

PRINCIPI I PRAKSA PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

Drugo dopunjeno i izmijenjeno izdanje

Dragan Mikerević
Tajana Serdar Raković
Dejan Mikerević

SADRŽAJ

I UVODNE NAPOMENE O PROCJENI VRIJEDNOSTI.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
1. POJMOVNE ODREDNICE O PROCJENI VRIJEDNOSTI.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
1.1. Istorijski razvoj procjene vrijednosti	Error! Bookmark not defined.
1.2. Korisnost procjene vrijednosti	Error! Bookmark not defined.
1.3. Odgovornost ovlaštenog procjenjivača.....	Error! Bookmark not defined.
1.3.1. Uloga ovlaštenog procjenjivača u vrednovanju preduzeća.....	Error! Bookmark not defined.
1.3.2. Kodeks ponašanja ovlaštenih procjenjivača.....	Error! Bookmark not defined.
2. ODNOS PROCJENE VRIJEDNOSTI I DRUGIH NAUČNIH DISCIPLINA	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
2.1. Procjena vrijednosti kao nauka, struka ili umjetnost.....	Error! Bookmark not defined.
2.2. Ovlašteni procjenjivač versus vještak	Error! Bookmark not defined.
2.3. Značaj profesionalnih asocijacija iz oblasti procjene vrijednosti	Error! Bookmark not defined.
2.4. Principi, sadržaj i struktura Međunarodnih standarda vrednovanja	Error! Bookmark not defined.
3. VRIJEDNOST I PROCJENA VRIJEDNOSTI	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
3.1. Pokretači vrijednosti preduzeća.....	Error! Bookmark not defined.
3.2. Međuuslovljenost cijene kapitala, strukture kapitala i vrijednosti preduzeća.....	Error! Bookmark not defined.
3.3. Vremenska vrijednost novca.....	Error! Bookmark not defined.
3.3. Pojam i različita shvatanja vrijednosti.....	Error! Bookmark not defined.
3.4. Vrijednost i upotrebna vrijednost	Error! Bookmark not defined.
3.5. Osnove vrijednosti	Error! Bookmark not defined.
3.5.1. Osnove vrijednosti prema Međunarodnim standardima vrednovanja ...	Error! Bookmark not defined.
3.5.2. Dodatne osnove vrijednosti	Error! Bookmark not defined.
3.6. Vrijednost u uslovima aktivnog tržišta kapitala	Error! Bookmark not defined.
3.7. Vrijednost u uslovima neaktivnog tržišta kapitala	Error! Bookmark not defined.
3.8. Tržišna neefikasnost i praksa procjenjivanja	Error! Bookmark not defined.
3.9. Vrednovanje vlasničkih hartija od vrijednosti.....	Error! Bookmark not defined.
3.9.1. Fundamentalna analiza	Error! Bookmark not defined.
3.9.1.1. Makroekonomska analiza	Error! Bookmark not defined.
3.9.1.2. Analiza grane.....	Error! Bookmark not defined.
3.9.1.3. Analiza i vrednovanje akcija pojedinačnih kompanija.....	Error! Bookmark not defined.
3.9.2. Tehnička analiza	Error! Bookmark not defined.

3.10. Korporativno izvještavanje o održivosti kao varijabla vrijednosti preduzeća Error! Bookmark not defined.

3.10.1. Korporativno izvještavanje o održivosti kao novi izazov za preduzeća . **Error! Bookmark not defined.**

3.10.2. Vrijednost preduzeća u novim uslovima održivog razvoja **Error! Bookmark not defined.**

3.11. Proces globalizacije i izazovi procjenjivačke profesije.... Error! Bookmark not defined.

3.11.1. Devizni sistem i značaj u uslovima globalizacije **Error! Bookmark not defined.**

3.11.2. Digitalizacija nacionalnih i zajedničkih valuta..... **Error! Bookmark not defined.**

3.11.3. Razvoj kriptovaluta i kripto berzi..... **Error! Bookmark not defined.**

3.11.4. Računovodstvo i tretman kriptovaluta **Error! Bookmark not defined.**

3.11.5. Decentralizovane finansije kao dio tržišta kriptovaluta..... **Error! Bookmark not defined.**

3.11.6. Različite vrste izvedenih ugovora - derivatnih hartija od vrijednosti..... **Error! Bookmark not defined.**

3.11.7. Kliring i poravnanja kao ključna determinanta povjerenja u finansijsko tržište i tržište kapitala..... **Error! Bookmark not defined.**

3.11.8. Digitalizacija bankarstva i ekspanzija digitalnih banaka **Error! Bookmark not defined.**

3.11.9. Alternativni načini investiranja..... **Error! Bookmark not defined.**

3.11.10. Režim novčanog odbora (Currency Board Arrangement) i proces dolarizacije..... **Error! Bookmark not defined.**

3.11.10.1. Model valutnog odbora u Bosni i Hercegovini **Error! Bookmark not defined.**

3.11.10.2. Koncept potpune eurizacije (dolarizacije) u Crnoj Gori. **Error! Bookmark not defined.**

II PRINCIPI I SMISAO PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA ... ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

