

II. PRINOSNA VREDNOST PREDUZEĆA

1. Primenjeni metod procene

Vrednost preduzeća može da se meri i preko prinosa koji se očekuje da će preduzeće ostvariti u budućnosti, svedenih na sadašnju vrednost tehnikom diskontovanja. Ceo postupak može da se prikaže izrazom;

$$V_p = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{P_i}{(1+r)^i}$$

V_p - je vrednost preduzeća; P_i - su odgovarajući neto prinosi u pojedinim godinama; r - je diskontna stopa.

Uobičajeno je da se prinosi preduzeća mere preko toka neto gotovine (cash flow) jer on registruje izdatke i prilive gotovine preduzeća u periodima kada oni zaista i nastaju, što tehnika diskontovanja nameće kao imperativ. Vrednost toka gotovine se obično izračunava tako što se od bruto dobiti oduzmu porezi, otplate kredita i investicije iz vlastitih izvora i tako dobijena vrednost se uvećava za amortizaciju. Ako se ovako izražen tok neto gotovine svodi na sadašnju vrednost tehnikom diskontovanja, on izražava vrednost vlasničkog udela (equity) preduzeća, odnosno neto imovinu preduzeća. Ako se ovoj veličini dodaju obaveze dobija se vrednost ukupne imovine preduzeća.

Ovako shvaćen tok neto gotovine se projektuje u budućnost pri čemu horizont može da bude vrlo različit. U nekim situacijama horizont može da bude kratak, a nekad i vrlo dug. Prvi slučaj je karakterističan za preduzeća koja imaju uhodan proizvodni i tehnološki proces i male fluktuacije u poslovanju. Drugi slučaj je karakterističan za preduzeća koja se nalaze u "diskontinuitetu" zbog zamene opreme ili zbog investicija; u ovoj situaciji horizont posmatranja se produžava primereno ekonomskom veku investicije, odnosno dok se ne stabilizuje vrednost toka neto gotovine.

Na vrednost toka gotovine u horizontu posmatranja, međutim, mora da se dodati i sadašnja vrednost neto prinosa koje će preduzeće ostvariti posle horizonta posmatranja. U praksi se ovaj postupak operacionalizuje tako što se projektuje svojevrsan "normalizovan" prinos koji će preduzeće ostvariti beskonačno. To je neto prinos koji omogućava i stalnu obnovu/ zamenu kapitala preduzeća. Ovakav neto prinos se kapitalizuje i svodi na sadašnju vrednost i on predstavlja tzv. "rezidual" nakon horizonta posmatranja. U zbiru sa sadašnjom vrednošću neto prinosa iz horizonta posmatranja daje sadašnju vrednost preduzeća merenu prinosno. Opisani postupak može da se prikaže sledećim izrazom;

$$V_p = \sum_{i=1}^I \frac{P_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{r(1+r)^I}$$

Prvi element ima već objašnjeno značenje a drugi element predstavlja tzv. rezidual; P_n - je normalizovani prinos pri stalnoj obnovi preduzeća; r - je diskontna, odnosno stopa kapitalizacije; I - je godina koja označava kraj horizonta posmatranja.

Rezidual može da se izrazi i na sasvim drugačiji način. Kao ostatak vrednosti preduzeća nakon okončanja horizonta posmatranja. U ovom slučaju rezidual bi bio jednak trajnom kapitalu preduzeća procenjenog metodom supstance korigovanog kumulativom promena trajnog kapitala u periodu u kome je projektovan tok gotovine.

neto toka gotovine u periodu projektovanog prinosa, zbir predstavlja alternativnu procenu vrednosti firme. Ona se može izraziti sledećim izrazom:

$$Vp = \sum_{i=1}^I P_i / (1+r) + (TK + \Delta TK) / (1+r)$$

Prvi element u ovom obrascu predstavlja sadašnju vrednost neto prinosa u periodu u kome se projektuje prinosni potencijal preduzeća. Drugi element izražava rezidual koji je izražen kao supstancijalna vrednost ostatka vrednosti preduzeća nakon okončanog horizonta posmatranja.

