

VREDNOTENJE PODJETIJ: TEMELJNE METODE

Timotej Bedenik, podiplomski študent, Univerza v Mariboru, Slovenija

Red. prof. dr. Žan Jan Oplotnik, Univerza v Mariboru, Slovenija  

Povzetek: Prispevek predstavlja temeljne metode vrednotenja podjetij kot enega pomembnejših pojmov v poslovnih financah. Ocenjevanje vrednosti podjetja je pravzaprav razumevanje tega, kako podjetja ustvarjajo vrednost, in določanje tiste poštene vrednosti, po kateri je vanje še primerno investirati, da bi z investicijo zabeležili primeren donos glede na dana tveganja.

Ključne besede: poslovne finance, struktura kapitala, viri financiranja, WACC

COBISS: 1.04

1 Uvod

Pojem vrednotenja se nanaša na sistematičen postopek ocenjevanja ekonomske vrednosti premoženja, ki ga podjetje izkazuje v bilanci stanja kot sredstvo. Če se vrednotenje nanaša na finančno naložbo kot sredstvo podjetja, lahko govorimo o vrednotenju podjetij ne glede na to, ali se vrednotenje nanaša na eno samo delnico ali delež ali pa gre za celotno podjetje. V jedru vrednotenja je koncept, da ima vsako podjetje oz. sredstvo svojo inherentno vrednost (Damodaran, 2011). Različni avtorji proces vrednotenja opredeljujejo na različne načine. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti definirajo proces vrednotenja kot *»dejanje ali postopek določanja mnenja ali zaključka o vrednosti sredstva na podlagi določenih meril vrednosti na določen datum«* (Parker, 2016). Po Koletniku (2010) je vrednotenje strokovno opravilo, ki ga izvajajo usposobljeni in strokovno nadzorovani ocenjevalci vrednosti podjetij, njihovega kapitala, sredstev in dolgov. Penman (2010) pa je vrednotenje definiral kot proces, ki vključuje uporabo modelov za razumevanje, kako podjetja ustvarjajo vrednost. Ti modeli služijo kot orodja za pretvorbo znanja o kompleksnih dejavnostih in strategiji podjetja v kvantificirano oceno njegove vrednosti. Proces vrednotenja običajno sledi določenim korakom, ki nam pomagajo priti do primerne vrednosti predmeta ocenjevanja. Različni avtorji navajajo različne korake, ki bi jih lahko združili, kot sledi (Pinto et al., 2016):

- Opis in analiza poslovnega okolja: V tej fazi se izvede analiza sektorja in poslovnega okolja, kamor sodi ocenjevano podjetje, skupaj z analizo konkurentov in krajšo makroekonomsko analizo.
- Opis in analiza vrednotenega podjetja s poudarkom na finančni analizi: V tej fazi se izvede analiza računovodskih izkazov, SWOT- in ESG-analiza ESG-podjetja itd.
- Izbira ustreznega modela vrednotenja: Ta faza je odvisna od več dejavnikov, vključno z vrsto premoženja in dostopnostjo zanesljivih informacij.
- Projekcija poslovne uspešnosti: Ta korak vključuje izdelavo napovedi glede prodaje, dobičkov, prostih denarnih tokov in finančnega stanja vrednotenega podjetja.
- Pretvorba projekcij v vrednotenje: V tej fazi se izdelane napovedi uporabijo za določanje finančne vrednosti podjetja ali sredstva.
- Implementacija analitičnih ugotovitev: Ta korak vključuje uporabo rezultatov vrednotenja za oblikovanje strateških priporočil in zaključnih ugotovitev.

Po zaključku dobimo kvantificirano oceno ekonomske vrednosti izbranega sredstva ali podjetja. Ta ocena je izražena v denarnem ekvivalentu in služi kot osnova za različne strateške odločitve, vključno s poslovnimi, pravnimi, davčnimi in zavarovalnimi potrebami (Damodaran, 2011).

2 Metode vrednotenja podjetij

Po mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti podjetij, ki jih v svojih delih povzemajo Pratt (2008), Bernstrom (2014), Koletnik (2010) idr., so se uveljavile tri skupine metod oz. načinov vrednotenja podjetij, in sicer: a) metode, ki temeljijo na donosih, b) metode, ki temeljijo na tržnih primerjavah, in c) metode, ki temeljijo na vrednotenju sredstev podjetja. Iz naštetih načinov izhajajo različne metode ocenjevanja vrednosti podjetja. Vsaka izmed metod ima svoje prednosti in slabosti ter se uporablja glede na specifičnost vrednotenih podjetij ter glede na namen vrednotenja. Izbira metode je odvisna od različnih dejavnikov, kot so npr. vrsta podjetja, časovni okvir, tveganost poslovanja in okolje, v katerem podjetje deluje, itd. Pomembno je tudi upoštevati dostopnost relevantnih podatkov (Praznik, 2004).

