

Мр Чедомир Глигорић,
асистент Правног факултета
Универзитета у Београду

ПРОБЛЕМИ ПРОЦЕНЕ ВРЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА КОЈА ПОСЛУЈУ СА ГУБИЦИМА

Поступак процене вредности предузећа која послују са губицима има одређене специфичности у односу на процену профитних предузећа. Због тога је неопходно да се изврши прилагођавање овог поступка без обзира на то да ли је реч о пролазним проблемима предузећа или дугорочним проблемима стратешке и оперативне природе. Уколико је реч о краткорочним променама у факторима пословања, онда се нормализују резултати предузећа које је предмет процене, узимајући у обзир трошкове повезане са тим променама. Када говоримо о дугорочним проблемима, онда процена постаје компликованија, зато што проценитељ мора предвидети да ли ће предузеће у будућности моћи да их превазиђе и да, у складу са тиме, процени вредност капитала. Као дугорочни проблем може се јавити и превелико задуживање предузећа, изазивајући губитке, што проценитељ, такође, мора узети у обзир приликом процене вредности.

Кључне речи: *Процена вредности. – Губици. – Нормализација резултата.*

1. ГУБИЦИ И ПРОЦЕНА ВРЕДНОСТИ ПРЕДУЗЕЋА

Процена вредности капитала предузећа која у пословању остварују губитке за проценитеља ствара низ проблема у поступку евалуације. Проблеми произлазе из тога што није могуће извршити процену на класичан начин, јер се морају направити одређене модификације, пре него што се приступи примени одређеног метода процене.

Први и основни проблем је то што није могуће применити метод дисконтовања нето новчаних токова или резултата предузећа, јер није могуће применити стопу раста на негативне резултате. Другим речима, немогуће је применити очекивану стопу раста на губитке, јер би у поступку процене дошло до деформације, тј. односни резул-

тати би у поступку процене постали још нижи, без обзира на то да ли се као очекивана стопа раста користи историјска стопа, пројекција на основу анализа или фундаментална стопа раста. Такође, обрачун пореза постаје много компликованији зато што разрезивање пореза подразумева утврђивање пореских обавеза у текућем периоду, па проценитељ мора да узме у обзир поступке обрачуна пореза, имајући на уму тренд непрофитног пословања. Један од проблема настаје и због тога што предузећима која послују са губитком у дужем периоду прети могућност банкротирања, па је онда немогуће и хипотетички применити гоинг концерн (*going concern*) принцип.¹ „Постоји неколико разлога због чега фирме послују са губицима или јако ниским добицима. Неки од њих се могу посматрати као повремени, неки су дугорочни, а неки од њих су повезани са местом предузећа у свом животном циклусу.“²

Повремени или привремени проблеми у пословању предузећа могу бити везани искључиво за само предузеће, али се могу јавити и као последица егзогених фактора који делују на грану или област делатности предузећа, а некада и због промене фактора који се односе на привреду у целини. Специфични проблеми у вези са предузећем могу настати због изненадног прекида пословног процеса услед штрајка запослених, или због великих судских трошкова и скупих судских процеса у којима предузеће мора да плати неку велику казну. С обзиром на то да овакви проблеми нису редовни, већ се вероватно неће ни јављати у даљем пословању предузећа или ће се јављати веома ретко, они неће имати утицај на будуће резултате и пословање предузећа. Ризик делатности може утицати на улазак предузећа у зону губитка зато што је дошло, на пример, до наглог опадања цена производа. За нека предузећа, логично је очекивати да ће фаза пораста цена бити праћена етапом пада цена производа, што се узима у обзир приликом процене. У неким случајевима, до проблема може доћи због тога што је прекинута набавка неког материјала који учествује у производњи или је дошло до поскупљења тих сировина. На предузећа чије пословање у великој мери зависи од привредних циклуса, велики утицај на пословање има стање економије као целине. У овом случају негативан тренд привредних кретања имаће утицаја како на резултате предузећа, тако и на пословне приходе. Зато је логично очекивати да ће у фази рецесије привреде предузећа у аутомобилској индустрији бележити губитке. Без обзира на врсту повремених проблема, проценитељ ће очекивати да ће се резултати преду-

¹ Гоинг концерн принцип полази од претпоставке да су предузећа основана ради континуираног пословања, односно да је заступљен принцип сталности пословања, што значи да предузећа настављају са пословањем и у догледној будућности.