Ovaj analitički postupak u jugoslovenskim uslovima se pokazuje kao izuzetno koristan. Naime, pravilo je da je vrednost preduzeća procenjena metodom supstance znatno veća od precene prinosnom metodom. Ova razlika se javlja zbog više razloga. Pre svega zbog krize i ekonomske blokade koje smanjuju dugoročni prinosni potencijal naših firmi. Zatim, u jugoslovenskim uslovima je karakteristična i kapitalna preekipiranost preduzeća usled brojnih rigidnosti u ponašanju preduzeća; u takvim slučajevima prinosni potencijal i ne može da izrazi vrednost kapitala koji nije u ekonomskoj funkciji. Međutim, taj kapital pripada preduzeću i on predstavlja sastavni deo imovine preduzeća u svakoj transakciji koja implicira promenu svojinske strukture preduzeća kao celine.

Rezidual iskazan kao vrednost kapitala nakon perioda u kome su projektovani prinosi preduzeća uključuje i odgovarajuću vrednost firme pa je stoga adekvatnija mera vrednosti preduzeća. Na ovom mestu valja naglasiti da njegovo iskazivanje nakon perioda projektovanja neto prinosa i svođenje na sadašnju vrednost implicira znatno nižu vrednost od one koja odgovara vrednosti koja je dobijena metodom supstance u trenutku procene. Diskontni faktor u ovom slučaju deluje poput tržišta koji svojim mehanizmima znatno smanjuje vrednost nelikvidne imovine.

Ovaj analitički postupak može da se razvija i dalje i na taj način da se još više prilagodi specifičnim jugoslovenskim uslovima privređivanja. U tom pogledu se nameću nekoliko metodoloških poboljšanja.

Pre svega zahtev da se supstanca preduzeća procenjuje daleko preciznije uvažavajući bitne ekonomske karakteristike imovine preduzeća. U tom pogledu valja skrenuti pažnju na potrebu uvažavanja vrlo različitog stepena divizibilnosti i tržišnosti pojedinih stavki imovine.

Divizibilnost je po pravilu određena tehnološki i ona opredeljuje da li je preduzeće u mogućnosti da sa lakoćom separira pojedine stavke imovine koje nisu u upotrebi da ih unovči na tržištu ili da ih adaptira novim zahtevima proizvodnog procesa. Ako je imovina divizibilna prilikom procene to valja uzeti u obzir tako što će se vrednovati relativno više nego imovina koja nije divizibilna.

Tržišnost izražava svojstvo pojedinih stavki imovine da se na tržištu mogu prodati relativno lako bez značajnog gubitka inicijalne vrednosti. Drugim rečima, pojedine stavke imovine imaju vrlo različitu "cenu" likvidnosti; cenu koja mora da se plati da bi iz jednog oblika prešao u oblik gotovine. U tom pogledu su karakteristične

pretvori u novac bez teškoća i bez većeg gubitka vrednosti. Recimo standardna oprema, nekretnine u urbanim lokacijama sa mogućnošću promene namene i sl. Sasvim je druga situacija sa imovinom koja je izrazito specifična samo za tehnološki proces preduzeća. Takva imovina bi eventualno mogla da se proda ali bi njena cena likvidnosti bila velika. To znači da bi razlika između nabavne vrednosti korigovane za stepen otpisa i prodajne vrednosti bila velika.

Uvažavanjem ovih činjenica vrednost supstance preduzeća koja se procenjuje bi mogla da bude primerenija tržišnim uslovima. U tom smislu valja skrenuti pažnju na još jedan fenomen koji nije uvažen u jugoslovenskoj praksi prilikom procene vrednosti firmi. Reč je o potrebi da se prilikom procene vrednosti supstance preduzeća uzme u obzir i veličina implicirane transakcije. Sasvim je različita situacija kada je predmet transakcije mala imovina koja je tek neznatan deo tržišta. U ovom slučaju uobičajena praksa da se procena izvrši uz pomoć tržišnih cena je prihvatljiva. To nije slučaj, međutim, kada je imovina značajni deo tržišta i kada bi njen transfer implicirao promene tržišnih cena. U takvim slučajevima valja uzeti u obzir i promene cena uslovljene takvom transakcijom.

