива на предвиђању што увек имлицира и дозу субјективизма. Вредност компаније не може бити ствар перцепције у оној мери у којој је то вредност уметничког дела, али пробајте власнику компаније представити вредност и видећете да он о вредности своје компаније има ставове као када човек прича о интелигенцији свога детета. Заблуда је да је вредност иста за све купце, као и да је вредновање научни факт а не мишљење.

Оскар Вајлд има једну мисао где он дефинише циника као човека који зна цену свега а не зна вредност ничега. Проценитељ треба да има ово у виду и да се што је објективније усредсреди на вредност а не на цену.

Питање: Које се методе користе у процени капитала компаније?

Драженко Лукач: Зависно од ситуације користе се имовинске методе у којима се до вредности компаније долази кориговањем књиговодствене вредности предузећа. Затим се користе приносне методе у којима се новчани токови, дивиденде као једна непотпуна мера новчаног тока и добитна остварења дисконтују одговарајућем дисконтном стопом како би се дошло до садашње вредности компаније. Ту је и тзв. тржишни прилаз или технике релативног вредновања где се одговарајући тржишни показатељи множе са пре свега изабраним рачуноводственим величинама предузећа и на тај начин се долази до процењен вредности.

На семинарима у организацији МНГ Центра презентују се на реалним предузећима различити модели дисконтовања новчаних токова, модел резидуалног добитка и технике релативног вредновања. Свим учесницима семинара за све ове методе је обезбеђен Excel који је усклађен са званичним обрасцима финансијских извештаја у Републици Србији.

Питање: На шта по вашем мишљењу највише треба обратити пажњу у процесу вредновања?

Драженко Лукач: Па на много тога, али свакако да су круцијалне ствари у вредновању питања: Шта је то раст? Шта је то ризик? Због тога се на семинарима посвећује доста пажње пројекцијама очекиваних користи почевши од самог квалитета полазне тачке у пројекцијама а то су прошли финансијски извештаји. Поред тога раст је увек потребно процењивати у више сценарија. Ризик који је у вредновању оличен у дисконтној стопи може да има велики утицај на процењену вредност. Погледајмо то на једном једноставном примеру. Ако смо проценили да компанија има константан новчани ток од 100 и ако је дисконтна стопа 10%. Вредност тог предузећа је $100/0,10$ тј. 1.000. Ако узмемо да је дисконтна стопа 8% увећаћемо вредност овог предузећа за 25%.

Семинари Вредновање компаније у МНГ Центру се раде на рачунару па се у оквиру семинара ради претрага база података које нуде параметре ризика потребне за одређивање дисконтне стопе и у оквиру те претраге се покушава заједнички доћи до правилне дисконтне стопе за предузећа из наше земље.

Питање: Шта би посебно истакли а да о томе има говора на семинару вредновање компаније?

Драженко Лукач: Од шездесетих година прошлог века када је Светска банка усвојила методологију дисконтовања новчаних токова модели дисконтовања новчаних токова су постали најзаступљенији модели у вредновању компанија. Међутим, у последње време у процесима вредновања компаније много се више користи модел резидуалног добитка и различите технике релативног вредновања.

Питање: Можете ли нам нешто више рећи о моделу резидуалног добитка?

Драженко Лукач: Овај модел се још назива модел заснован на рачуноводству и преферирају га пре свега рачуновође. Он отклања један велики недостатак модела дисконтовања новчаних токова, а то је да већи део вредности компаније у моделима дисконтовања новчаних токова долази из тзв. терминалне вредности, тј. вредности иза дискреционог модела предвиђања.

Модел резидуалног добитка полази од тренутне књиговодствене вредности предузећа која се чисти од латентних резерви и скривених добитака, и потом се на њу додаје или одузима садашња вредност резидуалних добитака. Додаје ако предузеће остварује стопу приноса на свој капитал већу од цене свог капитала, и обрнуто ако је принос на сопствени капитала мањи од цене капитала.

Предност овог модела је што је у њега на непосредан начин уграђен основни постулат пословних финансија који гласи да се вредност ствара само ако је принос на капитал већи од цене капитала. Предност овог модела је и у томе што овде тренутна књиговодствена вредност представља својеврсно сидро у вредновању и због тога мањи део вредности предузећа долази из терминалног периода.

Свим учесницима семинара је обезбеђен Excel и за овај модел вредновања са примером вредновања реалне компаније.

Питање: На крају можете ли нам нешто више рећи и о техникама релативног вредновања?

Драженко Лукач: Технике релативног вредновања су најчешће технике у вредновању компанија у развијеним земљама. Оне се примењују на тај начин што се тржишни показатељи који представљају однос тржишног броја нпр. цене по акцији и рачуноводственог броја нпр. нето добитка по акцији множе рачуноводственим бројем предузећа које се процењује. Често можемо да чујемо како је неко предузеће продато на 7 x EBITDA. Ове технике су лаке за употребу али се са њима може лако и погрешити. Предузеће може вредети 7 x EBITDA, али и много више или много мање што зависи од његових фундамента. Тржишни рачуно бројеви који се користе у релативном вредновању су изведени из основног модела вредновања и њихова висина такође зависи од раста, ризика и профитабилности предузећа које се процењује. На самом семинару ће бити приказан ова веза, као и базе података за ове показатеље и начин формирања узорка компарабилних предузећа. Поред тога свим учесницима семинара је обезбеђен Excel и за ову методу.

На крају једна интересантна ствар везана за ову методу вредновања компаније. Њен назив, често се ова метода назива и тржишни прилаз имплицира да се ова метода користи само за вредновање предузећа која се котирају на берзи. Међутим, то није тачно ова метода се на пример користи у развијеним земљама веома често приликом разортачења или приликом исплате супружника у бракоразводнима парницама када су



супружници заједно били власници неког малог предузећа. Тако да су честе пресуде супруг треба да исплати супругу на Р/В рацију који представља однос тржишне и књиговодствене вредности сопственог капитала од 1,5 јер постоје реализоване купопродајне трансакције за слична предузећа и у исто време предузећа у реализованим трансакцијама су имала сличан принос на сопствени капитал и структуру капитала као и предузеће које је предмет бракоразводне парнице. Ово говорим због тога што ова метода сигурно има место у вредновању компанија у нашој земљи које се не котирају на берзи.

Хвала велико на стрпљењу у одговарању на питања!