

## OCENJEVANJE VREDNOSTI PODJETJA

### 1. UVOD

Poznamo:

- Knjigovodsko vrednost podjetja (je razlika med celotnimi sredstvi in celotnimi obveznostmi podjetja, kot izhaja bilance stanja) – lastniški kapital,
- Ocenjeno vrednost podjetja (je cena, za katero bi se najverjetneje pogodili kupci in prodajalci). Ocenjena vrednost ni dejstvo, pač pa ocena najverjetnejše cene.

Ocenjevanje vrednosti podjetij je aktivnost ali proces oblikovanja mnenja ali ocene o vrednosti podjetja ali deleža v njem.

Z ocenjevanjem vrednosti podjetij se ukvarjajo strokovnjaki z znanjem poslovnih financ. V Sloveniji se z ocenjevanjem vrednosti podjetij ukvarjajo tudi pooblaščen ocenjevalci vrednosti podjetij, katerih delovanje nadzoruje Slovenski inštitut za revizijo. Slovenski inštitut za revizijo je za pooblaščen ocenjevalce vrednosti podjetij določil Hierarhijo standardov ocenjevanja vrednosti (Ur.l. RS št. 47/04). Pri ocenjevanju je potrebno upoštevati naslednje zakone, standarde in ostale strokovne vire:

- Zakon o revidiranju;
- Zakon o gospodarskih družbah;
- Kodeks poklicne etike ocenjevalca vrednosti;
- Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti (2007);
- Slovenski poslovno finančni standardi SPS 1 - Ocenjevanje vrednosti podjetij;
- pojasnila strokovnega sveta Slovenskega inštituta za revizijo;
- tujo in domačo strokovno literaturo s področja ocenjevanja vrednosti.

### 2. PODLAGE VREDNOSTI

Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti (MSOV 2007) razlikujejo dve skupini vrst oziroma podlag vrednosti:

- tržno vrednost kot podlago ocenjevanja vrednosti in
- podlage, ki niso tržne vrednosti

**Tržna vrednost** je ocenjen znesek, po katerem bi si na dan ocenjevanja vrednosti po ustreznem postopku trženja izmenjala premoženje voljan in dobro obveščen kupec ter voljan in dobro obveščen prodajalec, ki delujeta medsebojno neodvisno, razumno in brez prisile.

Ločimo naslednje **netržne vrednosti**:

1. na temelju lastništva nad sredstvom, kamor spada:
  - vrednost za naložbenika – vrednost premoženja za določenega naložbenika ali skupino naložbenikov s prepoznanimi naložbenimi ali poslovnimi cilji,
2. na temelju cene, dogovorjene med specifičnimi subjekti, kamor spada:

---

<sup>1</sup> Irena Viher, univ. dipl. ekon., pooblaščen ocenjevalka vrednosti podjetij, direktorica podjetja ABECEDA SVETOVANJE d.o.o., predavateljica na Visoki šoli za računovodstvo.

- poštena vrednost – znesek, za katerega naj bi seznanjeni in voljni stranki zamenjali sredstvo v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama,
  - posebna vrednost – znesek nad tržno vrednostjo, ki izraža posebne lastnosti sredstva, ki predstavljajo vrednost le za posebnega kupca,
  - sinergijska vrednost – dodatna sestavina vrednosti, ki jo ustvari kombinacija dveh upravičenj ali več, kjer je vrednost kombiniranih upravičenj višja od vsote prvotnih upravičenj,
3. na zakonski ali pogodbeni podlagi
- davčni nameni (tržna vrednost na dan 1.1.2006),
  - cenitve pri pripojitvah, združitvah in delitvah (obravnavo ZGD),
  - iztisnitve delničarjev (obravnavo ZGD).

Od namena ocenjevanja vrednosti je odvisna izbira podlage vrednosti.

