



INSTITUT EKONOMSKIH NAUKA
BEOGRAD

PROCENA VREDNOSTI 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 naručiocu 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 neoprenjelog 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 opezbudjuje 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

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	
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	
azgrada	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. "BORAN "SUTJESKA"	1983		648	777			2.000	1.296.000	15,0	1.101.600	2.000	1.101.600	
9. "BORAN "BREŽINE"	1983		810	972			2.000	1.620.000	15,0	1.377.000	2.000	1.377.000	
10. "BORAN "NERIN"	1983		905	1.086			2.000	1.810.000	15,0	1.538.500	2.000	1.538.500	
11. "BORANO "PALAS"			67.858	81.429	806	1.726		181.554.750		138.155.913		121.179.600	
12. "BORANO "BUDVANSKA RIVIJERA"													
			222.642	267.169	3.811	8.573		638.567.000		490.910.613		530.344.988	
13. "BORANO "EM"								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: Dizain, Planing 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
Bočara, 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 objekta; 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 "STARI GRAD"	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	1.816.070
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, knis 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		23.687.332
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		22.044.000
IV HOTELSKI KOMPLEKS "SVETI STEFAN"						
1	Hotel "MAESTRAL"	1970/1988	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 "MILOČEN 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

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:

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

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 prinosnog 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 efikanost 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. Revlorizacija 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. DUGOROČNE 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			

a/g
02-03

**AGENCIJA CRNE GORE ZA PRESTRUKTURIRANJE
PRIVREDE I STRANA ULAGANJA**

Broj: 02-522/1-97
PODGORICA, 21.03.1997.

Na osnovu Uputstva o sadržini izvještaja o procjeni vrijednosti preduzeća sa metodologijom procjene i programa transformacije ("Sl. list R CG", br. 16/92), daje se sljedeće:

**STRUČNO MIŠLJENJE
NA OBRAČUN DIONIČKOG KAPITALA
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA**

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA je za svrhu transformacije izvršila procjenu vrijednosti preduzeća, odnosno društvenog kapitala u iznosu od 464.733.000 din na dan 30.06.1995.godine. Identifikovani Državni kapital je na dan 30.06.1995.g. iznosio 376.869.790 din.

Nakon revalorizacije na dan 31.12.1995. po zakonski utvrđenoj stopi od 1,574, konačno procijenjeni društveni kapital iznosi **731.487.742 din**, a Državni kapital **593.193.049 din**.

Osnov za izdavanje akcija pod povlašćenim uslovima i podjele besplatnih akcija je gore navedeni iznos procijenjenog društvenog kapitala. Nakon upisa akcija izvršen je konačan obračun akcionarskog kapitala u ukupnom iznosu **1.533.039.100 din** na dan 31.12.1995.god; (1 akcija = **515 dinara**, pri tržišnom kursu 1 DEM = 3,30 din.), odnosno akcionarska glavnica iznosi **464.557.303 DEM** (1 akcija = **156 DEM**), kako slijedi:

R.B.	STAVKE	DINARA	AKCIJA	UČEŠĆE
1.	RADNICI I GRADJANI	341.535.125	663.175	22,27%
1.1.	RADNICI	175.437.325	340.655	11,44
1.1.1.	besplatne	42.196.525	81.935	2,75
1.1.2.	povlašćene	133.240.800	258.720	8,69
1.2.	GRADJANI	166.097.800	322.520	10,83
2.	DRŽAVA	593.192.965	1.151.831	38,69
3.	MONTENEGROBANKA	20.872.435	40.529	1,36
4.	FONDOVI	577.438.575	1.121.240	37,67
4.1.	Fond za razvoj	346.463.160	672.744	22,60
4.2.	Fond PIO	173.231.580	336.372	11,30
4.3.	Fond za zapošljavanje	57.743.835	112.124	3,77
5.	UKUPNO:	1.533.039.100	2.976.775	100,00

Ovo stručno mišljenje na obračun akcionarskog kapitala isključuje sva prethodna.

Ova saglasnost se daje za potrebe prenosa netransformisanog društvenog kapitala u obliku akcija na fondove, te se u druge svrhe ne može koristiti, niti za registraciju kod privrednog suda.