1. PRINCIPI PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

2. POJAM VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

3. KOMPONENTE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA..... **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

4. PREDUZEĆE KAO PREDMET PROCJENE **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

5. SMISAO PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

6. SVRHA PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

7. Specifičnosti procjene vrijednosti preduzeća koja posluju s gubitkom **Error! Bookmark not defined.**

7.1. Procjena vrijednosti preduzeća s privremenim problemima .. **Error! Bookmark not defined.**

7.2. Procjena vrijednosti preduzeća s dugoročnim problemima.... **Error! Bookmark not defined.**

7.3. Preduzeća koja posluju s gubitkom zbog faze životnog ciklusa..... **Error! Bookmark not defined.**

8. PROCEDURALNE AKTIVNOSTI U PROCESU PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

III TEORIJSKO-METODOLOŠKI PRISTUP PROCJENI VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

1. PREPORUČENA FORMA I SADRŽINA IZVJEŠTAJA O PROCJENI VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA .. **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

1.1. Rezime procjene vrijednosti **Error! Bookmark not defined.**

- 1.2. Uvod **Error! Bookmark not defined.**
- 1.3. Ocjena privrednih prilika i makroekonomska analiza s osnovnim podacima o procjenjivanom preduzeću **Error! Bookmark not defined.**
- 1.4. *Finansijski izvještaji kao početna osnova za procjenu vrijednosti preduzeća....* **Error! Bookmark not defined.**
- 1.4.1. Bilans uspjeha **Error! Bookmark not defined.**
- 1.4.2. Bilans stanja **Error! Bookmark not defined.**
- 1.4.3. Izvještaj o tokovima gotovine **Error! Bookmark not defined.**
2. FINANSIJSKA ANALIZA POSLOVANJA PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**
- 2.1. *Analiza prinospnog, imovinskog i finansijskog položaja* **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.1. Analiza prinospnog položaja **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.1.1. Struktura finansijskog rezultata i uspjehnosti bilansa **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.1.2. Rizik ostvarenja rezultata redovne aktivnosti, donja tačka rentabilnosti i stopa elastičnosti **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.1.3. Finansijska moć **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.1.4. Rentabilnost **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.2. Analiza imovinskog položaja **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.2.1. Struktura aktive **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.2.2. Struktura i efikasnost operativne imovine **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.2.3. Struktura, stanje i efikasnost stalne (fiksne) imovine **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.2.4. Struktura, stanje i efikasnost obrtne (tekuće) imovine **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.3. Analiza finansijskog položaja **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.3.1. Bilans stanja **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.3.2. Struktura pasive s osvrtom na strukturu kapitala **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.3.3. Likvidnost **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.3.4. Finansijska stabilnost **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.3.5. Zaduženost (adekvatnost kapitala) **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.3.6. Solventnost **Error! Bookmark not defined.**
- 2.1.4. Analiza tokova gotovine **Error! Bookmark not defined.**
- 2.2. *Z-score model za ocjenjivanje kreditnog boniteta* **Error! Bookmark not defined.**
- 2.3. *Ilustrativni primjer ocjene kreditnog boniteta preduzeća* **Error! Bookmark not defined.**
- 2.3.1. Ocjena kreditnog boniteta preduzeća na osnovu analize finansijskog, imovinskog i prinospnog položaja **Error! Bookmark not defined.**
- 2.3.2. Ocjena kreditnog boniteta preduzeća na osnovu Z-score modela **Error! Bookmark not defined.**
3. IZBOR PRISTUPA I METODA PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**
- 3.1.. TROŠKOVNI PRISTUP PROCJENI VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**
- 3.1.1. *Metod knjigovodstvene vrijednosti preduzeća* **Error! Bookmark not defined.**
- 3.1.1.1. Ilustrativni primjer procjene knjigovodstvene vrijednosti preduzeća **Error! Bookmark not defined.**