<b>Namen ocenjevanja vrednosti</b>	<b>Podlaga vrednosti po MSOV</b>
Nakup ali prodaja (za neodvisnega kupca in prodajalca)	Tržna vrednost
Kupoprodaja za specifičnega kupca	Vrednost za naložbenika (na podlagi lastništva nad sredstvom)
Davčni namen	Tržna vrednost
Prevzem podjetja ali menedžerski odkup	Tržna vrednost
Stvarni vložek	Tržna vrednost
Izstop družbenika	Tržna vrednost
Stečaj in likvidacija	Tržna vrednost
Iztisnitev delničarjev	Poštena vrednost (zakonska ali pogodbeno podlaga)
Določitev menjalnega razmerja (pri pripojitvi ali delitvi)	Poštena vrednost (zakonska ali pogodbeno podlaga)
Za potrebe računovodskega poročanja	Tržna vrednost

### 3. RAVNI VREDNOSTI PRI OCENJEVANJU

STRATEŠKA ALI SINERGIJSKA VREDNOST
- sinergije
VREDNOST ZA OBVLADUJOČEGA LASTNIKA
- odbitek za pomanjkanje obvladovanja
VREDNOST ZA MANJŠINSKEGA LASTNIKA OB PREDPOSTAVKI POPOLNE TRŽLJIVOSTI
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti
VREDNOST ZA MANŠINSKEGA LASTNIKA OB OMEJENI TRŽLJIVOSTI

Meje za določitev odbitka za obvladovanje:

- 100% lastnik – v celoti obvladuje podjetje,
- nad 75% lastnik ne more samostojno odločati o zadevah, ki zahtevajo 90% glasov (iztisnitev delničarjev),
- nad 50% lastnik ne more samostojno odločati o zadevah, ki zahtevajo 75% glasov (statutarne spremembe, likvidacija podjetja...),
- pod 50% lastnik ne more samostojno odločati o zadevah za katere je potrebna navadna večina (delitev dobička),

- nad 25% lastnik lahko onemogoči odločitve, ki zahtevajo 75% glasov,
- do 25% odbitek za neobvladovanje oz. do 35% pribitek za obvladovanje.

Pri določitvi odbitka za obvladovanje so pomembne tudi določbe v statutu oziroma družbeni pogodbi.

Odbitek za pomanjkanje tržljivosti:

- Deleži v lastniško zaprtih družbah so manj tržljivi, ker zanje ni trga na katerem bi jih bilo možno takoj in brez dodatnih stroškov prodajati in kupovati.
- Na odbitek za pomanjkanje tržljivosti vpliva velikost deleža.
- Za manjšinske deleže so odbitki do 45% (nanj vpliva izplačevanje dividend, možni kupci, velikost deleža, možnost uvrstitve na borzo, dostopnost do informacij, statutarna določila).
- Za večinske deleže so odbitki manjši in sicer od 3 do 33% (gre za neunovčljivost in stroške pri prodaji).

#### **4. NAČINI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETIJ**

Poznamo tri načine ocenjevanja vrednosti podjetij in v okviru njih več metod ocenjevanja vrednosti podjetij:

1. na donosu zasnovan način ocenjevanja:
  - metoda diskontiranja,
  - metoda kapitalizacije,
2. na tržnih primerjavah zasnovan način ocenjevanja:
  - metoda primerljivih podjetij uvrščenih na borzi,
  - metoda primerljivih kupoprodaj podjetij,
3. na sredstvih zasnovan način ocenjevanja:
  - metoda čiste vrednosti sredstev,
  - metoda presežnih donosov.

V naslednjih tabelah so opisane glavne značilnosti posameznih metod.