2.1 Metoda diskontiranja denarnega toka

Metoda diskontiranja je zelo priljubljena pri ocenjevalcih in temelji na predpostavki, da je vrednost enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku. Vsak donos se diskontira na današnjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja uresničitve pričakovanega donosa. Proces se razdeli na štiri faze: napovedovanje denarnih tokov, določanje diskontne stopnje, ugotavljanje preostale vrednosti in seštevek diskontiranih denarnih tokov. V prvi fazi se določi časovni interval napovedovanja prihodnjih denarnih tokov ter izračun letih. Običajno izbiramo obdobja od tri do deset let v prihodnosti, saj je napovedovanje predaleč v prihodnost problematično. Kot pravi Damodaran (2012): *»Če lahko podjetje ocenite s tremi leti napovedi, je napovedovanje denarnih tokov za 10 let iskanje težav. Manj je več.«* Prosti denarni tokovi (*FCFF*) se določijo po enačbi:

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{davčna stopnja}) + \text{odpisi} - \text{kapitalski izdatki} - \text{sprememba neto obratnega kapitala.} \quad (1)$$

V drugi fazi določimo diskontno stopnjo oz. strošek kapitala (*WACC*). Za izračun tehtane povprečne cene kapitala (*WACC*) lahko uporabimo naslednjo enačbo:

$$WACC = VE \times Re + VD \times Rd \times (1 - Tc), \quad (2)$$

kjer so:

- VE : skupna tržna vrednost podjetja,
- Re : strošek lastniškega kapitala ,
- VD : tržna vrednost dolga,
- Rd : strošek dolga in
- Tc : davčna stopnja.

V tretji fazi ugotavljamo preostalo vrednost podjetja (TV) kot vrednost podjetja onkraj napovedanega obdobja. Temelji na predpostavki, da bo podjetje nenehno raslo po določeni stopnji rasti tudi po koncu napovedanega obdobja. Določi se po enačbi:

$$TV = CF \times \frac{1+g}{r-g}, \quad (3)$$

kjer so:

- CF : zadnji znani denarni tok po napovedanem obdobju,
- g : večna stopnja rasti denarnih tokov in
- r : zahtevana stopnja donosa ali diskontna stopnja.

Izračun temelji na predpostavki, da je rast v neskončnost konstantna ter da je zahtevana stopnja donosa oz. diskontna stopnja višja kot predvidena rast. Po navadi je ocenjena kot pričakovana rast BDP, saj ni verjetno, da bi posamezno podjetje na dolgi rok imelo večjo rast od povprečne rasti gospodarstva.

V zadnji fazi sledi seštevek diskontiranih denarnih tokov s preostalo vrednostjo podjetja, kar vodi do izračuna končne vrednosti podjetja po enačbi sedanje vrednosti (PV):

$$PV = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FCFn}{(1+r)^n}, \quad (4)$$

kjer so:

- $FCFn$: denarni tok v časovnem obdobju t ,
- r : zahtevana stopnja donosa ali diskontna stopnja in

- n : časovno obdobje.

Kljub temu da se ocenjevalci vrednosti strinjajo, da je metoda diskontiranja teoretično ustrezna, je v praksi lahko tudi problematična, vsaj v delu, kjer moramo napovedovati denarne tokove in rast precej daleč v (negotovo) prihodnost.

