



INSTITUT EKONOMSKIH NAUKA
BEOGRAD

PROCENA UREDNOSTI KAPITALA HTP "BUDVANSKA RIVIJERA DD"

Autori

Mr Todor Spariosu

Mr Zoran Rajković

Beograd, decembar 1995.

Uvodne napomene

Ugovorom između HTP BUDVANSKA RIVIJERA DD i Instituta ekonomskih nauka - Beograd bila je predviđena revizija ranije procene imovine naručioca posla. Reč je o proceni koja je uradjena na kraju 1991. godine.

S obzirom da je od tada proteklo dosta vremena svaka upotreba te procene iziskuje i aktualizaciju. Posle tako dugog perioda aktualizacija nije jednostavan tehnički čin nego zahteva uzimanje u obzir sasvim novih obeležja imovine preduzeća. Zapravo, aktualizacija u takvim uslovima skoro da je identična novoj proceni.

Razlozi sa praktično novu procenu leže i u tome što se radi o imovini preduzeća velike vrednosti i visokih razvojnih performansi koje je uz to svojevrsan nosilac razvoja turističke privrede, jednog od prioriteta razvojne politike Crne Gore. Takođe, suspenzija sankcija UN i stvaranje širokih mogućnosti poslovnih aranžmana sa stranim partnerima, pretpostavlja da se već sada jasno definišu svi važniji parametri imovine i poslovnog potencijala preduzeća.

S obzirom da je naručilac posla u obavezi da do kraja godine izvrši svoje zakonske obaveze vezane za proces svojinske transformacije a one zahtevaju aktualnu vrednost kapitala, Institut je naručilcu izašao u susret i izvršio obavezu koja nije ugovorena. Uradjena je aktualizacija vrednosti kapitala koja ima bitne elemente nove procene. Ovaj posao je uradjen po ubrzanoj proceduri i sa podlogom koja je bila prikupljena za izradu revizije procene iz 1991. godine.

Autori

I. TROŠKOVNA METODA

1. Vrednost građevinskih objekata i zemljišta

1.1. Tehnike procene

Procena vrednosti građevinskih objekata i zemljišta se vrši uvažavajući sve bitne implikacije svojinskih odnosa koji važe za ovu imovinu preduzeća. Prema još uvek važećoj zakonskoj regulativi građevinsko zemljište na kome su locirani objekti preduzeća se nalazi u društvenoj svojini i svojinska prava postoje samo na građevinskim objektima. Sa druge strane, način i pravo korišćenja građevinskih objekata je ograničeno urbanističkom planovima.

U skladu sa datim institucionalnim specifičnostima, procena vrednosti građevinskih objekata i zemljišta se obavlja uz primenu već nabrojanih tehnika: (a) troškovne, (b) tržišne i (c) prinosne. Svaka se zasniva na posebnim parametrima (aktuelnim cenama gradnje, prometa ili zakupa u trenutku procene). Ove tehnike su komplementarne i njihova simultana primena obezbeđuje pouzdanost procene.

Prema prvoj tehnici vrednost nekretnina preduzeća je jednaka zbiru:

- građevinske cene objekata,
- troškova pripreme i komunalnog opremanja zemljišta,
- vrednosti prava korišćenja neopremljenog građevinskog zemljišta.

Grđevinska cena objekata je jednaka zbiru troškova građevinskog materijala, energije, rada, transporta i drugih troškova neophodnih za izgradnju objekta identične funkcije. Ako je objekat koji se procenjuje u upotrebi, od građevinske cene se oduzima odgovarajući iznos umanjenja po osnovu starosti objekta i kvaliteta njegovog održavanja. Valja naglasiti da građevinska cena zavisi prvenstveno od konstruktivnih karakteristika objekata, a veoma malo od mesta gradnje. Pri tome vrlo je važno da li se kao relevantni troškovi uzimaju istorijski troškovi reprodukcije ili tekući troškovi zamene. Prvi odražavaju stvarne troškove objekata, kada su oni izgrađeni. Drugi odražavaju tekuće troškove izgradnje objekata uporedivih karakteristika. Između ove dve kategorije troškova može da postoji bitna razlika. Kako zbog promene tehnologije i standardna gradnje tako i zbog specifičnosti / atipičnosti pojedinih objekata.

Za razliku od amortizacione stope sa kojom se operiše kao ekonomskom kategorijom koja odražava stepena otpisa objekata, a koja je propisana između 1.3% pa sve do 10% godišnje, zavisno od tipa objekata (npr. za tvrdo zidane administrativne objekte se obično primenjuje stopa od 1.3%, ili 1.8%, fabričke hale 2 ili 2.5%, a montažne drvene objekte 10%) u građevinarstvu se operiše sa stepenom istrošenosti objekata koji zavisi od starosti objekta, apsolutnog i prosečnog trajanja objekata iste konstrukcije. Za obračun iznosa smanjene vrednosti objekta zbog njegove starosti koristi se tzv. preradjena Ungerova formula koja glasi:

$$I_u = \left(0,8 \frac{n}{N} \times \frac{n+N}{2N} \right) \times C_g \text{ gde je,}$$

- I_u - Iznos za koji se umanjuje vrednost objekta,

- N - prosečan vek trajanja objekta, zavisno od konstrukcije,
- Cg - cena gradnje novog objekta identične funkcije.

U slučaju da je starost objekta veća od prosečne koja odgovara datoj kategoriji objekata koristi se sledeća formula:

$$I_u = (0.8 + 0.2 \times \frac{n - N}{A - N}) \times C_g$$

sa značenjima koja su ista kao i u predhodnoj formuli, izuzev A koje označava meru apsolutnog trajanja objekta.

Predhodne formule, međutim, odnose se samo na vek trajanja nosive konstrukcije objekta, koji je po pravilu najduži. Tako se u literaturi (P. Stracenski: Procjena sadašnje građevinske vrijednosti objekata, Gradjevinar, br. 36, 1984.) predlaže korišćenje datih formula za proračun istrošenosti samo nosive konstrukcije, a za ostale elemente građevinskog objekta (stolariju, keramiku, instalacije, i sl.) predlaže obračun po formuli n/N , odnosno korišćenje linearnog odnosa između starosti i prosečnog veka trajanja, koji za različite elemente gradjevine može biti različit. Respektujući prilaz po kome je trajanje "instalacija" objekta kraće od trajanja konstrukcije u ovoj proceni smo koristili kraći prosečni vek trajanja za tvrdo zidane objekte u iznosu od 80 godina. Osim toga, tako dobijenu preostalu vrednost objekata smo dalje umanjivali po osnovu kvaliteta održavanja za dodatnih 2 - 20%.