3.2.	Metod korigovane knjigovodstvene vrijednosti preduzeća	Error! Bookmark not defined.
3.2.1.	Korekcije bilansnih pozicija.....	Error! Bookmark not defined.
3.2.2.	Ilustrativni primjer korigovane knjigovodstvene vrijednosti preduzeća...	Error! Bookmark not defined.
3.3.	Metod imovinske vrijednosti preduzeća.....	Error! Bookmark not defined.
3.3.1.	Definisanje tržišne vrijednosti	Error! Bookmark not defined.
3.3.2.	Imovinska procjena pozicija imovinskog bilansa	Error! Bookmark not defined.
3.4.	Metod likvidacione vrijednosti preduzeća	Error! Bookmark not defined.
3.4.1.	Procjena likvidacione vrijednosti pojedinih grupa imovine	Error! Bookmark not defined.
3.4.2.	Ilustrativni primjer procjene likvidacione vrijednosti preduzeća A	Error! Bookmark not defined.
4.	PRINOSNI PRISTUP PROCJENI VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
4.1.	Statičke prinodne metode	Error! Bookmark not defined.
4.1.1.	Korekcije ostvarenog dobitka	Error! Bookmark not defined.
4.1.2.	Projekcije očekivanog dobitka	Error! Bookmark not defined.
4.1.3.	Procjena vrijednosti preduzeća kapitalizacijom dobitka	Error! Bookmark not defined.
4.1.3.1.	Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog na osnovu ostvarenog korigovanog dobitka	Error! Bookmark not defined.
4.1.3.2.	Kapitalizacija stabilizovanog dobitka utvrđenog kombinacijom ostvarenog i očekivanog dobitka	Error! Bookmark not defined.
4.1.3.3.	Kapitalizacija pri rastu dobitka	Error! Bookmark not defined.
4.2.	Dinamičke prinodne metode procjene vrijednosti preduzeća	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.	Prinosna vrijednost preduzeća poslije servisiranja dugova	Error! Bookmark not defined.
4.2.2.1.	Projekcija neto novčanog toka.....	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.2.	Cijena kapitala.....	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.2.1.	Premija relativnog rizika	
4.2.1.2.2.	Capital Assat Pricing Model-CAPM	
4.2.2.2.	Sadašnja vrijednost neto novčanog toka	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.4.	Rezidualna vrijednost	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.	Prinosna vrijednost preduzeća.....	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.1.	Projekcija bilansa uspjeha.....	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.2.	Projekcija bilansa stanja.....	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.2.1.	Projekcija neto obrtnih sredstava	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.2.2.	Projekcija stalne imovine bez finansijskih plasmana	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.2.3.	Projekcija finansijskih plasmana	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.2.4.	Projekcija dugoročnih rezervisanja	Error! Bookmark not defined.
4.2.1.5.2.5.	Projekcija kamatonosnih obaveza	Error! Bookmark not defined.

- 4.2.1.5.2.6. Projekcija kapitala.....**Error! Bookmark not defined.**
- 4.2.1.5.2.7. Metodološki pristup sastavljanja bilansa stanja**Error! Bookmark not defined.**
- 4.2.1.5.2.8. Projekcija neto novčanog toka.....**Error! Bookmark not defined.**
- 4.2.1.5.2.9.. Prinosna vrijednost preduzeća**Error! Bookmark not defined.**
- 4.2.2. Prinosna vrijednost preduzeća prije servisiranja dugova**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.2.1. Neto novčani tok prije servisiranja dugova**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.2.2. Diskontna stopa**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.2.3. Projekcija neto novčanog toka prije servisiranja dugova ..**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.2.4. Prinosna vrijednost preduzeća prije servisiranja dugova ..**Error! Bookmark not defined.**
- 4.2.3. Usporedna analiza procjene prinosne vrijednosti preduzeća poslije i prije servisiranja dugova.....**Error! Bookmark not defined.**

4.2.3 1. Procjena prinosne vrijednosti kapitala preduzeća X doo**Error! Bookmark not defined.**

- 4.2.3.1.1. Prinosna vrijednost kapitala X doo po metodi poslije servisiranja dugova**Error! Bookmark not defined.**
- Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.1.1.1. Projekcija bilansa uspjeha X doo**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.1.1.2. Projekcija bilansa stanja**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.1.1.3. Projekcija neto novčanog toka**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.1.1.4. Cijena kapitala**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.1.1.5. Rezidualna vrijednost.....**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.1.1.6. Prinosna vrijednost kapitala poslije servisiranja duga X doo **Error! Bookmark not defined.**
- 4.2.3.1.2. Procjena prinosne vrijednosti kapitala metodom prije servisiranja dugova**Error! Bookmark not defined.**
- Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.2.1. Neto novčani tok prije servisiranja duga**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.2.1.1. Kvantifikacija operativnog slobodnog novčanog toka DOO X po germanskoj metodi**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.2.2. Diskontna stopa**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.2.3. Rezidualna vrijednost.....**Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.2.4. Prinosna vrijednost kapitala X doo prije servisiranja dugova **Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.2.5. Test prihvatljivosti prinosne vrijednosti kapitala X doo **Error! Bookmark not defined.**
 - 4.2.3.2.6. Test prihvatljivosti prinosne vrijednosti kapitala na primjeru Y doo i Z doo**Error! Bookmark not defined.**

5. TRŽIŠNI PRISTUP PROCJENI VRIJEDNOSTI **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**

- 5.1. Procjena vrijednosti metodom multiplikacije **Error! Bookmark not defined.*****
 - 5.1.1. Primjer procjene hotela X metodom multiplikacije.....**Error! Bookmark not defined.**
- 5.2. Uslovi i ograničenja primjene tržišnog pristupa procjeni vrijednosti **Error! Bookmark not defined.*****

5.3. Ilustrativni primjer procjene tržišne vrijednosti akcija metodom multiplikacije **Error! Bookmark not defined.**

- 6. TEST PRIHVATLJIVOSTI PROCJENJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**
- 7. OBJEKTIVNA VRIJEDNOST KAPITALA I NOMINALNA VRIJEDNOST AKCIJA .. **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**
- 8. PRILOZI U IZVJEŠTAJU O PROCJENI VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA..... **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**
- LITERATURA..... **ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**