21 DIREKTOR, -9
mr Milutin Lalić

44.3 Ronko Zulauf

AGENCIJA CRNE GORE ZA PRESTRUKTURIRANJE
PRIVREDE I STRANA ULAGANJA
BR:02-1950/1
PODGORICA, 27.11.1996.

9/9

02-03

Na osnovu Uputstva o sadržini izvještaja o procjeni vrijednosti preduzeća sa metodologijom procjene i programa transformacije ("Sl. list R CG", br. 16/92), daje se sljedeće:

STRUČNO MIŠLJENJE
NA OBRAČUN DIONIČKOG KAPITALA
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA je za svrhu transformacije izvršila procjenu vrijednosti preduzeća, odnosno društvenog kapitala u konačnom iznosu od 464.733.000 din na dan 30.06.1995. Osnov za izdavanje dionica pod povlaštenim uslovima i podjele besplatnih dionica je gori navedeni iznos procijenjenog društvenog kapitala. Nakon upisa dionica izvršen je konačan obračun dioničkog kapitala u ukupnom iznosu od 1.230.510.220 dinara na dan 30.06.1995.god (1 dionica = 680 Dinara, pri tržišnom kursu 1 DEM = 3,30 din), odnosno dionička glavnica iznosi 372.881.885 DEM (1 dionica = 206 DEM), kako slijedi:

r.br.	stavke	dinara	dionica	%
1.	Radnici	226.517.520	333.114	18,41
1.1.	Povlašćene dionice	184.088.240	270.718	14,96
1.2.	Besplatne dionice	42.429.280	62.396	3,45
2.	Fondovi	485.505.720	713.979	39,46
2.1.	Fond za razvoj	291.303.432	428.387	23,67
2.2.	Fond PIO	145.651.716	214.194	11,84
2.3.	Fond za zapošljavanje	48.550.572	71.398	3,95
3.	Državni kapital	497.614.480	731.786	40,44
3.1.	Republika Crna Gora	349.880.400	514.530	28,43
3.2.	Opština Budva	147.734.080	217.256	12,01
3.3.	Montenegrobanka	20.872.500	30.695	1,70
4.	Ukupno	1.230.510.220	1.809.574	100,00

Ova saglasnost se daje za potrebe prenosa netransformisanog društvenog kapitala u obliku dionica na fondove, te se u druge svrhe ne može koristiti, niti za registraciju kod privrednog suda.

2A D I R E K T O R
mr Milutin Lalić

31.12.1996
BUDVA

9/9 02-03

AGENCIJA CRNE GORE ZA PRESTRUKTURIRANJE
PRIVREDE I STRANA ULAGANJA

BR.: 02-1448/1
PODGORICA, 22.08.1996.

Na osnovu Uputstva o sadržini izvještaja o procjeni vrijednosti preduzeća sa metodologijom procjene i programa transformacije ("Sl. list R CG", br.16/92), daje se sljedeće:

PRETHODNO STRUČNO MIŠLJENJE
NA IZVJEŠTAJ O PROCJENI PREDUZEĆA
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA je za svrhu transformacije izvršilo procjenu vrijednosti preduzeća, odnosno društvenog kapitala. Nakon kontrole procjene vrijednosti i identifikacije državnog kapitala utvrđena je procijenjena vrijednost društvenog kapitala u iznosu od **464.733.000** dinara na dan **30.06.1995.**

Osnova za izdavanje dionica pod povlaštenim uslovima i podjele besplatnih dionica je gore navedeni iznos procijenjenog društvenog kapitala. Potrebno je izvršiti revalorizaciju vrijednosti procijenjenog društvenog kapitala na dan upisa dionica.

Ova prethodna saglasnost se daje za potrebe upisa dionica pod povlaštenim uslovima i besplatne podjele dionica, te se u druge svrhe ne može koristiti, niti za registraciju kod privrednog suda. Ovim mišljenjem se poništava prethodno od 28.12.1995. dato pod brojem 02/2435-3.

20 D I R E K T O R
mr Milutin Lalić

9/9 02-03

AGENCIJA CRNE GORE ZA PRESTRUKTURIRANJE
PRIVREDE I STRANA ULAGANJA
BR: 02-118/2
PODGORICA, 22.08.1996.