Najzad, u jugoslovenskoj praksi procene vrednosti preduzeća ne uzima se u obzir ni mogućnost da se deo imovine u periodu projekcije prinostnog potencijala utrži i da se na taj način svojinska i finansijska struktura preduzeća prilagodi. U tom kontekstu relevantne su dve mogućnosti sa značajnim ekonomskim implikacijama ali i sa implikacijama na metodologiju procene vrednosti preduzeća.

Najpre, mogućnost da se imovinska struktura preduzeća prilagodi tekućim uslovima privređivanja. Vrlo je karakteristična situacija u jugoslovenskim uslovima da preduzeća nemaju obrtni kapital a da istovremeno imaju imobilizaciju koja nije u upotrebi ne samo kratkoročno nego i na duži rok. Kao mogućnost se nameće prodaja imobilizacije i njeno pretvaranje u obrtni kapital kojim bi mogao da se pokrene proizvodni proces. Ovim postupkom bi se prilagodila i finansijska struktura preduzeća.

Na metodološkom planu ovaj postupak bi imao sledeće implikacije. Eventualne prodaje pojedinih divizibilnih i utrživih stavki imovine bi povećale priliv gotovine u periodu u kome se projektuje tok gotovine. Sa druge strane ostatak vrednosti preduzeća nakon horizonta posmatranja ne bi više uključio imovinu koja je prodana niti bi projektovani prinosi uključili one koji pripadaju imovini koja je otuđena.

Saglasno rečenom formula koja je prikazana pod brojem 3 bi postala:

$$Vp = \sum_{i=1}^T \frac{Pi1}{(1+r)^i} + \frac{(TK + \Delta TK1)}{(1+r)^T}$$

Razlika je u tome što element $Pi1$ uključuje i priliv gotovine od imovine koja se otuđuje i to tačno u godinama i kojima bi se to učinilo, a element $TK1$ bi izrazio kumulativnu promenu trajnog kapitala preduzeća u periodu projekcije prinosa pri čemu bi uključila imovinu koja je otuđena.

Valja skrenuti pažnju na još jedno pitanje sa važnim ekonomskim implikacijama. To je pitanje optimalnog plana otuđenja neiskorišćene imovine i njegovih implikacija na vrednost preduzeća. U tom smislu karakteristične su dve mogućnosti. Jedna po kojoj bi se transakcija obavila jednokratno u prvoj godini projekcije. Ova mogućnost implicira u nekim slučajevima likvidaciju viška imovine što bi imalo implikacije i na cene. Druga je mogućnost da preduzeće definiše svojevrsan plan oslobađanja od viška imovine i da na taj način optimizira cenovni gubitak.

Osnovne metodološka pravila upućuju da je drugo rešenje prirodnije. Reč je o pravilu koje postulira da se procene rade pod implicitnom pretpostavkom da su akteri transakcije dobro obavešteni i da nijedan od njih nije u poziciji da svojom tržišnom moći nameće drugom ponašanje koje zanemaruje vlastite interese. Najvećio broj transakcija koje se obavljaju u Jugoslaviji su takvog karaktera pa je saglasno tome druga opcija njima primerenija. U specijalnim slučajevima koji impliciraju procene preduzeća u stečaju ili u likvidaciji primerenija je prva opcija.

Na ovom merstu valja reći nešto više i o diskontnoj stopi koja se primenjuje kod procene prinostnog potencijala preduzeća. Uobičajeno je da ona uključuje dva elementa:

- prvi, koji izražava pozitivnu vremensku preferenciju, koji se aproksimira realnom stopom prinosa na plasmane bez rizika; i
- drugi, koji izražava rizik ulaganja u datu vrstu delatnosti, odnosno premiju na rizik za datu delatnost/ preduzeće.