METODA DISKONTIRANJA	METODA KAPITALIZACIJE	METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ UVRŠČENIH NA BORZI
<p>Temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontirana na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa.</p>	<p>Temelji na normaliziranem letnem donosu, ki bo naraščal ali padal po neki povprečni stopnji v teoretično neskončnost.</p>	<p>Temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj, kot je ocenjevano, empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja.</p>
<p>Prednosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• teoretično najbolj korektna,</li> <li>• množična uporaba,</li> <li>• naročniki jo sprejemajo kot temeljno metodo.</li> </ul>	<p>Prednosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• pogosta uporaba,</li> <li>• ne zahteva dolgoročnih napovedi,</li> <li>• je enostavna.</li> </ul>	<p>Prednosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• trg je najboljši razsodnik za določanje vrednosti,</li> <li>• cene delnic uvrščenih na borzi so na voljo za kateri koli datum ocenjevanja,</li> <li>• posebno primerna za ocenjevanje vrednosti manjšinskega deleža.</li> </ul>
<p>Slabosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• zahteva napoved poslovanja,</li> <li>• zahteva napoved diskontne mere,</li> <li>• za naročnika včasih težko razumljiva.</li> </ul>	<p>Slabosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• preveč poenostavlja metodo diskontiranja,</li> <li>• ves čas enak donos,</li> <li>• spornost donosa in mere donosa.</li> </ul>	<p>Slabosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ni razpoložljivih podatkov za posamezne panoge,</li> <li>• težko najti resnično primerljiva podjetja,</li> <li>• sporna uporaba pribitka za obvladovanje.</li> </ul>
<p>Uporabnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• primerna za ocenjevanje proizvodnih in storitvenih podjetij,</li> <li>• primerna za ocenjevanje obvladujočega in manjšinskega deleža.</li> </ul>	<p>Uporabnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• primerna za ocenjevanje proizvodnih in storitvenih podjetij,</li> <li>• primerna za ocenjevanje obvladujočega in manjšinskega deleža.</li> </ul>	<p>Uporabnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• primerna za ocenjevanje obvladujočega in manjšinskega deleža.</li> </ul>

<b>METODA PRIMELJIVIH KUPOPRODAJ PODJETIJ</b>	<b>METODA PRILAGOJENIH KNJIGOVODSKIH VREDNOSTI</b>	<b>METODA PRESEŽNIH DONOSOV</b>
Ta metoda temelji na enakih osnovah kot metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij, vendar običajno obravnava kupoprodaje obvladujočih deležev.	Temelji na načelu substitucije, po katerem kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot bi bil strošek nadomestitve s sredstvom z enako uporabnostjo.	Ocenimo tržno vrednost opredmetenih osnovnih sredstev in presežek donosov.
<p>Prednosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• primerna je za ocenjevanje vrednosti obvladujočega deleža, ker ni treba uporabiti pribitka za obvladovanje.</li> </ul>	<p>Prednosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• enostavna za razumevanje,</li> <li>• ustrezna za ocenjevanje vrednosti podjetij, katerih vrednost temelji na vrednosti sredstev oziroma naložb,</li> <li>• primerna za ocenjevanje likvidacijske vrednosti.</li> </ul>	<p>Prednosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• primerna za oceno majhnih družinskih podjetij.</li> </ul>
<p>Slabosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• slaba razpoložljivost podatkov,</li> <li>• drugi čas transakcij,</li> <li>• sporen odbitek za obvladovanje,</li> <li>• ne poznajo se vsi pogoji kupoprodaje,</li> <li>• prisotnost sinergij.</li> </ul>	<p>Slabosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• delovno intenzivna,</li> <li>• lahko je sporna pri ocenitvi neopredmetenih sredstev in potencialnih obveznosti,</li> <li>• ni primerna ta poslujoča podjetja, pri katerih njihova vrednost ni odvisna pretežno od materialnih sredstev.</li> </ul>	<p>Slabosti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• kaj opredeliti kot donos, kaj kot sredstva,</li> <li>• ni statističnih osnov za določanje mere kapitalizacije presežnih donosov,</li> <li>• ne omogoča vključevanja pričakovane rasti,</li> <li>• redko se uporablja.</li> </ul>
<p>Uporabnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• primerna za ocenjevanje obvladujočih deležev in za ocenjevanje vrednosti za naložbenika.</li> </ul>	<p>Uporabnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• primerna za ocenjevanje holdingov ob predpostavki delujočega podjetja in za ocenjevanje proizvodnih in storitvenih podjetij ob predpostavki likvidacije,</li> <li>• običajno se uporablja za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev.</li> </ul>	<p>Uporabnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• običajno se uporablja za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev.</li> </ul>

## 5. METODA DISKONTIRANJA

Metoda diskontiranja temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh bodočih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki odraža časovno vrednost denarja in stopnjo tveganja, povezano z uresničitvijo pričakovanih donosov. V ekonomski teoriji je metoda diskontiranja najprimernejši način ocenjevanja vrednosti vsake naložbe.