Na osnovu Uputstva o sadržini izvještaja o procjeni vrijednosti preduzeća sa metodologijom procjene i programa transformacije ("Sl. list R CG", br. 16/92), daje se sljedeće:

STRUČNO MIŠLJENJE
NA OBRAČUN DIONIČKOG KAPITALA
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA je za svrhu transformacije izvršila procjenu vrijednosti preduzeća, odnosno društvenog kapitala u konačnom iznosu od 464.733.000 din na dan 30.06.1995.

Osnov za izdavanje dionica pod povlaštenim uslovima i podjele besplatnih dionica je gori navedeni iznos procijenjenog društvenog kapitala. Nakon upisa dionica izvršen je konačan obračun dioničkog kapitala u ukupnom iznosu od 916.122.685 dinara na dan 30.06.1995.god (1 dionica = 515 Dinara, pri tržišnom kursu 1 DEM = 2,50 din), odnosno dionička glavnica iznosi 366.449.074 DEM (1 dionica = 206 DEM), kako slijedi:

r.br.	stavke	dinara	dionica	%
1.	Radnici	171.553.710	333.114	18,73
1.1.	Povlaštene dionice	139.419.770	270.718	15,22
1.2.	Besplatne dionice	32.133.940	62.396	3,51
2.	Fondovi	367.699.185	713.979	40,13
2.1.	Fond za razvoj	220.619.305	428.387	24,08
2.2.	Fond PiO	110.309.910	214.194	12,04
2.3.	Fond za zapošljavanje	36.769.970	71.398	4,01
3.	Državni kapital	376.869.790	731.786	41,14
3.1.	Republika Crna Gora	264.982.950	514.530	28,92
3.2.	Opština Budva	111.886.840	217.256	12,22
4.	Ukupno	916.122.685	1.778.879	100,00

Ova saglasnost se daje za potrebe prenosa netransformisanog društvenog kapitala u obliku dionica na fondove, te se u druge svrhe ne može koristiti, niti za registraciju kod privrednog suda.

DIREKTOR
mr Milutin Lalić



9/9 02-03

AGENCIJA CRNE GORE
ZA PRESTRUKTURIRANJE PRIVREDE
I STRANA ULAGANJA

BR.: OK-2435-2
PODGORICA, 28.12.1995.

Na osnovu Uputstva o sadržini izvještaja o procjeni vrijednosti preduzeća sa metodologijom procjene i programa transformacije ("Sl. list R CG", br.16/92), daje se sljedeće:

PRETHODNO STRUČNO MIŠLJENJE
NA IZVJEŠTAJ O PROCJENI PREDUZEĆA
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA je za svrhu transformacije izvršilo procjenu vrijednosti preduzeća, odnosno društvenog kapitala. Nakon kontrole procjene vrijednosti utvrđena je procijenjena vrijednost društvenog kapitala u iznosu od 840.540.000 dinara na dan 30.06.1995.

Osnova za izdavanje dionica pod povlaštenim uslovima i podjele besplatnih dionica je gore navedeni iznos procijenjenog društvenog kapitala. Potrebno je izvršiti revalorizaciju vrijednosti procijenjenog društvenog kapitala na dan upisa dionica.

Ova prethodna saglasnost se daje za potrebe upisa dionica pod povlaštenim uslovima i besplatne podjele dionica, te se u druge svrhe ne može koristiti, niti za registraciju kod privrednog suda.

DIREKTOR
mr Milutin Lalić

REPUBLIKA CRNA GORA
AGENCIJA CRNE GORE ZA PRESTRUKTURIRANJE
PRIVREDE I STRANA ULAGANJA

9/9
02-03

Br: 02-1186/1-97

Podgorica, 15.07.1997.