² A. Damodaran, *Investment valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002, 609.

зећа пре или касније „опоравити“, чак и у случајевима цикличних фирми, пошто је свестан чињенице да фазу рецесије прати фаза експанзије у оквиру привредног циклуса.

Дугорочни проблеми који могу задесити предузеће имају много већи утицај на поступак процене вредности. Неки од ових проблема су у вези са погрешним избором стратегије пословања, неки су оперативне природе, док су трећи у вези са превеликим задуживањем предузећа. Стратешки проблеми обично произлазе из погрешног избора елемената производног и маркетинг микса. Таква предузећа обично мењају менаџмент уколико им то дозвољава финансијска ситуација. Оперативни проблеми могу настати због лоше обуке запослених и, самим тим, њиховог слабог сналажења у процесу производње, што је, како се наводи у литератури, карактеристично у предузећима која производе опрему и постројења. Некада се ови проблеми могу јавити због погрешних одлука руководилаца у прошлости, што повећава трошкове у садашњости. Финансијски проблеми могу настати због превеликог задуживања, јер је предузеће финансирало процес производње великим износом кредита, те због неповољног финансијског леверџа улазе у зону губитка. Животни циклус предузећа у великој мери може одредити неке од проблема који утичу на поступак евалуације. Неке компаније у којима се морају извршити велика инфраструктурна улагања подразумевају да у тим фазама послују са губицима, али ће ефекти инвестиција у будућности допринети стварању позитивних финансијских резултата. Фармацеутске компаније, с друге стране, троше велике износе средстава на истраживања, послујући у том периоду са губицима, чекајући да се нови лекови одобре и патентирају, како би, након тога, ушли у зону добитка. Проблеми се могу јавити и за нова, млада предузећа којима је потребан одређен временски период да профитабилне идеје спроведу у стварност и комерцијалну употребу.

2. ПРИВРЕМЕНИ ПРОБЛЕМИ И ПРОЦЕС ЕВАЛУАЦИЈЕ

Како ће проценитељ да узме у обзир негативне финансијске резултате приликом евалуације зависи од типа привременог проблема који утиче на предузеће. У сваком случају, проценитељ има на уму да је реч о тренутним проблемима који ће, када се превазиђу, опоравити финансијски резултат. Зато ће у свим случајевима текући негативни резултати бити замењени нормализованим резултатима (који ће бити позитивни, а поступак нормализације ће зависити од конкретне врсте привременог проблема).³

³ Претпоставка нормализације резултата је да су у текућој години деловали привремени фактори који су довели до остваривања негативног финансијског резул-

Уколико је реч о специфичним проблемима који се односе на само предузеће, аналитичар мора покушати да изолује тај проблем. Ако је у стању да га утврди, онда ће из рачуноводствених извештаја моћи и да утврди износ повезаних трошкова с одређеним изненадним случајем, који ће искључити из поступка процене будућих резултата. Другим речима, полазни резултати који су основа за пројекције неће садржати у себи ове трошкове, тако да ће бити увећани. Такође, ови трошкови неће бити узимани у обзир ни приликом пројекција стопе приноса на укупни капитал предузећа. Наравно, аналитичар ће морати да узме у обзир и нестанак бенефиција по основу опорезивања резултата предузећа, пошто ће доћи до увећања опорезивог добитка јер се ови трошкови неће одбијати од укупног прихода предузећа.