Oba elementa mogu da se izraze obrascem

$$r = n + B (p - n)$$

gde je:

r - diskontna stopa relevantna za preduzeće koje se procenjuje;

n - stopa prinosa na plasmane bez rizika;

p - prosečna stopa prinosa na plasmane u obične akcije;

B - koeficijent koji je jednak odnosu između varijanse prinosa na plasmane u akcije date delatnosti i varijanse prosečnih prinosa na plasmane u sve ostale akcije.

Utvrdjivanje prvog elementa - stope prinosa na plasmane bez rizika - u našim uslovima je vrlo teško, ne samo zbog nestabilnih uslova privređivanja nego i zbog spocificčnih institucionalnih uslova. No, za potrebe ove procene može da posluži iznos odgovarajuće stope u razvijenim tržišnim privredama. Njena vrednost može da se aproksimira nominalnom stopom prinosa na dugoročne državne hartije od vrednosti na nivou od cca 6%. ali je tačnija aproksimacija na nivou dugoročne realne kamatne stope koja iznosi 2-3%.

Još je teže, ako ne i nemoguće, utvrditi drugi element diskontne stope u jugoslovenskim uslovima; pre svega zbog odsustva razvijenog tržišta kapitala. Otud potreba za korišćenjem iskustvenih procena koje su izvedene u svetu za različite vrste delatnosti. U narednoj tabeli su date procene premije za rizik uz precizan opis bitnih elemenata u različitim tipskim poslovima. Premije na rizik za različite vrste poslova

Opis posla Premija za rizik	
1	Uhodan posao sa jakom konkurentskom pozicijom, koji je visoko kapitalno intenzivan, sa dubokim menadžmentom, te sa dobrim prošlim i lako predviđivim budućim prinosima.
	6 - 10%
2	Uhodan posao na konkurentnom tržištu, visoko zahtevan u pogledu kapitala, sa dubokim menadžmentom, stabilnim prošlim i dosta predviđivim budućim prinosima.
	11 - 15%
3	Posao u visoko konkurentnoj grani, malo zahtevan u pogledu kapitala, bez dubokog menadžmenta, sa visokim ali i neizvesnim (promenljivim) prinosima.
	16 - 20%
4 a)	Mala firma visoko zavisna od specifičnog znanja nekolicine ljudi.
b)	Velika firma podložna jakim cikličnim varijacijama.
	21 - 25%
	U oba slučaja teško je predvideti buduće prinose firmi.
5	Mala firma, često samo sa jednim čovekom (radnja), najčešće u domenu ličnih usluga, gde je vrlo teško predvideti tok budućih prinosa.
	26 - 30%

Izvor: J.H.Schlit, The Financial Planner, January, 1982.

2. Projekcija budućeg položaja preduzeća

Na ovom mestu je učinjen pokušaj da se prinosni potencijal preduzeća sagleda na sasvim različit način. Zapravo, učinjen je pokušaj da se prinosni potencijal sagleda u hipotetičkim uslovima koji odražavaju ne samo druge uslove privređivanja nego i sasvim drugačiji sistem upravljanja preduzećem. Za te svrhe su konstruisane dve varijante.

Prva podrazumeva daleko veću efikasnost korišćenja raspoloživih resursa i uslove privređivanja slične onima koji važe u tržišnim uslovima privređivanja.

Konkretnije u ovoj varijanti predviđen je znatno viši nivo korišćenja kapaciteta, bolja organizacija rada i znatno povoljniji odnos između priliva i odliva gotovine zasnovan na efikasnom upravljanju. Međutim, operisano je sa istorijskim cenama koje odražavaju globalni nivo ponude preduzeća i njegovu poziciju na tržištu.

Vrednost preduzeća pri ovim pretpostavkama i diskontnoj stopi od 12 % iznosi 226.515.952 DEM. Uz uvažavanje supstance kao reziduala, vrednost preduzeća pri istoj diskontnoj stopi iznosi 261.630.826 DEM. Analitička podloga ove varijante prikazana je u tabelama 3.