Metoda zahteva opredelitev:

- projekcije zneskov pričakovanih donosov v določenih časovnih intervalih in
- diskontne mere, ki odraža strošek kapitala.

Preden pripravimo projekcijo pričakovanih donosov je potrebno analizirati:

- preteklo poslovanje podjetja,
- dejavnost v katero spada podjetje,

- preteklo poslovanje primerljivih podjetij,
- makroekonomsko okolje podjetja,
- funkcije podjetja (program, prodaja, nabava, tehnologija, kadri).

Poznamo dva načina ocenjevanja vrednosti z metodo diskontiranja:

NEPOSREDEEN NAČIN OCENJEVANJA	POSREDEEN NAČIN OCENJEVANJA
<p>ČISTI DOBIČEK ALI IZGUBA            + nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij),            - naložbe v osnovna sredstva,            + denarna sredstva, pridobljena z dezinvestiranjem,            - /+ vlaganja v obratni kapital,            + denar iz novo najetih posojil            - odplačila anuitet in najetih posojil            = ČISTI DENARNI TOK ZA LASTNIŠKI KAPITAL</p>	<p>PRILAGOJEN DOBIČEK ALI IZGUBA IZ POSLOVANJA (NOPLAT)            + nedenarni stroški (amortizacija, povečanja dolgoročnih rezervacij),            - naložbe v osnovna sredstva,            + denarna sredstva, pridobljena z dezinvestiranjem,            -/+ vlaganja v obratni kapital,            = ČISTI DENARNI TOK ZA CELOTNI KAPITAL</p>

Pri posrednem načinu ocenjevanju lastniškega kapitala, dobimo z diskontiranjem prostih denarnih tokov vrednost celotnega kapitala (lastniškega in dolžniškega).

Zato moramo tako izračunani vrednosti

- prišteti dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe,
- prišteti poslovno nepotrebna sredstva,
- prišteti ali odšteti višek ali manjko obratnega kapitala in
- odšteti finančne obveznosti.

Teorija daje prednost posrednemu ocenjevanju lastniškega kapitala, saj je enostavnejši in razumljivejši. Vendar pa ta način ni primeren, v kolikor je podjetje močno zadolženo oziroma, če v bližnji prihodnosti predvideva večje investicije zaradi katerih se bo finančna zadolženost močno povečala.

Formula za izračun sedanje vrednosti denarnih tokov ob predpostavki poslovanja podjetja v neskončnost je naslednja

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)^{0,5}} + \frac{NDT_2}{(1+d)^{1,5}} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^{n-0,5}} + \frac{NDT_n(1+g)}{(1+d)^{n-0,5} \cdot (d-g)}$$

kjer je:

- PV = sedanja vrednost
- NDT<sub>1</sub>...NDT<sub>n</sub> = neto denarni tok, pričakovan v vsakem obdobju od 1 do n, pri čemer je n zadnji denarni tok, povzet po napovedi ocenjevanega podjetja
- d = diskontna mera
- g = predvidena stopnja rasti donosnosti

Vrednost neto denarnih tokov ob predpostavki, da podjetje ne bo prenehalo poslovati izrazimo s pomočjo Gordonovega modela.  $NDT_n$  mora predstavljati normaliziran denarni tok. Za tako opredeljen denarni tok predpostavljamo, da bo naraščal z neko stabilno stopnjo rasti.

Formula Gordonovega modela rasti:

$$PV = \frac{NDT_0(1+g)}{d-g}$$

V kolikor po zadnjem letu napovedi pričakujemo, da bo stopnja rasti donosnosti variabilna uporabimo večstopenjski Gordonov model.

Določitev diskontne mere

Bodoče donose oz. denarne tokove moramo prevrednotiti na sedanjo vrednost, kar imenujemo diskontiranje.

V teoriji ocenjevanja predstavlja diskontna stopnja pričakovano stopnjo donosnosti, izraženo v %, ki jo kupec ali investitor zahteva za nakup podjetja in je v neposredni povezavi s tveganostjo dotičnega podjetja.

V ekonomskem pomenu pa predstavlja diskontna stopnja pričakovano stopnjo donosa, ki jo zahteva naložbenik za nakup določenega podjetja, namesto, da sredstva vloži v drugo razpoložljivo naložbo, primerljivo po tveganju in ostalih naložbenih značilnostih.