2.2 Metoda uglavničenja (kapitalizacije)

Metoda uglavničenja (kapitala) je v bistvu skrajšana različica metode diskontiranja. Namesto da temelji ocenjevanje vrednosti na projekciji vsakoletnih donosov, temelji pri metodi uglavničenja (kapitalizacije) ocenjevanje vrednosti na normaliziranem letnem donosu, ki bo naraščal ali padal po neki povprečni stopnji v teoretično neskončnost (Praznik, 2004). Damodaran (2012) pravi, da ko vlagatelj kupi delnice, običajno pričakuje dva tipa denarnih tokov – dividende in kapitalski dobiček ob prodaji. Ker je slednja določena s prihodnjimi dividendami, je vrednost delnice sedanja vrednost dividend v neskončnost. Pri metodi kapitalizacije analitik verjame, da je sredstvo vredno toliko, kolikor bo imel od naložbe lastnik prostih denarnih tokov v prihodnosti, zato pri vrednotenju naložb uporabljajo t. i. Gordonov model, ki predpostavlja, da podjetje raste enako hitro v neskončnost in se izračuna kot:

$$Vrednost\ delnice = \frac{D(1+g)}{r-g}, \quad (5)$$

kjer so:

- D : dividenda,
- g : pričakovana rast dividend in
- r : zahtevana stopnja donosa kapitala.

Glavne omejitve modela so konstantna rast dividend v neskončnost, ki je zelo težko izvedljiva, prav tako pa je treba omeniti, da bližje ko sta si izračunana cena kapitala in pričakovana stabilna rast podjetja, večja bodo vrednotenja. Ta model je primeren za uporabo pri podjetjih, ki rastejo enako hitro kot nominalna rast BDP ter imajo zgodovino stabilnega izplačevanja dividend.

2.3 Metoda primerljivih kupoprodaj

Metoda primerljivih kupoprodajnih podjetij, kot jo opisuje Pratt (2005), temelji na podobnih principih kot metoda primerljivih podjetij, uvrščenih na borzi, vendar z določenimi omejitvami in

razlikami. Ena izmed ključnih razlik je omejenost dostopnih podatkov, saj prevzeta ali združena podjetja pogosto niso več javna podjetja in tako niso zavezana h konstantnemu poročanju o rezultatih poslovanja, zato je izračun mnogokratnikov težji. Poleg tega je ena izmed težav pomanjkanje transparentnosti v pogojih primerljivih kupoprodajnih poslov. Redko so na voljo vse informacije, ki bi omogočale natančno primerjavo, vključno z dejavniki, kot so sinergije in strateška vrednost, ki lahko vplivajo na končno vrednost prodaje. Ocenjevalci vrednosti podjetij se zato pogosto odločijo za primerjavo z drugimi podjetji, ki so bila prodana ali združena v določenem časovnem okviru, da bi čim natančneje ocenili vrednost predmetnega podjetja. Kljub tem izzivom je metoda primerljivih kupoprodajnih podjetij še vedno dragoceno orodje v naboru metod za vrednotenje podjetij, še posebej ko gre za prodajo večinskih deležev ali celotnih podjetij.

2.4 Metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti

Metoda temelji na načelu substitucije, po katerem kupec za določeno sredstvo ni pripravljen plačati več, kot bi znašal strošek nadomestitve s sredstvom z enako uporabnostjo. S to metodo prilagodimo vsa sredstva in obveznosti, ne glede na to, ali jih bilanca stanja zajema ali ne, na pošteno tržno vrednost, razlika med tako ocenjenimi sredstvi in obveznostmi predstavlja vrednost lastniškega kapitala podjetja. (Praznik, 2004). Pri metodi prilagojenih knjigovodskih vrednosti je vrednost podjetja enaka vrednosti posameznih sredstev, od katerih odštejemo vrednost obveznosti (Pratt, 2005). Pri uporabi te metode je treba sredstva oceniti skladno z načelom najgospodarnejše uporabe. To lahko za ocenjevalca predstavlja določene izzive, zato se v praksi pogosto obrne na strokovnjake za ocenjevanje vrednosti sredstev, ki sredstva vrednotijo na različne načine (npr. način donosa in diskontiranja denarnih tokov, način nabavne vrednosti, zmanjšane za vrednost amortizacije, in na način tržnih primerjav, kjer primerjamo vrednost sredstva z vrednostjo podobnih sredstev, ki so trenutno na trgu.