Међутим, уколико аналитичар није у стању да утврди тачан износ односних трошкова, тј. они се гранају на већи број различитих врста трошкова, неопходно је да проценитељ буде сигуран да је реч о привременим проблемима и да они нису предказатељи дугорочних промена фактора из окружења. Уколико је проблем привремен, онда је неопходно да аналитичар упореди све врсте трошкова у неколико претходних година у односу на приходе и да уочи код којих врста трошкова долази до енормних пораста, што му показује да је реч о трошковима изазваним одређеним проблемом. Те трошкове би требало нормализовати узимањем у обзир просечног износа претходних периода, што ће му омогућити њихово искључивање и самим тим квалитетну процену будућих резултата.

Када је реч о циклчним предузећима, варијабилност финансијских резултата зависи од стања економије као целине. У периодима просперитета очекиване су високе добитке предузећа, али у периодима рецесије веома велики губици. Исто важи и за предузећа код којих долази до раста и опадања цена робе у сукцесивним циклусима. Зато би узимање текућег резултата као основе за процену могло да доведе до погрешних закључака. Проценитељ има два решења за ове проблеме: прво је да прилагоди стопу раста која је важан фактор процене, а друго је да уместо текућег финансијског резултата као основу за евалуацију користи нормализован резултат.

Ниске или негативне финансијске резултате предузеће остварује при дну привредног циклуса. Пошто проценитељ очекује да ће доћи до опоравка привреде, а затим и до раста, требало би да прилагоди стопу раста очекиваним околностима. То значи да ће користити више очекиване стопе раста за неколико наредних година уколико је пре тога привреда била у рецесионој фази, очекујући њен брз опора-

тата и да ће резултат врло брзо бити враћен у нормалу (односно да ће постати позитиван). Зато се, представљеним методама, негативан текући финансијски резултат своди на позитиван.

вак. Обрнуто важи када је стопа профита услед експанзије привреде увећана, пошто се тада зарачунавају ниже очекиване стопе раста у складу са очекивањима пада економске активности. Најбоље је да се очекивана стопа раста израчунава на основу праћења кретања резултата предузећа у претходним годинама, пошто се могу уочити тренд и временски периоди у којима долази до сукцесивног смењивања рецесије и експанзије.

Друга наведена могућност је да се изврши нормализација резултата предузећа, када аналитичар одговара на питање шта би се догодило да није било хировитих и наглих промена у привредним циклусима. Уколико финансијски резултати показују велику варијабилност током времена, онда ће нормализација резултата бити најсигурније решење. Нормализација резултата се може остварити на више начина:

– аналитичар може нормализовати резултат коришћењем просечног износа у претходном периоду. Да би нормализација била успешна, неопходно је обухватити претходни период од пет до десет година, пошто он покрива целокупан привредни циклус. Овај начин нормализације је адекватан у предузећима у којима није долазило до великих промена у величини и асортиману и не даје добре резултате уколико је предузеће постајало мање или веће у смислу броја продатих јединица и укупног прихода;

– нормализација може бити успешна и уколико се користи просечна стопа приноса на уложени капитал или просечна профитна маргина. Овај приступ је сличан претходном, само што користи процентуалне износе односно рацио бројеве. Основна предност у односу на претходни приступ је то што је применљив без обзира на то да ли је предузеће мењало своју величину у смислу асортимана, количине продатих производа и прихода. На овај начин је омогућено да се изврши нормализација нето резултата, пошто су стопе релативни бројеви и узимају у обзир и уложени капитал, а не само износе добитка током времена.

Нормализација резултата у цикличним фирмама може довести до исправне процене само уколико се резултати који ће бити остварени заиста током већег броја периода приближавају нормализованом износу. У супротном, процењена вредност предузећа биће прецењена.

