

Предузеће: животни
циклус и основни
појмови процене
вредности

Борис Беговић

04.03.2016.

boris.begovic@clds.rs



ПРАВОСУДНА
АКАДЕМИЈА



WORLD BANK GROUP
Finance & Markets

Зашто предузеће?

- Минимизација трансакционих трошкова
- Замена тржишта у ситуацијама у којима би трансакциони трошкови уговора били виши
- Набавка услуге на тржишту или производња те услуге унутар предузећа
- Питање вертикалне интегрисаност предузећа
- Настанак предузећа: сопствени и позајмљени капитал
- Органски раст предузеће или организационе промене: спајања и припајања

ЖИВОТНИ ЦИКЛУС ПРЕДУЗЕЋА

- Четири фазе животног циклуса: Иницијална фаза или фаза развоја (the start-up or development phase)
- Фаза раста (the growth phase)
- Фаза стабилизације пословања или зрелости (the maturity or stabilization phase)
- Успостављена мрежа купаца, добављача, развијени пословни процеси и производи, ширење на нова географска подручја, вертикална и хоризонтална експанзија (спајања и припајања)
- Фаза опадања или прекида пословања (the disruption or decline phase)
- до опадања долази услед више фактора – општег пада привредне активности, погрешних пословних одлука
- проблеми могу бити већег или мањег значаја – од краткорочних проблема са ликвидношћу до неодрживости постојећег пословног модела

Фаза опадања предузеће

- Суочена са финансијским и оперативним потешкоћама, управа често претпоставља да су проблеми привремене природе, односно да ће се пословање опоравити.
- Порицање управе у погледу постојања проблема доводи до тога да се она усредсређује на сигнале који показују да долази до опоравка, уместо да анализирају и отклоне проблеме који су довели до опадања пословне активности: усредсређеност симптоме, не на узроке проблема.
- Протеком времена узроци постају уочљиви и у билансу стања предузећа

Фаза опадања – СИМПТОМИ

- Нагомилавање губитка (или успоравање раста у случају предузећа у брзо растућим гранама) погоршавају финансијски левериџ предузећа и смањују обртни капитал
- Растући проблеми често утичу на то да управа нема довољно времена и ресурса да отклони узроке који су довели до опадања
- Што период дуже траје, управа има све мање контроле над исходом
- Исход: ретструктурирање – судско или вансудско (споразумно) или банкротство (ликвидација)

Крива опадања пословне активности

Време изгубљено услед
порицања проблема чини
његово решавање све
тежим.



Пословне (оперативне) и финансијске тешкоће (1)

- Проблем у пословању могу настати услед бројних разлога – конкуренције других предузећа, одласка запослених са кључних позиција, промене структуре трошкова, промене тражње за производима предузећа
- Без обзира на узроке проблема у пословању, финансијски проблеми се по правилу одражавају у виду опадајућих прихода, тржишног учешћа, опадајућим маржама, растућих расхода или проблемима са ликвидношћу предузећа
- Ако предузеће није у стању да реши проблеме који доводе до пословних и финансијских потешкоћа онда, неизбежно долази до кризе у пословању и могућег стечајног поступка.

Пословне (оперативне) и финансијске тешкоће (2)

- Финансијски проблеми се јављају када је финансијски левериџ предузећа превисок, и предузеће није у стању да реструктурира, односно репрограмира дугове који доспевају
- Често се такви проблеми јављају када је:
 - предузеће преузето уз значајно претходно задуживање - leveraged buyout
 - предузеће финансира инвестиције (набавку постројења или опреме) из краткорочних извора финансирања, што убрзо доводи до нестанка обртног капитала

Однос пословних и финансијских тешкоћа

- Пословне и финансијске потешкоће могу се јавити заједно или појединачно
 - Предузеће које добро послује може имати финансијске потешкоће
 - Предузеће које лоше послује не мора имати финансијске потешкоће
- Предузеће са добрим пословањем али проблематичним билансом стања
 - Предузеће нема пословне, али има финансијске потешкоће
- Ако предузеће не може да рефинансира постојеће дугове или не може да прода делове активе (имовину) како би намирила дугове који доспевају врло веројатно суочити са стечајем

Предузећа у тешкоћама

- Предузећа која се налазе у пословним и финансијским потешкоћама не подносе одмах захтеве за покретање стечајног поступка
- Предузећа покушавају да предузму низ корака којима покушавају да реше проблеме
- Понекада уместо да одмах предузме кораке управа то не чини, тако да повериоци који су забринути за будућност дужника често захтевају ангажовање консултаната и предузимање низа других активности како би дошло до измена услова финансирања
- Многа предузећа су успела да спроведу мере пословног (оперативног) реструктурирања ван стечаја