Na osnovu odredaba čl.15, 16 i 17. Zakona o svojinskoj i upravljačkoj transformaciji ("Sl. list SRCG", br. 2/92), Agencija Crne Gore za prestrukturiranje privrede i strana ulaganja donosi sljedeće:

R J E Š E N J E
O DAVANJU SAGLASNOSTI NA TRANSFORMACIJU
HTP " BUDVANSKA RIVIJERA" - BUDVA

- 1/ Na osnovu pozitivno ocijenjenog Programa transformacije, od decembra mjeseca 1995.godine,kao i realno izvršene procjene u Izvještaju o Procjeni , po kojoj procijenjeni društveni kapital na dan **31.12.1995. godine** (nakon revalorizacije) iznosi **731.487.742 DIN**, izdaje se saglasnost da je predložena transformacija HTP " BUDVANSKA RIVIJERA"- BUDVA u skladu sa uslovima i načinom propisanim Zakonom.
- 2/ Ovo Rješenje je uslov za upis preduzeća u sudski registar.
- 3/ Ovo Rješenje je konačno i protiv njega se može pokrenuti upravni spor kod Vrhovnog suda Crne Gore.

- Sastavni dio ovog Rješenja čini Prilog o knjigovodstvenoj i procijenjenoj vrijednosti imovine i društvenog kapitala preduzeća.



DIREKTOR,
mr MILUTIN LALIĆ

P R I L O G
KNJIGOVODSTVENA I PROCIJENJENA VRIJEDNOST
HTP "BUDVANSKA RIVIJERA"- BUDVA

Izveštajem o procjeni vrijednosti preduzeća na dan 30.06.1995. utvrđena je vrijednost društvenog kapitala po knjigovodstvenoj i procijenjenoj vrijednosti kako slijedi:

	knjigovodstvena vrijednost (31.12.1995.)	procijenjena vrijednost (31.12.1995.)
1. POSLOVNA AKTIVA	424.900.000	817.360.000
2. VRIJEDNOST KAPITALA		
DRUGIH VLASNIKA	0	0
3. OBAVEZE PREDUZEĆA	8.460.000	8.460.000
4. NEPOKRIVENI GUBITAK	7.828.000	7.828.000
5. SVEGA (od 2 do 5)		
6. DRUSTVENI KAPITAL(1-6)	408.228.000	800.688.000

Na osnovu procjene utvrđuje se iznos društvenog kapitala od 731.487.742 Dinara, odnosno 292.595.090 DEM (pri tržišnom kursu 1 DEM = 2,50 dinara) koji je predmet vlasničke transformacije preduzeća.

HTP "BUDVANSKA RIVIJERA" D.D.

Broj: 02-36/12

Budva, 22. 05. 1997.

Na osnovu člana 12. i 10.a. Zakona o svoјinskoј i upravljačkoј transformaciji ("Sl.list RCG" broj 2/92 i 27/94), Upravni odbor dioničkog društva "Budvanska rivijera" na sjednici od 22.03.1997. godine, donosi

O D L U K U
O II FAZI SVOJINSKE I UPRAVLJAČKE TRANSFORMACIJE HTP "BUDVANSKA RIVIJERA"

Član 1.

Usvajaju se:

a) Program dalјeg restrukturiranja HTP "Budvanska rivijera" a.d. i osnova poslovne politike (II faza) sa zaključcima i programom mjera za sprovođenje programa;

b) Izvještaj o procjeni vrijednosti Preduzeća na koji je Agencija za restrukturiranje i strana ulaganja Republike Crne Gore dala saglasnost, pismo broj 02-522/1-97 od 21.03.1997.godine.

OSNOVNI KONCEPT II FAZE SVOJINSKE I UPRAVLJAČKE
TRANSFORMACIJE

Član 2.

Dioničko društvo "Budvanska rivijera" registrovano kod Privrednog suda u Podgorici pod Fi.br.1886/91 od 07.11.1991. godine, Drugom fazom transformacije transformiše preostali neidentifikovani društveni kapital u identifikovani akcionarski kapital sa poznatim vlasnicima.

NAZIV, SJEDIŠTE I DJELATNOST PREDUZEĆA

Član 3.

Naziv (firma) Preduzeća pod kojim posluje je: Hotelsko turističko preduzeće "Budvanska rivijera" akcionarsko društvo u mješovitoј svoјini.

Skraćeni naziv je: HTP "Budvanska rivijera" a.d.
Sjedište Društva je u Budvi, Trg Slobode br. 1.

Član 4.

Djelatnost Preduzeća je:

(U konačnom tekstu kućace se sadašnja djelatnost Preduzeća).