Druga varijanta je projektovana daleko restriktivnije mada i ona odstupa od tekućih performansi preduzeća. Zapravo, ona se zasniva na ostvarenim rezultatima preduzeća u dobrim godinama i na mogućim poboljšanjima u organizaciji.

Pri diskontnoj stopi od 12%, vrednost preduzeća je procenjena na 138.776.351 DEM. Odgovarajuća analitička podloga je prikazana u tabelama 4.

Tabela 3 Maksimalna varijanta

PROJEKCIJA BILANSA USPEHA I SREDSTAVA ZA SAMOFINANSIRANJE
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

Stalne cene

Dinara

Red. broj	Opis	G O D I N A				
		1	2	3	4	5
RASHODI						
A.	POSLOVNI RASHODI (IV + V)	149.329.029	149.329.029	149.329.029	149.329.029	149.329.029
I.	Materijalni troškovi i amortizacija	102.082.108	102.082.108	102.082.108	102.082.108	102.082.108
a)	Tr. mat. energ. rez. del. i sit. i	73.424.250	73.424.250	73.424.250	73.424.250	73.424.250
b)	Usluge sa karakterom mat. tro	6.782.858	6.782.858	6.782.858	6.782.858	6.782.858
c)	Amortizacija	21.875.000	21.875.000	21.875.000	21.875.000	21.875.000
II.	Nematerijalni troškovi	12.650.922	12.650.922	12.650.922	12.650.922	12.650.922
III.	Ukalkulisani bruto licni dohoci	34.596.000	34.596.000	34.596.000	34.596.000	34.596.000
IV.	Troškovi perioda (I+II+III)	149.329.029	149.329.029	149.329.029	149.329.029	149.329.029
V.	Nabavna vrednost prodate robe	0	0	0	0	0
B.	RASHODI FINANSIRANJA	0	0	0	0	0
C.	OSTALI RASHODI	0	0	0	0	0
D.	UKUPNI RASHODI (A+B+C)	149.329.029	149.329.029	149.329.029	149.329.029	149.329.029
PRIHODI						
A.	POSLOVNI PRIHODI (I+II)	223.120.300	223.120.300	223.120.300	223.120.300	223.120.300
I.	Prihodi od prodaje proizvoda i usl	223.120.300	223.120.300	223.120.300	223.120.300	223.120.300
II.	Prihodi od prodaje roba i materijal	0	0	0	0	0
B.	PRIHODI OD FINANSIRANJA	0	0	0	0	0
C.	OSTALI PRIHODI	0	0	0	0	0
D.	UKUPAN PRIHOD (A+B+C)	223.120.300	223.120.300	223.120.300	223.120.300	223.120.300
DOBIT						
A.	Bruto dobit	73.791.271	73.791.271	73.791.271	73.791.271	73.791.271
B.	Porezi prema poreskom bilansu	22.137.381	22.137.381	22.137.381	22.137.381	22.137.381
C.	Dobit posle oporezivanja	51.653.890	51.653.890	51.653.890	51.653.890	51.653.890
	1. Deo za društveni kapital					
	2. Deo za uagace - dividende					
	3. Deo za rezerve					
	4. Nerasporedjena dobit	51.653.890	51.653.890	51.653.890	51.653.890	51.653.890
e)	LD iznad LD pod b)					
f)	Zajednicka potrosnja					
	SREDSTVA ZA REPRODUKCIJU	73.528.890	73.528.890	73.528.890	73.528.890	73.528.890
	- Otplate dugorocnih kredita	0	0	0	0	0
	SREDSTVA ZA SAMOFINANSIR	73.528.890	73.528.890	73.528.890	73.528.890	73.528.890