CAPM MODEL – za ocenjevanje lastniškega kapitala

$$E(R_i) = R_f + \beta(ERP) + RP_s + RP_c + RP_u$$

kjer je:

$E(R_i)$	= zahtevana mera donosa (strošek kapitala) navadne delnice
$R_f$	= mera donosa netveganega vrednostnega papirja na dan vrednotenja
$\beta$	= beta, mera posebnega tveganja
ERP	= pribitek za kapitalsko tveganje, če je $\beta = 1$
$RP_s$	= pribitek za majhnost
$RP_c$	= pribitek za deželno tveganje
$RP_u$	= pribitek za posebna tveganja ocenjevanega podjetja

Kot mero donosa netveganega vrednostnega papirja izberemo donos slovenske dolgoročne obveznice, ki dospe 10 let po datumu vrednotenja (trenutno med 4% do 5%),

Beta prikazuje intenziteto spremenljivosti donosa v določenem podjetju v primerjavi s spreminjanjem donosnosti vseh podjetij v isti dejavnosti. V primeru, ko je vrednost  $\beta = 1$ , se donosnost v obravnavanem podjetju spreminja enako kot v drugih podjetjih oziroma je tveganje v podjetju enako povprečnemu tveganju v dejavnosti. Pri  $\beta > 1$  je tveganje večje, saj se donosnost močnejše spreminja. Pri  $\beta < 1$  pa je gibljivost donosnosti v podjetju manjša, zato je manjše tudi tveganje takšnega podjetja (vir za panožne bete je spletna stran Damodaran online).

Pribitek za kapitalsko tveganje je dodatna stopnja donosa, ki jo naložbenik zahteva nad netvegano stopnjo donosa, da namesto v netvegane vrednostne papirje vlaga v bolj tvegane naložbe, kot so delnice (ali deleži) podjetij (trenutno med 4 in 6%).

Pribitek za majhnost – ker so dejanski donosi delnic majhnih podjetij višji od donosov, izračunanih po modelu CAPM (trenutno med 1 in 6% glede na velikost podjetja).

Pribitek za deželno tveganje – če izhajamo iz donosa netveganega vrednostnega papirja, ki ni slovenski dodamo še pribitek za deželno tveganje.

Pribitek za posebna tveganja ocenjevanega podjetja (močna odvisnost od ključnih kupcev, vodstva, dobaviteljev....)

WACC – za ocenjevanje celotnega kapitala

$$WACC = (k_e \times W_e) + (k_p \times W_p) + (k_{d(pt)} [1 - t] \times W_d)$$

kjer je:

WACC	= tehtano poprečje stroškov kapitala
$k_e$	= strošek kapitala, ki se nanaša na navadne delnice
$W_e$	= odstotek kapitala, ki se nanaša na navadne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti
$k_p$	= strošek kapitala, ki se nanaša na prednostne delnice
$W_p$	= odstotek kapitala, ki se nanaša na prednostne delnice v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti
$k_{d(pt)}$	= strošek dolga pred obdavčitvijo
$t$	= davčna stopnja
$W_d$	= odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala, opredeljeni na osnovi tržnih vrednosti

## 6. METODA PRIMERLJIVIH PODJETIJ UVRŠČENIH NA BORZI

Metoda temelji na predpostavki, da dajejo kupoprodaje podobnih premoženj, kot je ocenjevano, empirične dokaze o vrednosti ocenjevanega premoženja. Pri tem je bistveno, da gre za kupoprodaje med nepovezanimi osebami.

Izbrati moramo primerljiva podjetja, ki kotirajo na borzi:

- s podobnimi značilnostmi glede stopnje tveganja,
- s podobnim trgom,
- podobnimi proizvodi ali storitvami,
- na podobnem geografskem območju delovanja,
- podobne velikosti in
- s primerljivimi preteklimi podatki.

Najti moramo najmanj tri primerljiva podjetja, najboljši vzorec pa je pet do sedem podjetij.