VRIJEDNOST PREDUZEĆA I UČEŠĆE VLASNIKA
U TOJ IMOVINI PO IZVRŠENOJ II FAZI TRA-
NSFORMACIJE

Član 5.

Vrijednost Preduzeća nakon revalorizovanja procjene iznosi 1.324.682.791,46 dinara, uvećan za dokapitalizacije iznosi 1.533.039.100,00 dinara (slovima: jednamilijardapetstotina-tridesettrimilionatridesetdevethyljadastodinara), odnosno 464.557.303 DM.

Navedena vrijednost kapitala je podijeljena na 2.976.775 akcija, nominalne vrijednosti jedne akcije 515,00 dinara.

Član 6.

Subjekti svojine na akcijama izdatim po osnovu sredstava transformisanog Preduzeća su:

a) Zaposleni u Preduzeću i ranije zaposleni u Preduzeću, po osnovu upisa i kupovine dionica pod povlašćenim uslovima radi prodaje društvenog kapitala, na vrijednost od 133.240.800,00 dinara (slovima: stotridesettrimilionadvjestačetridesethyljadaosamstotinadinara), u formi 258.720 običnih upravljačkih akcija, što čini 8,69% kapitala.

b) Građani Republike Crne Gore po osnovu upisa i kupovine dionica pod povlašćenim uslovima radi prodaje društvenog kapitala na vrijednost od 166.097.800 dinara (slovima: stošezdesetšestmilionadevedesetsedamhijadaosamstotinadinara) u formi 322.520 običnih upravljačkih akcija, što čini 10,83% kapitala.

c) Zaposleni u Preduzeću i ranije zaposleni u Preduzeću sa preko 3 godine radnog staža u Preduzeću, po osnovu odluke o besplatnoj podjeli akcija, na vrijednost od 42.196.525 (četridesetdvamilionastodevedesetšesthijadapetstotinadvadesetpetdinara), u formi 81.935 običnih upravljačkih akcija, što čini 2,75% kapitala.

d) "Montenegrobanka", kao povjerilac Preduzeća po osnovu ugovorne konverzije svojih potraživanja od Preduzeća u ulog, na osnovu Ugovora o konverziji, zaključenog sa Preduzećem na iznos od 20.872.435 (slovima: dvadesetmilionaosamstotinasedamdesetdvehijadečetiristotinetridesetpet) dinara, u formi 40.529 običnih upravljačkih akcija, što čini 1,36% kapitala.

e) Identifikovani državni kapital Republike Crne Gore koji iznosi 593.192.965,46 (slovima: petstotinadevedesettrimilionastodevedesetdvehijadedevetstošezdesetpet i 46/100) dinara, u formi 1.151.831 običnih upravljačkih akcija, što čini 38,69% kapitala.

f) identifikovani društveni kapital koji se prenosi na fondove Republike Crne Gore i to:

- Fond za razvoj 346.463.160 dinara (slovima: tristotinečetridesetšestmiliončetiristotinešezdesettrihijadiestošezdesetdinara) u formi 672.744 običnih upravljačkih akcija što čini 22,60% kapitala,

- Fond penzijsko-invalidskog osiguranja 173.231.580 dinara (slovima: stosedamdesettrimilionadvestotinetridesetjednahijadapetstotinaosamdesetdinara), u formi 336.372 običnih upravljačkih akcija, što čini 11,30% kapitala.

- Fond za zapošljavanje 57.743.835 dinara (slovima: pedesetsedammilionasedamstočetridesettrihijadiosamstotridesetpetdinara), u formi 112.124 običnih upravljačkih akcija, što čini 3,77% kapitala.

Član 7.

Iznos od 121.044.621,00 (slovima: stodvadesetjedanmilijončetdesetčetirihiljadešestotinadvadesetjedandinar), društvenog kapitala Preduzeća se angažuje za popust po osnovu prodaje akcija sa popustom, odnosno po osnovu besplatnih akcija.

Član 8.

Sredstva iz I emisije akcija u iznosu od 20.872.500,00 dinara (slovima: dvadesetmilionaosamstosedamdesetdvehiljadepetstotinadinara) a koja pripadaju radnicima i bivšim radnicima koristi će se za umanjenje otkupa dionica pod povlašćenim uslovima radnicima koji su ih ostvarili.