Tabela 3 Maksimalna varijanta

PROJEKCIJA ULAGANJA I NETO NOVČANOG TOKA

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

Stalne cene

Dinara

Red. broj	Opis	G O D I N A.				
		1	2	3	4	5
I	SREDSTVA ZA SAMOFINANJE	73.528.890	73.528.890	73.528.890	73.528.890	73.528.890
II	ULAGANJA IZ SOPSTVENIH SR.	12.500.000	12.500.000	12.500.000	12.500.000	12.500.000
1	U osnovna sredstva (zamena)	12.500.000	12.500.000	12.500.000	12.500.000	12.500.000
2	U obrtna sredstva	0	0	0	0	0
3	Za smanjenje kratkorocnih kredit	0	0	0	0	0
III	ULAGANJA IZ TUĐJIH IZVORA	0	0	0	0	0
	- krediti za obrtna sredstva	0	0	0	0	0
IV	TOK ULAGANJA (II - III)	12.500.000	12.500.000	12.500.000	12.500.000	12.500.000
V	NETO NOVČANI TOK (I - IV)	61.028.890	61.028.890	61.028.890	61.028.890	61.028.890

Tabela 3 Maksimalna varijanta

VREDNOSTI VLASNIČKOG UDELA ZA RAZLICITE STOPE RIZIKA
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

Red br.	Diskontna stopa	PRINOSNA VREDNOST	
		Dinara	DEM
1	0,2000	427.775.158	171.110.063
2	0,1900	442.345.240	176.938.096
3	0,1800	457.610.676	183.044.270
4	0,1700	473.612.115	189.444.846
5	0,1600	490.392.992	196.157.197
6	0,1500	507.999.744	203.199.898
7	0,1400	526.482.048	210.592.819
8	0,1300	545.893.080	218.357.232
9	0,1200	566.289.798	226.515.919
10	0,1100	587.733.246	235.093.299
11	0,1000	610.288.895	244.115.558
12	0,2100	413.862.363	165.544.945
13	0,2200	400.571.190	160.228.476
14	0,2300	387.868.200	155.147.280
15	0,2400	375.722.028	150.288.811
16	0,2500	364.103.237	145.641.295
17	0,2600	352.984.184	141.193.674
18	0,2700	342.338.898	136.935.559
19	0,2800	332.142.963	132.857.185
20	0,2900	322.373.420	128.949.368
21	0,3000	313.008.661	125.203.464

Tabela 3. Budvanska rivijera Budva - Treća varijanta

VREDNOSTI VLASNIČKOG UDELA ZA RAZLIČITE STOPE RIZIKA

DEM

Red. broj	Diskontna stopa	Prinosna vrednost
1	0,2000	195.980.043
2	0,1900	202.870.743
3	0,1800	210.094.541
4	0,1700	217.671.041
5	0,1600	225.621.196
6	0,1500	233.967.414
7	0,1400	242.733.671
8	0,1300	251.945.640
9	0,1200	261.630.826
10	0,1100	271.818.716
11	0,1000	282.540.941
12	0,2100	189.404.087
13	0,2200	183.125.683
14	0,2300	177.128.719
15	0,2400	171.398.083
16	0,2500	165.919.598
17	0,2600	160.679.955
18	0,2700	155.666.650
19	0,2800	150.867.937
20	0,2900	146.272.768