У великом броју предузећа цена производа који је предмет продаје процењиваног предузећа се мења из периода у период, час наниже, час навише. Врло често дуги периоди ниских цена прате дуге периоде високих цена дате робе. Ценовна цикличност у великој мери зависи и од врсте самих производа. Предузећа која послују у делатности везаној за природне ресурсе као што су производња угља

или шумарска индустрија морају бити процењивана тако што ће аналитичар морати да изврши одређена прилагођавања и корекције. Аналитичар мора бити у стању да предвиди будуће кретање цена ових врста производа и да то укључи у сам поступак пројекције будућих резултата, што ће бити тешко, имајући на уму да су ценовни циклуси врло непредвидиви. Друга могућност је то да се приликом пројекција узима у обзир нормализована цена робе током циклуса. На пример, просечна цена кафе у претходној декади се узима као нормализована и служи за пројектовање вредности плантаже. Проценитељ мора бити опрезан имајући на уму да је цена кафе прилично променљива величина.

3. ДУГОРОЧНИ ПРОБЛЕМИ И ПРОЦЕС ЕВАЛУАЦИЈЕ

Претходни део указао је на краткорочне проблеме у вези са остваривањем привремених губитака, који су решени на релативно лак начин путем прилагођавања и нормализације. Полазило се од претпоставке да ће предузеће врло брзо из зоне губитка ући у зону добитка, тако да то не утиче у великој мери на поступак саме евалуације. Међутим, често су узрок негативних финансијских резултата дугорочни проблеми које је тешко превазићи, што захтева од проценитеља да буде довољно интуитиван и аналитичан, како би могао да утврди да ли ће и кад ти проблеми уопште и нестати.

„Стратешки проблеми су дугорочног карактера и везују се за погрешну процену предузећа у вези са производњом, продајом и асортиманом, што значи за грешке у маркетинг концепцији дате компаније“.⁴ Због таквих одлука предузеће може сносити велике трошкове и услед тога у дужем периоду остваривати губитке. Као типичан пример погрешног стратешког понашања може се навести *IBM*, који је осамдесетих година прошлог века остварио прави бум на пољу персоналних рачунара и бележио огромне износе профита. Међутим, стратегија је била погрешна, јер је акценат био стављен на кућну, а не пословну употребу, уз стварање не толико доброг оперативног система, што је искористио *Microsoft*, а то је довело до тога да је прво предузеће изгубило почетком деведесетих више од половине тржишног учешћа, уз драстично умањење стопе приноса на уложени капитал.

Уколико проценитељ пође од претпоставке да оно што је изгубљено погрешним стратешким одлукама никада не може бити враћено, и да ће се предузеће тешко опоравити, онда се у поступку процене смањују очекивања у вези с стопом раста прихода и будућим

⁴ A. Damodaran, 621.

профитним маржама. Уколико проценитељ сматра да је могуће да се предузеће опорави изласком на нова тржишта, онда се приликом процене очекивања подижу, што се уграђује у будућу стопу раста, а самим тим и у поступку процене вредности, чиме процењена вредност постаје већа, имајући на уму да је реч о оптимистичкој варијанти.

Оперативни проблеми предузећа у великој мери могу утицати на пројекције и на процењену вредност капитала. На пример, предузећа која су мање ефикасна на пољу дистрибуције производа купцима, у односу на конкуренцију имају и мању вредност. До оперативних проблема обично долази услед слабе адаптације опреме јер предузећа заостају за новом технологијом, пошто не замењују застарела основна средства. Такве фабрике и предузећа услед тога имају увећане трошкове у односу на конкуренцију, што може довести до негативних финансијских резултата.

Оперативну ефикасност предузећа најбоље показује пословна односно оперативна маргина, тако да она предузећа која имају веће оперативне проблеме имају мање оперативне маргине од конкуренције. Таква предузећа би требало да теже да пословну маргину подигну на ниво индустријског просека, што зависи од самог типа проблема, а то, наравно, утиче и на потенцијалну вредност.