<b>MNOGOKRATNIKI LASTNIŠKEGA KAPITALA</b>	<b>MNOGOKRATNIKI CELOTNEGA KAPITALA</b>
Tržna cena delnice / Čisti dobiček na delnico  <i>Primeren za podjetja, ki imajo podoben način obračunavanja amortizacije in sestavo celotnega kapitala</i>	Tržna vrednost celotnega kapitala / EBITDA
Tržna cena delnice / bruto denarni tok na delnico  <i>Primeren za podjetja, ki imajo velik delež amortizacije v stroških in primerljiva in ocenjevano podjetje uporabljajo različne načine obračunavanja amortizacije</i>	Tržna vrednost celotnega kapitala / EBIT
Tržna cena delnice / dobiček pred obdav. na delnico  <i>V primeru različnih davčnih stopenj</i>	Tržna vrednost celotnega kapitala / knjigovodska vrednost celotnega kapitala
Tržna cena delnice / prihodki od prodaje na delnico  <i>V primeru ocenjevanja storitvenih podjetij, katerih ključna značilnost je stalnost kupcev – revizijske družbe</i>	
Tržna cena delnice / knjigovodska vrednost delnice  <i>Za ocenjevanje finančnih institucij in podjetij s področja trgovine na drobno</i>	<b>PRI TEH MNOGOKRATNIKI MORAMO NA KONCU ODŠTETI TRŽNO VREDNOST DOLGA</b>

Pri tej metodi je pomembno da:

- pri izračunu mnogokratnikov upoštevamo enako časovno obdobje pri ocenjevanem podjetju in pri primerljivih podjetjih,
- izkaze primerljivih podjetij je potrebno analizirati in jih po potrebi prilagoditi izkazom poslovanja ocenjevanega podjetja,
- kadar vrednotimo obvladujoči delež je bolje izbrati med mnogokratniki celotnega kapitala, prav tako, če vrednotimo manjšinski delež in je sestava kapitala različna,
- ker dobimo vrednost za popolnoma tržljivi manjšinski delež je potrebno, če vrednotimo lastniško zaprto podjetje, uporabiti še odbitek za pomanjkanje tržljivosti

Vrednotenje na podlagi mnogokratnikov bolj kot pooblaščen ocenjevalci vrednosti podjetij uporabljajo borzni analitiki.

Uporablja se tudi za oceno “čez palec” na podlagi panožnih mnogokratnikov.

Zaradi nihanja borznih cen se pojavlja vprašanje zanesljivosti in uporabnosti metode.

V času rasti borznih tečajev, ki niso posledica dejanskega izboljšanja poslovanja podjetij, je možno, da zaradi visokih mnogokratnikov previsoko ocenimo podjetje.

## 7. METODA ČISTE VREDNOSTI SREDSTEV

Z uporabo na sredstvih temelječih načinov je vrednost podjetja definirana kot razlika med ocenjeno vrednostjo sredstev in ocenjeno vrednostjo obveznosti. Metoda temelji na načelu substitucije, po katerem kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot bi bil strošek nadomestitve s sredstvom z enako uporabnostjo. Pri ocenjevanju lahko uporabimo dve različni predpostavki:

- predpostavko poslujočega podjetja in
- predpostavko likvidacije podjetja.

Z uporabo na sredstvih temelječega načina se opravi prilagoditev sredstev in obveznosti ocenjevanega podjetja, razlika med tako ocenjenimi sredstvi in obveznostmi pa predstavlja vrednost kapitala ocenjevanega podjetja.

Metoda čiste vrednosti sredstev (MČVS) se lahko za delujoča podjetja uporablja le v primerih, ko so izpolnjeni sledeči pogoji:

- podjetje nima zgodovine donosov ali pa njegovih aktivnosti ni mogoče oceniti,
- podjetje je zelo odvisno od ponudb in nima stabilnega in predvidljivega prodajnega trga,
- vrednost podjetja je pretežno ali v celoti neodvisna od dela in neopredmetenih sredstev,
- znaten del sredstev podjetja predstavljajo likvidna sredstva in druge naložbe (tržljive vrednostnice, naložbe v nepremičnine, druga podjetja ipd.),
- vstopnih ovir za konkurenco ni ali pa so majhne,
- obstaja velika verjetnost izgube ključnega kadra, kar utegne imeti izrazito negativne učinke za podjetje.