Troškovi komunalnog opremanja zemljišta uključuju troškove primarne i sekundarne infrastrukture. Negde se opremanje obavlja na nivou grada i tada preduzeće plaća odgovarajuću naknadu organu koji organizuje radove. Čest je i slučaj da preduzeće samo finansira i organizuje opremanje. U tom slučaju odgovarajući troškovi imaju direktni karakter. Kada su jednom plaćeni, prilikom zamene objekata iste namene oni se, po pravilu, više ne plaćaju.

Treća stavka u ukupnoj strukturi troškova gradjenja, vrednost prava korišćenja neoprenmljenog zemljišta, je analitički identična sa kategorijom "leasehold interest", uobičajene kod procene slične imovine. (G.V.Smith: Corporate Valuation, John Wiley & Sons, New York, 1988.). Naime, "leasehold interest" postoji za zakup gde je ugovorena zakupnina manja od tekuće tržišne zakupnine za uporedivu nepokretnost. Njegova vrednost je jednaka kapitalizovanoj razlici između tržišne i ugovorene zakupnine. To se može izraziti na sledeći način:

$$L_i = \sum_{i=1}^n \frac{(GTZ_i - GUZ_i)}{(1 + r)^i}$$

gde je,

L_i je "leasehold interest"; GTZ_i je godišnji iznos zakupnine koja se formira na tržištu za istu/uporedivu nepokretnost; GUZ_i je godišnji iznos zakupnine koji je ugovoren; r je diskontna stopa, a n period u kome je ugovoren zakup.

Druga tehnika se zasniva na standardnom tržišnom pristupu vrednosti nepokretnosti. Naime, u ovom slučaju procena građevinskih objekata se vrši poredjenjem sa cenama koje se postižu u prometu sličnih objekata na lokalnom tržištu i pogotovu objekata koji se nalaze u blizini objekata koji su predmet procene. Kako smo već naglasili, prometna vrednost građevinskih objekata zbog opisanih institucionalnih svojinskih specifičnosti sadrži i kapitalizovanu rentu, odnosno vrednost

I na kraju, moguće je koristiti i treću tehniku koja se zasniva na prinosnom pristupu. Prema ovom pristupu vrednost građevinskog objekta ili zemljišta je jednaka kapitalizovanoj neto zakupnini koja se za uporediv objekat, odnosno zemljišnu parcelu formira na tržištu. Naime, osnovica za kapitalizaciju se dobija ako se tržišna zakupnina umanji za porez koji vlasnik plaća na nepokretnost ili prihod od zakupa, tekuće i investiciono održavanja objekta kao i njegovu amortizaciju. U našim institucionalnim uslovima ekonomsko značenje ove tehnike je u mnogo čemu različito. Naime, usled formalno-pravne nemogućnosti izdavanja u zakup zemljišta na kome se nalaze objekti, njegova tržišna vrednost nije transparentna. Ali zato zakupnine koje se formiraju za objekte na tržištu sadrže i vrednost prava korišćenja zemljišta/lokacije.

Vrednost građevinskih objekata, saglasno ovoj tehnici, može da se izrazi na sledeći način:

$$CO = \sum_{i=1}^n \frac{NZ_i}{(1+r)^i}$$

gde je,

CO je cena objekta; NZ_i je neto zakupnina, r je diskontna stopa, a n - ekonomski vek objekta. Ako se pretpostavi da n teži beskonačnosti, što znači da se od bruto zakupnine opežbedjuje i amortizacija objekta, standardnom transformacijom obrazac dobija oblik:

$$CO = NZ / r$$

CO je cena objekta; NZ je godišnji iznos neto zakupnine, a r je diskontna stopa (u proračunima se obično koristi diskontna stopa za ulaganja bez velikog rizika od 7%). Budući da je ekonomski vek građevinskih objekata dosta dugačak, iznos amortizacije ne umanjuje značajno iznos zakupnine. To znači da se kod aproksimacija cena objekata može operisati vrednostima neto zakupnine bez amortizacije s obzirom da one ne menjaju bitno rezultat.

1.2. Parametri procene

Tehnika 1. HTP BUDVANSKA RIVIJERA poseduje objekte na sledećim lokacijama: Budva - Stari Grad, Slovenska Plaža, Bečići, Sveti Stefan - Miločer, Bečići i Petrovac. Prema lokalnim podacima građevinska (proizvodjačka) cena poslovnih objekata uporedivih sa objektima preduzeća krajem juna 1995. godine se kretala u intervalu od 1.000 DINARA / m² do 4.500 DINARA / m². U ove cene su uključeni svi troškovi gradjenja kao i troškovi komunalnog opremanja. Troškovi komunalnog opremanja zemljišta uključeni su u jediničnu cenu objekata. Zapravo, ovi troškovi nisu iskazani eksplicitno zbog toga što odgovarajući sadržaji po pravilu i nisu imovina preduzeća a ako jesu imaju i javni karakter. Koristeći gornje parametre vrednost građevinskih objekata preduzeća je procenjena na 490.910.613 Dinara. Na istom mestu je procena izvedena i jednim drugim parametrom, naime, umesto cene po m² kao dodatni parametar je korišćen i standardni trošak izgradnje hotelskih soba u svetu. Procena zasnovana na ovom parametru je neznatno viša od standardne i iznosi 530.344.988 Dinara. Analitička podloga ove procene je data u tabeli 1.

ANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA
PROCENA GRADJEVINSKIH OBJEKATA - TEHNIKA 1

Dinara												
N A Z I V	Godina gradnje	Kategorija	Površina		Soba ukupno	Broj ležaja	Jedinična cena din/m2	Ukupna nabavna vrednost	Otpis %	Procenjena vrednost	Jedinična cena po sobi, ili po m2	Procenjena vrednost
			Neto m ²	Bruto m ²								
LSKI KOMPLEKS "AVALA"												
inova "AVALA"	1983	A	16.863	20.236	222	440	3.750	63.236.250	15,0	53.750.813	187.500	41.625.000
"MOGREN"	1983	B	3.535	4.242	49	106	3.000	10.605.000	15,0	9.014.250	112.500	5.512.500
"VALA"	1965	B	2.832	3.398	118	236	2.500	7.080.000	40,0	4.248.000	112.500	13.275.000
ran "SUNCE"	1976		235	282			2.500	587.500	25,0	440.625	2.500	440.625
"DRIATIK"	1972		38	46			2.000	76.000	30,0	53.200	2.000	53.200
ran "PARK"	1962		38	46			1.250	47.500	40,0	28.500	1.250	28.500
žALKAN"	1989	A	372	446	5	10	3.750	1.395.000	10,0	1.255.500	187.500	937.500
ran "VIDIKOVAC"	1980		292	350			2.500	730.000	15,0	620.500	2.500	620.500
MOGREN"	1954		384	461			1.250	480.000	50,0	240.000	2.000	384.000
camp "JAZ"	1974		670	804			1.250	837.500	25,0	628.125	1.250	628.125
Klub "HAVAJI"	1989		312	374			1.250	390.000	15,0	331.500	1.250	331.500
ran "STARI GRAD"	1988		122	146			3.750	457.500	10,0	411.750	3.750	411.750
SIDRO"	1988		17	20			3.750	63.750	10,0	57.375	3.750	57.375
10 "AVALA"												
			25.710	30.852	394	792		85.986.000		71.080.138		64.305.575
STIČKO NASELJE "SLOVENSKA PLAŽA"												
itajni objekti	1984	B	38.365	46.038	1.091	2.985	3.000	115.095.000	15,0	97.830.750	112.500	122.737.500
titeljski objekti	1984		2.791	3.349			3.000	8.373.000	15,0	7.117.050	3.000	7.117.050
nni terminal	1984		3.557	4.268			3.000	10.671.000	15,0	9.070.350	3.000	9.070.350
jana	1984		221	265			1.000	221.000	15,0	187.850	1.000	187.850
vna terasa	1984		552	662			1.250	690.000	15,0	586.500	1.250	586.500
ca i recepcija	1984		330	396			3.000	990.000	15,0	841.500	3.000	841.500
terasa	1984		140	168			1.250	175.000	15,0	148.750	1.250	148.750
ra, tenis klub	1984		147	176			1.250	183.750	15,0	156.188	1.250	156.188
i školkja	1984		262	314			1.250	327.500	15,0	278.375	1.250	278.375
Manojlović"	1987		180	216			2.750	495.000	15,0	420.750	2.750	420.750
10 "SLOVENSKA PLAŽA"												
			46.545	55.854	1.091	2.985		137.221.250		116.638.063		141.544.813

INSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

PROCENA GRADJEVINSKIH OBJEKATA - TEHNIKA 1

		Dinara										
N.A.Z.I.V	Godina gradnje	Kateg	Površina		Soba ukupno	Broj ležaja	Jedinična cena din/m2	Ukupna nabavna vrednost	Otpis %	Procenjena vrednost	Jedinična cena po sobi, ili po m2	Procenjena vrednost
			Neto m ²	Bruto m ²								
SKI KOMPLEKS "BEČIĆI"												
SPLENDID"	1960	B	10.557	12.668	188	414	2.500	26.392.500	35,0	17.155.125	112.500	21.150.000
MONTENEGRO A"	1971	B	6.987	8.384	255	536	2.500	17.467.500	25,0	13.100.625	112.500	28.687.500
MONTENEGRO"	1970	B	8.976	10.771	168	344	2.500	22.440.000	25,0	16.830.000	112.500	18.900.000
MONTENEGRO"	1971	B	3.825	4.590			2.500	9.562.500	30,0	6.693.750		
BELLVUE A"	1970	B	2.754	3.305	327	644	2.500	6.885.000	40,0	4.131.000	112.500	36.787.500
BELLVUE B"	1970	B	7.956	9.547			2.500	19.890.000	40,0	11.934.000		
BELLVUE C"	1970	B	6.579	7.895			2.500	16.447.500	40,0	9.868.500		
MEDITERAN"	1972	B	12.630	15.156	219	442	2.500	31.575.000	25,0	23.681.250	112.500	24.637.500
objekti	1970		295	354			1.000	295.000	25,0	221.250	1.000	221.250
imp	1972		45	54			1.000	45.000	25,0	33.750	1.000	33.750
"BEČIĆI"			60.604	72.724	1.157	2.380		151.000.000		103.649.250		130.417.500
SKI KOMPLEKS" SVETI STEFAN"												
MAESTRAL"	1970	A	9.860	11.832	157	294	3.750	36.975.000	15,0	31.428.750	187.500	29.437.500
SVETI STEFAN"	1956	L	6.520	7.824	118	226	4.500	29.340.000	35,0	19.071.000	187.500	22.125.000
MILOČER i vile"	1934	A	2.690	3.228	88	170	3.750	10.087.500	40,0	6.052.500	187.500	16.500.000
an "GOLUBINJ"	1958		420	504			2.500	1.050.000	40,0	630.000	2.500	630.000
an "POD MASLINOM"	1956		350	420			2.500	875.000	25,0	656.250	2.500	656.250
an "ADRIATIK"	1988		450	540			2.500	1.125.000	20,0	900.000	2.500	900.000
izgrada	1956		380	456			2.000	760.000	25,0	570.000	2.000	570.000
centar	1972		855	1.026			2.500	2.137.500	20,0	1.710.000	2.500	1.710.000
pozornica	1978		220	264			1.250	275.000	15,0	233.750	1.250	233.750
imp "VALA"	1970		180	216			1.000	180.000	25,0	135.000	1.000	135.000
"SVETI STEFAN"			21.925	26.310	363	690		82.805.000		61.387.250		72.897.500

BUDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

PROCENA GRADJEVINSKIH OBJEKATA - TEHNIKA 1

5

N A Z I V	Godina gradnje	Kategorija	Površina		Soba ukupno	Broj ležaja	Jedinična cena din/m2	Ukupna nabavna vrednost	Otpis %	Dinara			
			Neto m ²	Bruto m ²						Procenjena vrednost	Jedinična cena po sobi, ili po m2	Procenjena vrednost	
TELSKI KOMPLEKS "PALAS"													
1. "PALAS"	1983	A	18.230	21.876	171	330	3.250	59.247.500	15,0	50.360.375	187.500	32.062.500	
2. "CASTELLASTVA"	1972	B	12.010	14.412	173	346	2.500	30.025.000	25,0	22.518.750	112.500	19.462.500	
3. "AS sa vilama"	1983	A	17.980	21.576	167	419	2.750	49.445.000	30,0	34.611.500	187.500	31.312.500	
4. "RIVIJERA"	1968	B	6.180	7.416	195	431	2.000	12.360.000	40,0	7.416.000	112.500	21.937.500	
5. "OLIVA"	1988	B	7.945	9.534			2.250	17.876.250	25,0	13.407.188			
6. "4 JULI"		B	2.500	3.000	100	200	2.500	6.250.000	25,0	4.687.500	112.500	11.250.000	
7. "CASTELO"	1969		650	780			2.500	1.625.000	30,0	1.137.500	2.500	1.137.500	
8. "SUTJESKA"	1983		648	777			2.000	1.296.000	15,0	1.101.600	2.000	1.101.600	
9. "BREŽINE"	1983		810	972			2.000	1.620.000	15,0	1.377.000	2.000	1.377.000	
10. "NERIN"	1983		905	1.086			2.000	1.810.000	15,0	1.538.500	2.000	1.538.500	
11. "PALAS"			67.858	81.429	806	1.726		181.554.750		138.155.913		121.179.600	
IPNO "BUDVANSKA RIVIJERA"													
EM			222.642	267.169	3.811	8.573		638.567.000		490.910.613		530.344.988	
								255.426.800		196.364.245		212.137.995	

Vrednost prava korišćenja neopremljenog zemljišta je procenjena na bazi važećih parametara koji se formiraju na lokalnom tržištu. Jedan od parametara u trenutku procene je cena po kojoj se vrši ekproprijacija za potrebe gradnje objekata u javnog karaktera i ona je iznosila 200 din / m², odnosno 80 DEM / m². Jedan od parametara su i cene zemljišta u slobodnom prometu. Na pojedinim lokacijama na kojima preduzeće ima objekte one su iznosile:

- Budva Stari Grad 400 DEM/m² ili 1.000 din/m²;
- Budvansko Polje 250 DEM/m² ili 625 din/m²;
- Bečići 300-350 DEM/m² ili 750-875 din/m²;
- Sveti Stefan 450 DEM/m² ili 1.125 din/m²;
- Petrovac 300-350 DEM/m² ili 750-875 din/m².

Ove cene se formiraju u lokalnom prometu za potrebe gradnje objekata u ličnoj svojini. Nameće se pitanje da li su ove cene i relevantni indikator vrednosti prava korišćenja građevinskog zemljišta HTP BUDVANSKA RIVIJERA. Više ozbiljnih razloga upućuju na suprotno.

Prvi razlog je taj što su to cene koje se formiraju za vrlo male parcele koje zadovoljavaju samo marginalnu tražnju na tržištu. Sasvim druga konstelacija bi se na tržištu pojavila da se kao ponuda pojavljuje ukupna površina na kojoj pravo korišćenja ima HTP BUDVANSKA RIVIJERA. Ona bi zasigurno bitno smanjila nivo cena.

Drugi razlog je taj što preduzeću opcije prometa nisu pristupačne kao vlasnicima malih parcela. Relevantne opcije za preduzeće su transakcije sa delom ili celokupnom imovinom koja je u njemu inkorporirana. U takvim transakcijama interes potencijalnih kupaca je sasvim različit od interesa kupaca malih parcela. Dok prvi kupuju zbog gradnje drugi kupuju idealne delove preduzeća kao celine. Tražnja u prvom slučaju je neelastična a u drugom nije jer postoje i druge investicione alternative. U konkretnom slučaju, zbog veličine preduzeća, relevantni partneri su zapravo strani investitori a njihove investicione odluke su određene oportunitetima koji se otvaraju u međunarodnim okvirima. Lokalnim kriterijima oni nisu spremni da se prilagođavaju.

Propisana procedura, međutim, nameće uvažavanje baš ovih parametara. Pored njih metodološka poboljšanja kao što je vrednovanje prava korišćenja zemljišta kao "leasehold interest" postaju irelevantna. U odnosu na ove vrednosti kapitalizacija naknade za korišćenje građevinskog zemljišta i rente sadržane u porezu na imovinu je simbolična i ne bi bitno promenila rezultat.

Polazeći od površina po posedovnim listovima i gornjih parametara, vrednost zemljišta je aproksimirana na 674.059.250 DINARA. Analitička podloga ove procene je data u pregledu na narednoj stranici.

Saglasno tome ukupna vrednost građevinskih objekata i zemljišta 30.6.1995. iznosi 1.164.969.600 DINARA ili 465.987.840 DEM.

Pregled

SPECIFIKACIJA I VREDNOVANJE ZEMLJIŠTA NA KOME PRAVO KORIŠĆENJA
IMA HTP BUDVANSKA RIVIJERA DD

- Lokalni parametri -

Kat. opština	Površina m ²	Jed. cena din/m ²	Vrednost din.
1. Budva	223.026	875	195.147.000
2. Sveti Stefan	272.994	1.125	307.118.000
3. Petrovac	90.859	750	68.144.250
4. Bečići	138.200	750	103.650.000
SVEGA	739.864	DEM	674.059.250 269.623.600

NAPOMENA: Površina na KO Budva umanjena je za površinu koja je uvedena u katastar kao javno morsko dobro.

Tehnika II - Ova tehnika dolazi do izražaja u proceni objekata poslovne i komercijalne namene. Naime, na lokalnom tržištu u prometu su manji objekti a odgovarajuće cene se formiraju u širokom rasponu po pojedinim lokacijama.