Што је веће предузеће које је предмет процене, то ће спорије решавати своје оперативне проблеме. Неке врсте неефикасности могу бити отклоњене много брже него неке друге. Лакше је заменити дотрајала фиксна средства или променити систем вредновања залиха, него извршити додатну обуку кадрова, што може успорити и покупети тај процес. Ови проблеми се могу решити и променом менаџмента предузећа. Некада је потребно променити и чланове највишег менаџмента у предузећу како би ови проблеми нестали.

Проценитељ, дакле, мора узети у обзир све наведене факторе који утичу на пословање предузећа и висину оперативне маргине, тако што ће их укалкулисати или у очекивану стопу раста или у очекиване резултате. Степен утицаја ових фактора на кључне аспекте процене зависиће од саме врсте оперативног проблема и процене аналитичара да ли ће менаџмент предузећа успети да се избори са њима.

Већ је напоменуто да је један од разлога пословања са губицима и превелико задуживање предузећа, што не мора да буде и није повезано са стратешким и оперативним проблемима. Предузеће може доћи у ситуацију да пословни резултат буде позитиван, али да нето резултат (по одбитку финансијских расхода) буде негативан. Уколико превелико задужење није у потпуности уздрмало процењивано предузеће, онда је лакше пронаћи начин за добијање полазних основа за

процену вредности. Међутим, уколико предузеће иде ка банкротству, онда се могућности за решење проблема умањују.

Подразумева се да сва предузећа која много позајмљују могу лако да оду у банкротство. Предузеће може позајмљивати велике износе новца уколико остварује високу оперативну маргину и позитивне новчане токове. Тиме предузећа користе ефекат финансијског левериџа,⁵ али и повећавају ризик пословања. Могуће је да дође до умањења или прекида продаје, до кашњења у плаћању од купаца, до захтева да се раније плати обавеза према добављачима, што смањује ликвидност предузећа и могућност плаћања дугова. Велико задуживање, у стварности, са друге стране, може да води порасту цене позајмљеног капитала, што умањује вредност предузећа.

Приликом процене, аналитичар може пројектовати нето новчане токове и вредност предузећа. Уколико предузеће остварује пословне добитке и има висок степен оперативне маргине, који су у нивоу компарабилних предузећа, онда је неопходно да у поступку процене аналитичар постепено смањује рацио дуга⁶ и да цену капитала рачуна имајући на уму промене у том рациу. Друга могућност је да проценитељ вреднује предузеће користећи кориговану приносну вредност тако што ће проценити вредност предузећа као да се није задуживало, а затим на ту вредност додати очекиване трошкове могућег банкротства и пореске олакшице на дугове.

Дисконтовање нето новчаних токова и процена приносне вредности се може, дакле, користити ако проценитељ претпоставља да ће предузеће наставити да послује трајно и да ће се по основу тога новчани токови наставити и у будућности. Међутим, уколико предузећу услед великог задуживања прати банкротство, немогуће је да се користи овај метод процене, већ се морају размотрити алтернативни методи процене. Једна могућност је да се у поступку процене користи ликвидациона вредност, а друга могућност да се и поред могућег банкротства претпоставља да предузеће наставља да послује, и тада се предузеће вреднује као опција.

⁵ Степен финансијског ризика је одређен променама у обиму фиксних финансијских расхода на име камате. То значи да је финансијски левериџ „полуџа“ која се активира увек када предузеће један део средстава финансира из позајмљених извора. Цена позајмљених извора је одређена висином каматне стопе. Због тога је логично очекивати да ће стопа приноса на укупна пословна средства да се разликује од стопе приноса на сопствена средства. Јасно је да предузеће тежи да стопа приноса на укупна пословна средства буде већа од цене позајмљених извора средстава (каматне стопе). Стопа приноса на сопствена средства је у случају финансирања и из туђег капитала одређена рентабилитетом укупних пословних средстава, али и разликом између стопе приноса на укупна средства и каматне стопе.

⁶ Рацио дуга је релативни број који показује учешће позајмљеног капитала у укупном капиталу предузећа.