Podjetja, za katera je MČVS lahko primerna metoda:

- družbe, ki trgujejo z nepremičninami;
- holdingi in druge investicijske družbe;
- podjetja, ki izkoriščajo naravne vire (olje, plin, rudarjenje, les.);
- novoustanovljena podjetja;
- manjša podjetja, ki ne zahtevajo velikih zagonskih stroškov (majhne specializirane trgovine, ..).

Metodo čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja lahko uporabimo le pri ocenjevanju obvladujočega deleža, torej kadar ima obvladujoči lastnik možnost odločanja o likvidaciji podjetja in razprodaji premoženja. Za ocenjevanje manjšinskega lastniškega deleža predpostavke likvidacije ne moremo uporabiti. Ob izpolnjenem navedenem pogoju lahko metodo čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja uporabimo v naslednjih primerih:

- podjetje je v postopku likvidacije;
- če je dosežen denarni tok podjetja in planiran denarni tok podjetja iz naslova nadaljnjega poslovanja manjši od neto vrednosti sredstev in je zato podjetje več vredno »mrtvo«, kot v primeru nadaljnjega delovanja;
- če je dosežen denarni tok podjetja in planiran denarni tok podjetja iz naslova nadaljnjega poslovanja dovolj majhen, da se likvidacijska vrednost skoraj izenači z vrednostjo, ki je

ugotovljena pod predpostavko delujočega podjetja; v takšnih primerih je možna uporaba likvidacijske metode ali/in metod, ki temeljijo na predpostavki delujočega podjetja;

- v primeru ocenjevanja holdinga, ko nekateri sektorji oz. poslovne enote poslujejo z dobičkom, druge pa z izgubo.

Pri uporabi metode čiste vrednosti sredstev ob predpostavki likvidacije podjetja lahko ocenjujemo pod predpostavko:

- prisilne likvidacije, ko je potrebno sredstva podjetja prodati v kratkem času in poplačati obveznosti (na primer na dražbi) ali
- redne likvidacije, ko ima podjetje dovolj časa, da proda sredstva in poplača obveznosti.

Pri ocenjevanju vrednosti obvladujočega lastniškega deleža, mora ocenjevalec preučiti, ali je vrednost podjetja ob predpostavki likvidacije večja od vrednosti delujočega podjetja.

Pri izračunu likvidacijske vrednosti se izhaja iz tržnih vrednosti posameznih postavk v bilanci stanja in se jih zmanjšuje v primeru če obstaja verjetnost težke izterljivosti in pa zaradi časa, ki bo pretekel do izterljivosti.

Pri likvidacijski vrednosti moramo upoštevati tudi odpravnine delavcem kot presežnim delavcem in pa stroške likvidacije.

## **8. PROBLEMI PRI OCENJEVANJU V ČASU GOSPODARSKE KRIZE**

- Težje presojanje projekcij prihodnjega poslovanja:
  - zaradi padca povpraševanja,
  - padca investicijskih aktivnosti,
  - pritiskov na cene in plačilne pogoje in
  - rasti neizterjanih terjatev.
- Večja negotovost – vpliv na višjo diskontno mero.
- Ali je potrebno uporabiti višje diskonte za pomanjkanje likvidnosti zaradi težke pridobitve kreditov in padca prevzemnih aktivnosti?
- Ali je smiselno uporabljati tržne multiplikatorje oz. ali borzne cene izražajo prave vrednosti?

## **9. NAJPOGOSTEJŠE NAPAKE PRI OCENJEVANJU VREDNOSTI**

- nekritična presoja napovedi poslovanja,
- napačno izračunana diskontna mera,
- previsoka stopnja rasti v rezidualu,
- neupoštevanje omejitve kapacitet oz. potrebnih investicij,
- posredni način ocenjevanja vrednosti podjetij ni primeren za visoko zadolžena podjetja,
- nepravilna uporaba zadolženosti (obstoječa, ciljna),
- nepravilna uporaba odbitkov za pomanjkanje obvladovanja in tržljivosti zaradi nepoznavanja značilnosti lastništva (statut, družbena pogodba, tihi družbenik),
- v primeru ocenjevanja z mnogokratniki izbira podjetij, ki niso primerljiva z ocenjevanim podjetjem.