2.5 Metoda presežnih donosov

Metoda presežnih donosov je pristop k vrednotenju, ki ocenjuje vrednost sredstva na podlagi pričakovanih prihodnjih presežnih donosov, ki jih sredstvo ustvari nad normalnim donosom primerljivega sredstva. Metoda se uporablja za vrednotenje malih in srednje velikih podjetij. Postopek vrednotenja se začne z določanjem neto vrednosti opredmetenih sredstev. Temu sledi analiza, v kateri se določi normalizirana raven ekonomskih dobičkov. Osrednji del je preučevanje presežnih dobičkov. Ti predstavljajo razliko med ekonomskimi dobički in pričakovano stopnjo donosa na

neto vrednost sredstev. Z uporabo ustrezne kapitalizacijske stopnje se nato ti presežni dobički kapitalizirajo, kar omogoča izračun vrednosti neopredmetenih sredstev, kot so blagovne znamke, patenti in avtorske pravice. Končna vrednost podjetja je skupna vsota teh dveh komponent: oprijemljivih in neoprijemljivih sredstev. Metoda presežnih donosov ponuja celovit vpogled v celotno vrednost podjetja in je še posebej uporabna pri oceni podjetij z znatnimi neoprijemljivimi sredstvi (npr. Pratt, 2008).

2.6 Metoda primerljivih podjetij na borzi

Praznik (2004) poudarja, da način tržnih primerjav temelji na predpostavki, da transakcije s podobnimi premoženji, kot je ocenjevano, nudijo empirične dokaze o njegovi vrednosti. Ključno je, da gre za transakcije med nepovezanimi osebami. Ta način omogoča neposredno spremljanje mer uglaivničenja pri borzno uvrščenih podjetjih. Liu et. al. (2002) dodajajo, da so za to metodo značilni mnogokratniki, ki temeljijo na borznih kotacijah podjetij. Omejeni smo z javno objavljenimi podatki, ocenjevalec vrednosti podjetja pa mora uporabiti izračune, ki so datumsko najbližji dnevu ocenitve vrednosti. Pri metodi primerljivih borzno uvrščenih podjetij ocenjevalci pridobijo vrednost podjetja z analizo finančnih mnogokratnikov med seboj podobnih podjetij. Praznik (2004) kot kriterije izbire navaja trg, proizvode in storitve, geografsko območje delovanja, velikost podjetja in primerljive pretekle podatke. Po sestavi vzorca konkurentov sledi primerjava izbranih finančnih mnogokratnikov. Ti se delijo na mnogokratnike tržne vrednosti kapitala, kot so npr. cena/donos (P/E ratio), cena/prodaja (P/S ratio), cena/knjigovodska vrednost (P/B ratio) in mnogokratnike vrednosti podjetja (EV). Izbira kazalnikov je lahko odvisna tudi od panoge, v kateri podjetja delujejo, ter pričakovane rasti in tveganj. Po določitvi vseh kriterijev sledi izračun mediane mnogokratnikov in določitev vrednosti podjetja. Ta pristop zagotavlja celovit in prilagodljiv okvir za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki temelji na realnih tržnih podatkih.

3 Sklep

V prispevku so predstavljene temeljne metode osnov vrednotenja podjetij. V jedru procesa vrednotenja podjetij je razumevanje tega, kako podjetja ustvarjajo vrednost, in pretvarjanje kompleksnega sistema delovanja in poslovanja podjetja v sistem vrednosti, katerega skupni imenovalec je poštena vrednost delujočega podjetja, po kateri je vanj primerno investirati v povezavi s pričakovanjem o primernem donosu na investicijo. Na podlagi strokovne literature različnih avtorjev, kot so npr. Bernstrom, (2014), Koletnik (2010), Damodaran (2012), Pinto (2010) idr, smo predstavili

smernice vrednotenja podjetij in najpogosteje uporabljane metode, kot so npr. metoda diskontiranja denarnih tokov, metoda prilagojenih knjigovodskih vrednosti, primerljivih kupoprodaj idr.

Viri

Bernstrom, S. (2014). *Valuation*. John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2011). *The little book of valuation: How to value a company, pick a stock and profit*. John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons, Inc.

Koletnik, F. (2010). *Koliko je vredno podjetje? Vrednotenje in trženje podjetij*. Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00042>

Parker, D. (2016). *International valuation standards*. John Wiley & Sons, Ltd. <https://doi.org/10.1002/9781118329795>

Penman, S. H. (2010). Financial forecasting, risk and valuation: Accounting for the future. *Abacus*, 46(2), 211–228. <https://doi.org/10.1111/J.1467-6281.2010.00316.X>

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). *Equity asset valuation* (2nd ed.). John Wiley & Sons, Inc.

Pratt, S. P., & Niculita, A. V. (2008). *Valuing a business: The analysis and appraisal of closely held companies* (5th ed.). The McGraw-Hill Companies, Inc.

Pratt, S. (2005). *The market approach to valuating businesses*. John Wiley & Sons, Inc.

Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Slovenski inštitut za revizijo.