Sredstva iz I emisije akcija u iznosu od 20.872.500 (dvadesetmilionaosamstosedamdesetdvehiljadepetstotinadinara), a koja pripadaju "Montenegrobanci" po osnovu konverzije, pod tačkom

Sredstva iz I emisije akcija u iznosu od 20.872.500 dinara (dvadesetmilionaosamstosedamdesetdvehiljadepetstotinadinara) a koja pripadaju vladi Republike Crne Gore, čine sastavni dio državnog kapitala iz člana 6. alineja e).

PRAVO UPRAVLJANJA PREDUZEĆEM

Član 9.

Pravo upravljanja Preduzećem stižu svi imaoci običnih upravljačkih akcija.

Hiljadu običnih upravljačkih akcija daje pravo na jedan glas u Skupštini Preduzeća, s tim što jedan zastupnik u Skupštini Preduzeća mora imati ovlašćenje da zastupa akcionare koji imaju najmanje 33.095 akcija.

ORGANI PREDUZEĆA

Član 10.

Organi Preduzeća su: Skupština, Upravni odbor i Nadzorni odbor.

Poslovodni organ Preduzeća je generalni direktor Preduzeća.

SKUPŠTINA PREDUZEĆA

Član 11.

Skupštinu Preduzeća sačinjavaju zastupnici vlasnika kapitala uloženog u Preduzeće.

Skupština bira predsjednika, koji predsjedava sjednicom Skupštine.

Član 12.

Statutom Preduzeća bliže će se urediti sastav, izbor, razrješenje, nadležnost i način rada Skupštine.

UPRAVNI ODBOR

Član 13.

Članove Upravnog odbora Preduzeća imenuje Skupština Preduzeća. Sjednicom Upravnog odbora predsjedava predsjednik. Upravni odbor Preduzeća ima 7 članova. Sastav, izbor, razrješenje, nadležnost i način rada Upravnog odbora Preduzeća utvrđuje se Statutom.

NADZORNI ODBOR

Član 14.

Nadzorni odbor imenuje Skupština Preduzeća. Zadatak Nadzornog odbora je da kontroliše način poslovanja Preduzeća. Nadzorni odbor podnosi izvještaj Skupštini Preduzeća.

GENERALNI DIREKTOR PREDUZEĆA

Član 15.

Generalnog direktora Preduzeća imenuje i razrješava Upravni odbor Preduzeća na osnovu konkursa ili bez konkursa. Izbor, razrješenje i djelokrug direktora utvrđuje se Statutom Preduzeća.

UČEŠĆE U DOBITI I RIZIKU

Član 16.

Iznos u dobiti za raspodjelu po osnovu uloženog kapitala u Preduzeće odnosno iznos gubitaka, utvrđuje Skupština Preduzeća, godišnjim obračunom, na način i u rokovima predviđenim zakonskim propisima.

Dio dobiti namijenjen za isplatu dividendi, uplaćuje se inaocima akcija u roku od 15 dana od dana utvrđivanja iznosa sredstava za isplatu dividende za odnosni obračunski period.

STATUT I OPŠTA AKTA

Član 17.

Na konstitutivnoj sjednici Skupštine Preduzeća biće donijeta odluka o izmijeni i dopuni Statuta Preduzeća, koja će se dostaviti registracionom sudu uz zahtjev za upis transformacije Preduzeća.

U skladu sa izmijenjenim Statutom i ovom odlukom uskladiće se postojeća opšta akta Preduzeća.

PRELAZNE I ZAVRŠNE ODREDBE

Član 18.

Sva ostala pitanja koja nisu regulisana ovom odlukom regulisaće se Statutom i drugim opštim aktima Preduzeća.

Član 19.

Stupanjem na snagu ove odluke prestaje da važi odluka o transformaciji društvenog preduzeća "Budvanska rivijera" u dioničko društvo u mješovitoj svojini broj 3841/1 od 04.09.1991. godine, kao i odluka o izdavanju dionica broj 3841/2 od 04.09.1991. godine.

TAČNOST OTPRAVKA
OTPRAVKA
[Signature]
Budva 22.03.1992. god.



PREDSJEDNIK,

[Signature]

OVJERA,

15.07.1997. *[Signature]*