Ликвидациона вредност полази од претпоставке да предузеће престаје са пословањем и подразумева процену имовине по ликвидационом методу и по ценама које су, начелно посматрано, на нижем нивоу у односу на супстанцијалну вредност односно трошкове замене. Затим, аналитичар од укупног износа вредности имовине вредноване по ликвидационом методу одузима износ дуга, како би утврдио вредност нето имовине. Проблем се може јавити уколико није могуће на лак начин раздвојити имовинске позиције и вредновати их посебно. Књиговодствену вредност никада не би требало користити као замену за ликвидациону вредност имовине. Ликвидациона вредност показује пре зарађивачку способност, и самим тиме и вредност неког имовинског дела, него цену плаћену за неку имовину, што нам показује, управо, књиговодствена вредност. „Ликвидациона вредност предузећа је, у принципу, његова најнижа вредност. Ако нерентабилно предузеће због законских прописа или других разлога мора наставити са пословањем, његова најнижа вредност може да буде нижа од ликвидационе вредности односно представља дисконтовану вредност одложене ликвидације.“⁷ Метод ликвидационе вредности полази од тога да тржишна вредност имовине предузећа превазилази износ дуга.

Раније смо већ констатовали да је нормално да предузећа у неким фазама свог животног циклуса улазе у фазе остварења негативних резултата, тако да у тим случајевима није могуће применити нормализацију. Аналитичар ће пројектовати нето новчане токове имајући на уму да ће они постати позитивни у наредном стадијуму развоја предузећа.

Сва предузећа чије пословање захтева велика инвестициона улагања у почетним стадијумима животног циклуса, пословаће у тим стадијумима са губицима, очекујући приносе од тих инвестиција у неком будућем периоду. Додатни проблем може настати на основу тога да није увек могуће да предузеће финансира инвестиције искључиво сопственим капиталом, па се због тога често задужује и тиме ствара неповољну комбинацију фактора у свом пословању – негативне финансијске резултате уз „игру“ на висок финансијски леверидж. Као типичан пример можемо навести предузећа у области телекомуникација и кабловске компаније. Оваква предузећа стварају велике губитке у старту, када инвестирају у скупу имовину, али, с друге стране, свесна су да имају тржиште које ће врло брзо надокнадити све губитке, с обзиром на то да су овакве услуге обично скупе. Врло често оваква предузећа добијају карактер законског монопола, тако да се тиме јасно дефинише могућност великих износа профита по започињању комерцијалне употребе. У оваквим предузећима инвес-

⁷ С. Тушевљак, Ј. Родић, *Финансије предузећа*, Консеко Институт, Београд, 2003, 719.

тиције су врло честе и континуиране, али она у исто време рачунају и на амортизацију постојећих улагања, што генерише додатне пореске бенефиције.

Међутим, у неким ситуацијама велике почетне инвестиције не гарантују остварење будућих добитака, чак и када тржиште постоји. С друге стране, чак и када је предузеће заштићено од конкуренције, не значи да ће сигурно остваривати профит у будућности по основу постојеће технологије. Због тога аналитичар узима у обзир могућност банкротства ових предузећа приликом процене.

Пројектована вредност предузећа је под утицајем две врсте фактора:

- средстава које предузеће већ поседује и
- потенцијалног раста под утицајем повољних будућих шанси и околности.

Први фактор утиче на вредност предузећа преко текућих и пројектованих нето новчаних токова и резултата, док други фактор увећава вредност предузећа на основу пораста очекиване стопе раста. То значи да велики износ потенцијалне вредности капитала може проистећи из могућег стварања патената у самом предузећу. Не узимањем у обзир овог фактора, пројектована вредност предузећа може бити потцењена.