Финансијске тешкоће: могућност решавања

- Финансијске потешкоће могу се отклонити на различите начине
 - Продајом делова предузећа
 - Продајом имовине
 - Привлачењем новог капитала
 - Рекапитализацијом
 - Реструктурирањем дугова
 - Конверзијом обавеза у капитал дужника

Процена вредности пре отпочињања стечаја

- За предузећа у потешкоћама у случају покушаја да претходно реше финансијске и пословне потешкоће често се врше процене вредности и пре покретања стечајног поступка
 - у случају да предузеће покуша да прода делове
 - у случају да предузеће покуша споразумно финансијско реструктурирање
 - у случају да предузеће није испунило неке од захтева који су садржани о уговору о кредиту, што доводи до захтева повериоца за проценом вредности

Питање процене вредности: колико вреди сада?

- У одговору на ово питање процена даје вредност у датом тренутку (вредност на дан процене)
- Датум рочишта и датум процене вредности по правилу нису исти, јер процена даје садашњу вредност на одређени датум

ДИСКОНТОВАЊЕ

- Дисконтовање је неопходно јер један динар данас не вреди исто као што тај исти динар вредети нпр. за годину дана. За то постоје два основна разлога.
- Динар данас може бити инвестиран и створити принос.
 - за годину дана поред уложеног динара остварујемо и принос i , па је укупна сума годину касније једнака $1(1+i)$.
 - Ако бисмо целокупну суму инвестирали на још једну годину, остварили бисмо принос од $1(1+i)(1+i)$, тј. $1(1+i)^2$.
 - На исти начин можемо израчунати укупан принос који бисмо остварили ако бисмо инвестирали током пет година: $1(1+i)^5$

ДИСКОНТОВАЊЕ

- Динар данас може бити употребљен за текућу потрошњу, а уобичајено је да појединци радије троше данас него касније.
- Потрошачки кредити, који показују да су појединци спремни да плате камату да би могли да потроше више данас
- Динар има различиту вредност зависно од периода у коме га обрачунавамо.
 - неопходно све динарске суме свести на заједнички именоватељ.
 - у супротном, ако се не бисмо обазирали на период током којег де приноси бити остварени, потпуно бисмо погрешно сабирали очекиване нето користи (или нето трошкове).

ДИСКОНТОВАЊЕ

- Поступак свођења вредности на исту временску јединицу мере назива се дисконтовање.
- Будућа вредност 1 динара инвестираног данас

$$BV = 1 \times (1 + r)^n$$

- Садашња вредност 1 динара у будућности
- Колико треба уложити данас да би се добио динар у будућности

$$SV = \frac{1}{(1 + r)^n}$$

Пример дисконтовања

- Ако је каматна стопа 10%, онда након 1 године за 1 динар добијате 1.1 динар

$$BV = 1 \times (1 + 0.1) = 1.10$$

- Ако је каматна стопа 10%, онда за 0.91 динар добијате 1 динар на крају године

$$BV = 0.91 \times (1 + 0.1) \approx 1$$

Ефекат промене каматне стопе по садашњу вредност

%	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год	6 год
0.01	0.990	0.980	0.951	0.905	0.820	0.742
0.02	0.980	0.961	0.906	0.820	0.673	0.552
0.03	0.971	0.943	0.863	0.744	0.554	0.412
0.04	0.962	0.925	0.822	0.676	0.456	0.308
0.05	0.952	0.907	0.784	0.614	0.377	0.231
0.06	0.943	0.890	0.747	0.558	0.312	0.174

Раст каматне стопе доводи до смањења
садашње вредности

ЗАШТО?

Фактори дисконтне стопе

- Каматна стопа;
- Финансијски положај предузећа
- Ризик пласмана средстава;
- Стопа инфлације;
- Стање на међународном тржишту капитала
- Проблем избора дисконтне стопе – нема оптималног решења
- Анализа осетљивости

Избор новчаног тока

- Сопствени или инвестирани капитал
 - equity /net of debt или invested capital/debt free
- Ток пре и после опорезивања
- Номинални или реални новчани ток

Одлучивање при ризику

- Досадашња анализа заснивала се не претпоставци да нема неизвесности: пројекција новчаних токова је била извесна
- Пословне одлуке се доносе у условима неизвесности – доносе се уз ризик
- Категорија очекиване вредности – вероватноћа да ће доћи до одређеног исхода
- Ризик је квантификована неизвесност – мера варијабилитета исхода

Премија на ризик

- Велика већина људи има аверзију према ризику
- Уколико се излажу ризику, траже да им се плати премија на ризик
- Уколико их неко штири од ризика, спремни су да плате премију на ризик
- Ризичнији токови, односно пласмани, захтевају вишу премију на ризик, значи маљу вредност коју је неко спреман да плати за преузимање.
- Што је већи ризик пословања, мања је вредност предузећа.