Tabela 4 Ostvarena varijanta

PROJEKCIJA BILANSA USPEHA I SREDSTAVA ZA SAMOFINANSIRANJE
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

Stalne cene

Dinara

Red. broj	Opis	G O D I N A				
		1	2	3	4	5
RASHODI						
A.	POSLOVNI RASHODI (IV+V)	97.609.651	97.609.651	97.609.651	97.609.651	97.609.651
I.	Materijalni troškovi i amortizacija	72.686.651	72.686.651	72.686.651	72.686.651	72.686.651
a)	Tr. mat. energ. rez. del. i sit. in	46.736.250	46.736.250	46.736.250	46.736.250	46.736.250
b)	Usluge sa karakterom mat. tro	4.075.401	4.075.401	4.075.401	4.075.401	4.075.401
c)	Amortizacija	21.875.000	21.875.000	21.875.000	21.875.000	21.875.000
II.	Nematerijalni troškovi	7.625.000	7.625.000	7.625.000	7.625.000	7.625.000
III.	Ukalkulisani bruto licni dohoci	17.298.000	17.298.000	17.298.000	17.298.000	17.298.000
IV.	Troškovi perioda (I+II+III)	97.609.651	97.609.651	97.609.651	97.609.651	97.609.651
V.	Nabavna vrednost prodate robe	0	0	0	0	0
B.	RASHODI FINANSIRANJA	0	0	0	0	0
C.	OSTALI RASHODI	0	0	0	0	0
D.	UKUPNI RASHODI (A+B+C)	97.609.651	97.609.651	97.609.651	97.609.651	97.609.651
PRIHODI						
A.	POSLOVNI PRIHODI (I+II)	134.059.250	134.059.250	134.059.250	134.059.250	134.059.250
I.	Prihodi od prodaje proizvoda i usl	134.059.250	134.059.250	134.059.250	134.059.250	134.059.250
II.	Prihodi od prodaje roba i materijal	0	0	0	0	0
B.	PRIHODI OD FINANSIRANJA	0	0	0	0	0
C.	OSTALI PRIHODI	0	0	0	0	0
D.	UKUPAN PRIHOD (A+B+C)	134.059.250	134.059.250	134.059.250	134.059.250	134.059.250
DOBIT						
A.	Bruto dobit	36.449.599	36.449.599	36.449.599	36.449.599	36.449.599
B.	Porezi prema poreskom bilansu	10.934.880	10.934.880	10.934.880	10.934.880	10.934.880
C.	Dobit posle oporezivanja	25.514.719	25.514.719	25.514.719	25.514.719	25.514.719
	1. Deo za drustveni kapital					
	2. Deo za ulagace - dividende					
	3. Deo za rezerve					
	4. Nerasporedjena dobit	25.514.719	25.514.719	25.514.719	25.514.719	25.514.719
e)	LD iznad LD pod b)					
f)	Zajednicka potrosnja					
	SREDSTVA ZA REPRODUKCIJU	47.389.719	47.389.719	47.389.719	47.389.719	47.389.719
	- Otplate dugorocnih kredita	0	0	0	0	0
	SREDSTVA ZA SAMOFINANSIR	47.389.719	47.389.719	47.389.719	47.389.719	47.389.719

Tabela 4 Ostvarena varijanta

PROJEKCIJA ULAGANJA I NETO NOVČANOG TOKA

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

Stalne cene

Dinara

Red. broj	Opis	G O D I N A				
		1	2	3	4	5
I	SREDSTVA ZA SAMOFINANJE	47.389.719	47.389.719	47.389.719	47.389.719	47.389.719
II	ULAGANJA IZ SOPSTVENIH SR.	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
1	U osnovna sredstva (zamena)	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
2	U obrtna sredstva	0	0	0	0	0
3	Za smanjenje kratkorocnih kredita	0	0	0	0	0
III	ULAGANJA IZ TUĐJIH IZVORA	0	0	0	0	0
	- krediti za obrtna sredstva	0	0	0	0	0
IV	TOK ULAGANJA (II - III)	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
V	NETO NOVČANI TOK (I - IV)	37.389.719	37.389.719	37.389.719	37.389.719	37.389.719

Tabela 4 Ostvarena varijanta

VREDNOSTI VLASNIČKOG UDELA ZA RAZLICITE STOPE RIZIKA
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" DD, BUDVA

Red br.	Diskontna stopa	PRINOSNA VREDNOST	
		Dinara	DEM
1	0,2000	262.079.044	104.831.617
2	0,1900	271.005.493	108.402.197
3	0,1800	280.357.955	112.143.182
4	0,1700	290.161.333	116.064.533
5	0,1600	300.442.240	120.176.896
6	0,1500	311.229.123	124.491.649
7	0,1400	322.552.418	129.020.967
8	0,1300	334.444.705	133.777.882
9	0,1200	346.940.878	138.776.351
10	0,1100	360.078.336	144.031.335
11	0,1000	373.897.192	149.558.877
12	0,2100	253.555.286	101.422.114
13	0,2200	245.412.368	98.164.947
14	0,2300	237.629.804	95.051.922
15	0,2400	230.188.378	92.075.351
16	0,2500	223.070.056	89.228.022
17	0,2600	216.257.900	86.503.160
18	0,2700	209.736.001	83.894.400
19	0,2800	203.489.400	81.395.760
20	0,2900	197.504.030	79.001.612
21	0,3000	191.766.654	76.706.661