Постоје три начина како проценитељ може укључити у вредност предузећа износ патената:

- да износ патената вреднује на основу тржишне вредности и да ту вредност дода на већ добијену вредност на основу дисконтовања нето новчаних токова (који се стварају на основу давања лиценци);
- да се приликом процене вредности у обзир узимају више очекиване стопе раста које ће одсликавати потенцијалну вредност патената. То значи да ће пројектована вредност бити на вишем нивоу, јер ће потенцијални нето новчани токови бити генерисани на вишем нивоу;
- да се користи модел вредновања на основу опција и да се та вредност додаје на износ приносне вредности.

Оно што се често дешава је да вредност оваквих предузећа буде прецењена, јер аналитичари могу користити више стопе раста, али у исто време додавати и премију на приносну вредност на основу патената, што значи да долази до дуплог рачунања.

Проблем у процени може се јавити и код нових и младих предузећа, код којих је нормално да прође проток времена од момента када менаџери пуни ентузијазма смисле одређену иновацију или идеју, до тренутка када она постане реализована и комерцијализована.

на. Из тога произлази да је нормално да таква предузећа у том прелазном периоду остварују негативне финансијске резултате. То, наравно, не чини оваква предузећа мање вредним. Управо супротно, вредност таквих идеја обично утиче на повећање пројектоване вредности капитала, што аналитичар обавезно узима у обзир приликом пројекција.

4. ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Очигледно је да постоји велики број начина да се традиционална метода приносне вредности у процени модификује и прилагоди проблемима процене у условима негативног пословног тренда предузећа. Код цикличних фирми, јасно је да вредност предузећа у великој мери зависи од кретања саме привреде. Исто се може рећи и за предузећа код којих у циклусима – дужим или краћим – долази до промена у ценама производа. Уколико аналитичар не узима у обзир ове факторе, може доћи до високог степена потцењивања пројектоване вредности у фазама рецесије, односно великог прецењивања у фазама експанзије привреде.

Ако предузећа послују са губицима због дугорочних проблема изазваних погрешним стратешким и оперативним одлукама или финансијских проблема насталих услед превеликог задуживања, тада процес евалуације постаје много компликованији и тежи. Проценитељ мора бити у стању да оцени да ли ће оваква предузећа успети да стану на ноге и извуку се из проблема или ће отићи у банкротство. Уколико постоји велика вероватноћа да ће предузећа морати да престану са радом, онда се за процену мора користити већ поменута ликвидациона вредност. Такође, проценитељ велику пажњу мора обратити на процену вредности произашлу из генерисања нето новчаних токова по основу већ постојећих средстава, али и по основу будућих користи од увођења иновација и патената, што увећава пројектовану вредност капитала.

Јасно је да, без обзира на велики број проблема који могу настати по основу краткорочних и дугорочних пословних препрека у предузећу, проценитељ има широк дијапазон могућности да изврши многобројне наведене модификације у поступку процене, полазећи од принципа да је најбољи показатељ вредности предузећа приносна вредност добијена дисконтовањем нето новчаних токова и резултата предузећа. Прилагођавања може спровести како на пољу пројекција нето новчаних токова и резултата, тако и кориговањем очекиване стопе раста, што омогућава да пројектована вредност буде што тачнија и валиднија.

Čedomir Gligorić

Assistant

University of Belgrade Faculty of Law

PROBLEMS IN VALUING BUSINESSES WITH NEGATIVE EARNINGS

Summary

The procedure of valuing businesses with negative earnings has some specificity in comparison to the evaluation of companies that are profitable. This is why it is necessary to adjust the process of evaluation not only to the provisional issues but also to the strategic and operational problems. When it comes to the short-term changes in business factors, the normalization of earnings of the enterprise which is subjected to valuation should include all the costs relating to these changes. In case of the long-term problems – namely, those of strategic and operational character – the valuation procedure gets more complicated, since the appraiser has to estimate the possibility of their successful solving and to evaluate the capital in the light of this estimation. One of the long-term problems could be overborrowing that leads to negative earnings, and this is one of the issues the appraiser should take into account.

Key words: *Evaluation. – Negative Earnings. – Earnings normalization*