- Budva(Stari grad)	2.-3.000 DEM/m ²	ili	5.- 7.500 din/m ²
- Budvansko polje	1.500 DEM/m ²	ili	3.750 din/m ²
- Slovenska plaža	2.000 DEM/m ²	ili	5.000 din/m ²
- Bečići	1.600 DEM/m ²	ili	4.000 din/m ²
- Sveti Stefan	4.000 DEM/m ²	ili	10.000 din/m ²
- Perazića Do (As)	1.200 DEM/m ²	ili	3.000 din/m ²
- Petrovac	2.000 DEM/m ²	ili	5.000 din/m ² .

Ključni faktor koji utiče na cenu poslovnog prostora je lokacija i položaj lokala u okviru objekta u prvom redu, a tek onda kvalitet objekta. Takođe, mora se napomenuti da manji poslovni prostor ima veću cenu nego veći.

Od posebnog značaja je cena hotela. Na lokalnom tržištu, naime, hoteli nisu u prometu a odgovarajući stambeni objekti koji služe za izdavanje nisu pravi indikator tržišne vrednosti hotela. Pri tome valja naglasiti da su hoteli HTP BUDVANSKA RIVIJERA u najvećem broju slučajeva veliki. Zbog ove osobine njihov promet obeležavaju dve osobine. Jedna je nedivizibilnost a druga neutrživost. Prva osobina izražava nemogućnost deobe na manje i zaokružene celine koje bi imale sva

što ne postoji dovoljno velik broj krupnih potencijalnih kupaca, koji bi nadmetanjem formirali stabilne cene, promet takvih hotela bi mogao da se obavi ali samo po daleko nižim cenama. Ili pak po cenama koje bi u odgovarajućim aranžmanima bile prihvatljive za strane partnere. Odgovarajuća aproksimacija takvih cena su standardni troškovi gradnje uporedivih hotela u svetu. To je ujedno i parametar za vrednovanje hotela saglasno ovoj tehnici. Alternativni parametar su troškovi reprodukcije jer oni odražavaju osnovnu pretpostavku svake fer procene a to je da su obe strane dobro obavешtene i da nijedna nije u poziciji da drugoj nametne ishod transakcije; saglasno tome, troškovi reprodukcije zadovoljavaju i zahtev dobre obavешtenosti i zahtev za ekonomski zasnovanim ishodom transakcije. U narednom pregledu prikazani su troškovi izgradnje pojedinih kategorija hotela u svetu, koji će služiti kao parametri za vrednovanje hotela HTP BUDVANSKA RIVIJERA po tržišnoj metodi.

PROSEČNE CENE IZGRADNJE HOTELA U SVETU

- Dvokrevetna soba -

- u dolarima -

Luksuzni Hoteli	45.000 - 50.000
Konvencionalni hoteli	20.000 - 30.000
Moteli	15.000 - 17.000
Ekonomični hoteli	10.000 - 12.000
Omladinski hoteli	5.000 - 7.600

Napomena. Prosečni projektanski normativi za dvokrevetnu sobu iznose 20-30 m². Normativ smeštajnih površina u odnosu na ukupnu površinu hotela kreće se od 45-70%.

Izvor: *Hotels, Motels and Condominiums: Design, Planning and Maintenance*, Fred Lawson, Cohners Books International, Boston, 1976., str. 41.

Upoređujući prosečne troškove izgradnje hotela u svetu po sobi sa građevinskom cenom i odgovarajućim troškovima uređivanja zemljišta za objekte preduzeća dolazi se do zaključka da su prvi veći i da pokrivaju i deo cene zemljišta. U narednoj tabeli 2 prikazana je analitička podloga procene nekretnina preduzeća po ovoj metodi. Ukupna vrednost iznosi 753.086.000 DINARA ili 301.234.400 DEM.

Ona pokriva u celini građevinsku cenu i troškove opremanja zemljišta kao i deo cene zemljišta. Reč je o sumi od svega 262.175.400 DINARA ili 104.870.160 DEM koja je daleko manja od vrednosti zemljišta aproksimirane na osnovu tržišnih cena koje se formiraju na lokalnom tržištu.

6.1995

N A Z I V	Godina gradnje	Kategorija	Površina		Soba ukupno	Broj ležaja	Jedinična cena din/m2	Procenjena vrednost
			Neto m ²	Bruto m ²				
I HOTELSKI KOMPLEKS "AVALA"								
1 Stara i nova "AVALA"	1983	A	16.863	20.236	222	440	5.000	84.315.000
2 Hotel "MOGREN"	1983	B	3.535	4.242	49	106	3.750	13.256.250
3 Vile "AVALA"	1965	B	2.832	3.398	118	236	3.000	8.496.000
4 Restoran "SUNCE"	1976		235	282			6.250	1.468.750
5 Bife "ADRIATIK"	1972		38	46			6.250	237.500
6 Restoran "PARK"	1962		38	46			6.250	237.500
7 Vila "BALKAN"	1989	A	372	446	5	10	5.000	1.860.000
8 Restoran "VIDIKOVAC"	1980		292	350			6.250	1.825.000
9 Plaa "MOGREN"	1954		384	461			2.500	960.000
10 Auto kamp "JAZ"	1974		670	804			1.750	1.172.500
11 Disko klub "HAVAJI"	1989		312	374			2.500	780.000
12 Restoran "STARI GRAD"	1988		122	146			6.250	762.500
13 Bife "SIDRO"	1988		17	20			6.250	106.250
Ukupno "AVALA"			25.710	30.852	394	792		115.477.250
I TURISTIČKO NASELJE "SLOVENSKA PLAŽA"								
Smeštajni objekti	1984	B	38.365	46.038	1.091	2.985	3.000	115.095.000
Ugostiteljski objekti	1984		2.791	3.349			6.250	17.443.750
Prijemni terminal	1984		3.557	4.268			3.750	13.338.750
Energana	1984		221	265			1.250	276.250
Zabavna terasa	1984		552	662			2.500	1.380.000
Pivnica i recepcija	1984		330	396			6.250	2.062.500
Kafe terasa	1984		140	168			2.500	350.000
Boćara, tenis klub	1984		147	176			2.500	367.500
Plava školjka	1984		262	314			2.500	655.000
Vila "Manojlović"	1987		180	216			6.250	1.125.000
Ukupno "SLOVENSKA PLAŽA"			46.545	55.854	1.091	2.985		152.093.750

INSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

PROCENA GRADJEVINSKIH OBJEKATA - TEHNIKA 2

N A Z I V	Godina gradnje	Kategorija	Površina		Soba ukupno	Broj ležaja	Jedinična cena din/m2	Procenjena vrednost
			Neto m ²	Bruto m ²				
LSKI KOMPLEKS "BEČIĆI"								
"SPLENDID"	1960	B	10.557	12.668	188	414	2.500	26.392.500
"MONTENEGRO A"	1971	B	6.987	8.384	255	536	2.500	17.467.500
"MONTENEGRO"	1970	B	8.976	10.771	168	344	2.500	22.440.000
"MONTENEGRO"	1971	B	3.825	4.590			2.500	9.582.500
"BELLVUE A"	1970	B	2.754	3.305	327	644	2.500	8.885.000
"BELLVUE B"	1970	B	7.956	9.547			2.500	19.890.000
"BELLVUE C"	1970	B	6.579	7.895			2.500	16.447.500
"MEDITERAN"	1972	B	12.630	15.156	219	442	2.500	31.575.000
objekti	1970		295	354			1.750	516.250
amp	1972		45	54			1.750	78.750
10 "BEČIĆI"			60.604	72.724	1.157	2.380		151.255.000
LSKI KOMPLEKS "SVETI STEFAN"								
"MAESTRAL"	1970	A	9.860	11.832	157	294	5.000	49.300.000
"SVETI STEFAN"	1956	L	6.520	7.824	118	226	5.000	32.600.000
"MILOČER i vile"	1934	A	2.690	3.228	88	170	5.000	13.450.000
ran "GOLUBINJ"	1958		420	504			10.000	4.200.000
ran "POD MASLINOM"	1956		350	420			10.000	3.500.000
ran "ADRIATIK"	1988		450	540			10.000	4.500.000
na zgrada	1956		380	456			10.000	3.800.000
g centar	1972		855	1.026			10.000	8.550.000
pozornica	1978		220	264			2.500	550.000
amp "VALA"	1970		180	216			2.000	360.000
10 "SVETI STEFAN"			21.925	26.310	363	690		120.810.000

2. UDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA
PROCENA GRADJEVINSKIH OBJEKATA - TEHNIKA 2

995

N A Z I V	Godina gradnje	Kategorija	Površina		Soba ukupno	Broj ležaja	Jedinična cena din/m2	Procenjena vrednost
			Neto m ²	Bruto m ²				
HOTELSKI KOMPLEKS "PALAS"								
Hotel "PALAS"	1983	A	18.230	21.876	171	330	3.750	68.382.500
Hotel "CASTELLASTVA"	1972	B	12.010	14.412	173	346	2.500	30.025.000
Hotel "AS sa vilama"	1983	A	17.980	21.576	167	419	3.250	58.435.000
Hotel "RIVIJERA"	1968	B	6.180	7.416	195	431	2.500	15.450.000
Vile "OLIVA"	1988	B	7.945	9.534			2.500	19.882.500
Hotel "4 JULI"		B	2.500	3.000	100	200	2.500	6.250.000
Bar "CASTELO"	1969		650	780			5.000	3.250.000
Restoran "SUTJESKA"	1983		648	777			5.000	3.240.000
Restoran "BREŽINE"	1983		810	972			5.000	4.050.000
Restoran "NERIN"	1983		905	1.086			5.000	4.525.000
Jkupno "PALAS"			67.858	81.429	806	1.726		213.450.000
JKUPNO "BUDVANSKA RIVIJERA"			222.642	267.169	3.811	8.573		753.086.000
J DEM								301.234.400

Ono što pada u oči jeste da se ovaj iznos skoro poklapa sa iznosom koji bi odgovarao površinama u direktnoj funkciji objekata, vrednovanim po tržišnim cenama. Ova koincidencija nije slučajna. Naime, ona odražava jedan mehanizam koji vlada na tržištu. Potencijalni kupci objekata bi bili spremni da plate visoke tržišne cene samo za zemljište koji je u funkciji objekata. Pri oštroj urbanističkoj regulativi koja bi isključila dalji razvoj, ostalo zemljište ne bi dobilo odgovarajuću cenu. Ono bi samo povećalo cenu parcela na kojima se gradi. Sa druge strane, slobodni prostori određuju i atraktivnost objekata. Ili alternativno, ako bi se potencijalnim kupcima nudila ukupna površina sa delom na kome nije dozvoljen razvoj, cena po jedinici površine bi se formirala znatno niže. Uvažavajući ovo pravilo, moguće je raspodeliti vrednost zemljišta dobijenu ovom metodom na pojedine lokacije. Ključ za raspodelu je relativno učešće pojedinih kompleksa u prvoj aproksimaciji. Prvo učešće je određeno kako veličinom parcela tako i njihovom vrednošću.

Lokacija	Površ.m2	%	Ukupno DIN.
Budva	177.922	30,3	79.439.146
Sveti Stefan	110.000	44,7	117.192.400
Petrovac	45.000	9,9	25.955.364
Bečići	102.300	15,1	39.588.485
SVEGA			262.175.400

Tehnika III - Zakupnina za objekte koje HTP izdaje u zakup je najreprezentativniji parametar za njihovu procenu na osnovu prinosa. Prilikom primene ove tehnike međutim uočava se jedna pravilnost. Kod objekata velike površine neto zakupnine koje su ogovorene su vrlo niske tako da njihova kapitalizacija daje tek simbolične vrednosti objekata. Kod objekata manje površine ova tehnika može da bude od koristi. U tom pogledu su reprezentativna dva objekta izdata u zakup. Jedan je hotel Mogren površine 3.535 m², izdat za godišnju zakupninu od 250.000 DEM. Pod pretpostavkom da njegova amortizacija iznosi 50.000 DEM, neto zakupnina je 200.000 DEM. Njenom kapitalizacijom po diskontnoj stopi od 7% dobija se ukupna vrednost objekta 3.571.428 DEM ili 1.010 DEM po m². Reprezentativan je i slučaj vile Balkan površine 372 m² koja je izdata za godišnju zakupninu od 70.000 DEM. Pod pretpostavkom da je amortizacija oko 10.000 DEM godišnje, neto zakupnina iznosi oko 60.000 DEM. Ako se ona kapitalizuje po diskontnoj stopi od 7%, vrednost objekta kao celine bi iznosila 857.145 DEM ili 2.304 DEM/m². Ove cene skoro da se poklapaju sa tržišnim cenama sa kojima je izvršeno vrednovanje hotela po drugoj tehnici. Kapitalizacijom zakupnine za manje poslovne objekte izdate u zakup dobijaju se cene objekata skoro identične sa cenama poslovnog prostora koje se formiraju na tržištu po pojedinim lokacijama.