III. ZAKLJUČAK

1. Vrednost preduzeća

Opređenje procenjivača jeste da je za svrhe predstojeće transakcije objektivna vrednost preduzeća vrednost dobijena troškovnom metodom, tehnikom 2 trajni kapital preduzeća iznosi 800.688.000 dinara ili 320.275.200 DEM. To je vrednost koja objektivno struktura imovinu preduzeća i koja je znatno veća i od knjigovodstvene vrednosti firme a i od njenog prinosnog potencijala. Ona je niža od vrednosti dobijene troškovnom metodom gde je zemljište vrednovano po lokalnim parametrima. Odgovarajuća vrednost trajnog kapitala u ovom slučaju iznosi 1.211.571.600 dinara ili 485.028.640 DEM. To ne odražava realnu vrednost preduzeća ni u slučaju kada se od te vrednosti oduzme odbitna stavka po osnovu zakupa 71.024.800 DEM. Ujedno ova procena deformiše strukturu imovine preduzeća u korist zemljišta.

2. Revalorizacija vrednosti kapitala

Vrednost trajnog kapitala u iznosu od 800.688.000 dinara na dan 30.06.1995. godine revalorizovana na 01.12.1995. iznosi 1.056.908.160 dinara.

1. Bilansi stanja po svim metodama

Sučeljavajući rezultate dobijene supstancijalnom i prinosnom postupkom možemo konstituisati odgovarajuće bilanse stanja na dan procene 30.06.1994. godine.

BILANS STANJA NA 30.06.1994.

U 000 DINARA

Pozicija	Supstan. pristup	Prinosni pristup	Knjig. stanje
AKTIVA			
A. UP. A NEOTPL. KAP.			
B. STALNA SREDSTVA	803.589		411.129
I. Nematerijalna ulaganja	496		496
II. Materijalna ulaganja	803.086		410.626
Zemljište	262.175		31.842
Građevinski objekti	490.911		252.273
Oprema	50.000		5.974
Ost. sr za rad			45
Mat. ul. u prip.			120.492
Pos. nemat. ul-goodwill			
III. Dugoročna fin. ulaganja	7		7
V. OBRTNA SREDSTVA	7.256		7.256
I. Zalihe	4.429		4.429
II. Kratk. potr. iz posl.	1.006		1.006
III. Kratk. fin. ulaganja	468		468
IV. Ostala kratk. potraž.	207		207
V. Hartije od vred. i novac	1.146		1.146
G. AKTIVNA VREM. RAZGRAN.	6.515		6.515
D. POSL. SREDSTVA	817.360		424.900
D. GUBITAK			
E. POSLOVNA AKTIVA	817.360		424.900
Ž. VANPOSLOVNA AKTIVA			
Z. AKTIVA UKUP. (VI+VII)			
I. VANBILANSNA AKTIVA			
PASIVA			
A. TRAJNI KAPITAL	800.688	566.290	408.228
I. Osnovni kapital			411.354
Društveni kapital			397.790
Deonički kapital			13.564
Trajni ulozi			
Kapital inok. vlasnika			3.828
II. Nenom. kapital-rezerve	3.828		874
III. Neras. dobit	874		7.828
IV. Nep. gub.			
B. DUGOROCNA REZERVISANJA			
V. DUGOROCNE OBAVEZE	8.460		8.460
G. KRATKOROCNE OBAVEZE	7.349		7.349
Kratkor. obav. iz posl.			4.050
Kratkor. fin. ob.			2.132
Ostale kratkorocne obaveze			1.167
D. PAS. VREM. RAZGRAN.	863		863
VI NERASP. DOBIT TEK. GOD.			
D. POSLOV. PASIVA	817.360		424.900
E. VANPOSLOVNA PASIVA			
Ž. PASIVA UKUPNO (VII+VIII)			
X VANBILANSNA PASIVA			