1.3. Implikacije zakupa na vrednost preduzeća

Gornje procene izvedene su pod pretpostavkom da je sva imovina preduzeća raspoloživa u osnovnoj delatnosti, bez ikakvih ograničenja. Objektivna je činjenica, međutim, da je veliki deo objekata u dugoročnom zakupu. On je ugovoren pretežno u kriznoj 1993. godini, a zakupnine su prilagođene takvim uslovima. Od značaja je i činjenica da su u tipskim ugovorima predviđene i promene u zakupnini, zavisno od

Nameće se pitanje da li je vrednost takvih objekata identična vrednosti istih objekata koji nisu izdati u zakup; ili da li zakup utiče na vrednost objekata. Odgovor na prvo pitanje glasi: vrednost je identična pod uslovom da je kapitalizovana neto zakupnina ekvivalentna vrednosti objekta. Ako nije, uslovi zakupa određuju vrednost objekata.

Drugo važno pitanje sa krupnim metodološkim implikacijama jeste šta je mera vrednosti objekata. Njihov prinosni potencijal ili odgovarajući troškovi reprodukcije. Ako je mera vrednosti prinosni potencijal, pri većem iznosu sadašnje vrednosti zakupnine od sadašnje vrednosti toliko gotovine - zakup uvećava vrednost objekata; važi i obrnuta relacija. Ako je mera vrednosti objekta njegova supstantijalna vrednost tj. troškovi reprodukcije niži iznos kapitalizovane neto zakupnine implicira da zakup smanjuje vrednost objekata; važi i suprotna relacija ali je ona u našim uslovima retka.

Značaj ovih relacija je u tome da li uslove zakupa treba uključiti u procenu i njima korigovati prvobitne rezultate. Opet je posredi pitanje interpretacije. Zakup može da se tretira samo kao jedan od mogućih načina upotrebe određene imovine, pa ne utiče na njenu vrednost. Ova interpretacija je bliska implicitnoj pretpostavci sadržanoj u praksi vrednovanja imovine kod nas, a ona se zasniva na apsolutnom primatu troškovne metode u odnosu na prinosnu. Druga interpretacija podrazumeva da uslovi zakupa određuju vrednost odgovarajuće imovine i ona je u tržišnim uslovima privređivanja nezaobilazna.

U ovom elaboratu se razrađuje i odgovarajuća analitička podloga za eventualnu korekciju prvobitne procene uslovima zakupa. Zapravo, ona skicira opšte okvire za sagledavanje uticaja uslova zakupa na vrednost odgovarajuće imovine.

Kao što je već napomenuto kod elaboracije treće tehnike, u zakupu se nalaze vrlo različite skupine objekata. Kod objekata manjih površina (čak i hotela) zakupnine su formirane na visokom nivou i one korespondiraju procenjenoj vrednosti objekata. To nije međutim slučaj sa hotelima velikog kapaciteta. Kapitalizovana neto zakupnina je tek neznatni deo njihove vrednosti. Ugovorena klauzula korekcije zakupnine zavisno od korišćenja kapaciteta će ovu razliku smanjiti ali ona neće biti anulirana u celini. To nameće kao relevantno pitanje korekcije njihove prvobitne vrednosti. Sasvim je drugo pitanje da li bi preduzeće bolje ekonomski iskoristilo objekte (po svemu sudeći ne, to je motiv takvog izbora) ali ono nije predmet razmatranja na ovom mestu.

Takav zakup je karakterističan za čitav skup hotela. Na ovom mestu se specifikuje samo njihova površina, broj ležaja, broj soba i ugovorena zakupnina.

Hotel	Broj soba	Broj ležaja	Površina m ²	Zakupnina DEM
1. Splendide	188	414	10.557	240.000
2. Mediteran	219	442	12.630	280.000
3. Belvi	327	644	17.289	390.000
4. Montenegro A	255	536	8.384	
5. Castellasia	173	346	12.010	260.000
6. Rivijera	195	431	6.180	160.000
SVEGA	1.357	2.813	67.050	

Pod pretpostavkom da kapitalizovana zakupnina ne pokriva polovinu cene reprodukcije tj. oko 1.250 DINARA/m², ukupan odbitak od prvobitne vrednosti po tom osnovu bi iznosio 83.812.500 DINARA ili 33.525.000 DEM. To podvlači i odgovarajuće smanjenje vrednosti zemljišta u funkciji hotela. Pri pretpostavci o odnosu između ukupne površine zemljišta i neto površine objekata od 2:1 reč je o površini od cca 250.000 m². Svođenje na polovinu podrazumeva i smanjenje vrednosti za 93.750.000 DINARA ili 37.500.000 DEM. Sveukupna odbitna stavka iznosi 177.562.000 DINARA ili 71.024.800 DEM.

1.4. Procena vrednosti opreme

Zbog izrazito visokog stepena razuđenosti opreme koju sačinjava prevashodno hotelski i restoranski nameštaj kao i kuhinjska oprema koja je ujedno i najvećim delom knjigovodstveno otpisana, proceni se prišlo nestandardno. Reč je, naime, o opremi koja se još uvek koristi a njeno stanje je različito. Kao parametar za utvrđivanje njene bazne vrednosti izabrano je standardno učešće opreme u ceni koštanja hotela i/ili restorana. Ono je aproksimirano na 10-20% građevinske cene, zavisno od prirode objekata. Uvidom u stanje određen je njen stepen otpisanosti. Analitička podloga ove procene je data u tabeli 3.

Saglasno ovom pristupu vrednost specifične opreme je procenjena na 47.608.388 Dinara. Pošto ovim postupkom nije obuhvaćena oprema u celini, deo je preuzet iz knjigovodstvene evidencije. Sadašnja vrednost opreme 30.6.1995 po knjigovodstvenoj evidenciji je iznislala 5.974.000 Dinara. Pod pretpostavkom da je knjigovodstvenom evidencijom zahvaćen noviji deo opreme procena iznosi 50.000.000 Dinara.

1.5. Obrtna sredstva preduzeća

S obzirom da su zalihe materijala, rezervnih delova i sitnog inventara vrednovane po cenama koje u stabilnim uslovima privredjivanja odgovaraju realnim tržišnim, njihova vrednost je procenjena na nivou koji odgovara knjigovodstvenoj vrednosti. Ostali elementi obrtnih sredstava su preuzeti iz knjigovodstvene evidencije.

OBRTNA SREDSTVA

	Naziv	Dinara
1.	Zalihe	4.429.000
2.	Kratkoročna potraživanja iz poslovanja	1.006.000
3.	Kratkoročna fin. ulaganja	468.000
4.	Ostala kratkoročna potraživanja	207.000
5.	Hartije od vrednosti i novac	1.146.000
	UKUPNO	7.256.000

Tabola 3.

HTP "BUDVANSKA RIVJERA" DD, BUDVA

PROCENA VREDNOSTI OPREME

30.08.1995

Redni broj	NAZIV	Godina gradnje	Kateg.	Nabavna vrednost	Opis %	Procenjena vrednost
I HOTELSKI KOMPLEKS "AVALA"						
1	Stara i nova "AVALA"	1983	A	12.647.250	50,0	6.323.625
2	Hotel "MOGREN"	1983	B	2.121.000	50,0	1.060.500
3	Vila "AVALA"	1986	B	1.416.000	70,0	991.200
4	Restoran "SUNCE"	1978		117.500	50,0	58.750
5	Bile "ADRIATIK"	1972		15.200	80,0	12.160
6	Restoran "PARK"	1982		8.500	50,0	4.250
7	Vila "BALKAN"	1989	A	278.000	60,0	166.800
8	Restoran "VIDIKOVAC"	1980		146.000	70,0	102.200
9	Plaza "MOGREN"	1954				0
10	Auto kamp "JAZ"	1974				0
11	Disko klub "HAVAJI"	1989		117.000	40,0	46.800
12	Restoran "STARIGRAD"	1988		61.500	80,0	49.200
13	Bile "SIDRO"	1988		12.750	80,0	10.200
Ukupno "AVALA"				10.972.700		6.118.305
II TURISTIČKO NASELJE "SLOVENSKA PLAŽA"						
1	Smeštajni objekti	1984	B	23.019.000	85,0	19.566.150
2	Ugostilički objekti	1984		837.300	85,0	711.705
3	Prijemni terminal	1984		2.134.200	85,0	1.815.070
4	Enorgana	1984		44.200	85,0	37.570
5	Zabavna terasa	1984		136.000	85,0	115.600
6	Pivnica i recepcija	1984		188.000	85,0	159.800
7	Kafe terasa	1984		55.000	85,0	46.750
8	Bočara, knjiž klub	1984		36.750	85,0	31.237
9	Plaza školjka	1984		65.500	85,0	55.675
10	Vila "Manojlović"	1987		69.000	85,0	58.650
Ukupno "SLOVENSKA PLAŽA"				28.008.950		23.820.338
III HOTELSKI KOMPLEKS "BEČIČI"						
1	Hotel "SPLENDID"	1980	B	5.278.500	80,0	4.222.800
2	Hotel "MONTENEGRO A"	1981	B	3.493.500	70,0	2.445.450
3	Hotel "MONTENEGRO"	1980	B	4.488.000	85,0	3.814.800
4	Vila "MONTENEGRO"	1971	B	1.912.500	80,0	1.530.000
5	Hotel "BELLVUE A"	1980	B	1.377.000	70,0	963.900
6	Hotel "BELLVUE B"	1980	B	3.978.000	70,0	2.784.600
7	Hotel "BELLVUE C"	1980	B	3.289.500	70,0	2.302.650
8	Hotel "MEDITERAN"	1980	B	6.315.000	70,0	4.420.500
9	Plazni objekti	1970				0
10	Auto kamp	1972				0
Ukupno "BEČIČI"				30.132.000		21.540.000
IV HOTELSKI KOMPLEKS "SVETI STEFAN"						
1	Hotel "MAESTRAL"	1970/81/88	A	7.595.000	50,0	3.797.500
2	Hotel "SVETI STEFAN"	1958/87	L	5.988.000	50,0	2.994.000
3	Hotel "MILOČER i vile"	1985	A	2.047.500	50,0	1.023.750
4	Restoran "GOLUBINJ"	1980		210.000	80,0	168.000
5	Restoran "POD MASLINOM"	1980		175.000	80,0	140.000
6	Restoran "ADRIATIK"	1980		225.000	80,0	180.000
7	Upravna zgrada	1958		152.000	80,0	121.600
8	Šoping centar	1972		213.750	80,0	171.000
9	Letnja pozornica	1978				0
10	Auto kamp "VALA"	1970				0
Ukupno "SVETI STEFAN"				16.250.250		8.116.050
V HOTELSKI KOMPLEKS "PALAS"						
1	Hotel "PALAS"	1983	A	11.848.500	50,0	5.924.250
2	Hotel "CASTELLASTVA"	1972	B	6.005.000	80,0	4.804.000
3	Hotel "AS sa vilama"	1982	A	9.889.000	70,0	6.922.300
4	Hotel "RIVJERA"	1988	B	2.472.000	80,0	1.977.600
5	Vila "OLIVA"	1989	B	5.575.250	50,0	2.787.625
6	Hotel "4 JULI"	1980	B	1.250.000	80,0	1.000.000
7	Bar "CASTELO"	1970		487.500	50,0	243.750
8	Restoran "SUTJESKA"	1980		259.200	70,0	181.440
9	Restoran "BREŽINE"	1984		324.000	50,0	162.000
10	Restoran "NERIN"	1984		562.000	50,0	281.000
Ukupno "PALAS"				38.473.450		19.237.735
UKUPNO "BUDVANSKA RIVJERA"				120.441.350		77.800.388