



A L P H A
C A P I T A L I S

Business transfer | Procjena vrijednosti

Zagreb, Studeni 2019.

„Business transfer”

**Kako izvršiti
„Business transfer”**

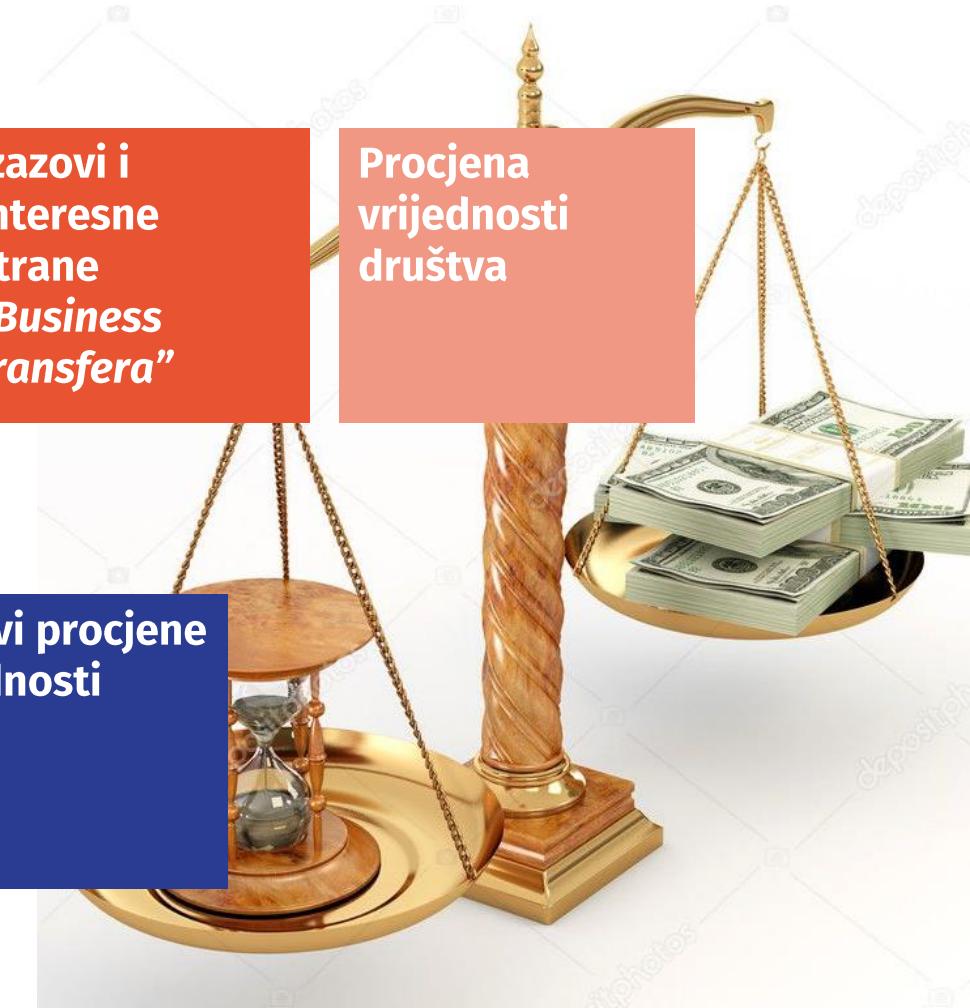
**Izazovi i interesne strane
„Business transfera”**

Procjena vrijednosti društva

Koraci prilikom procjene vrijednosti

Metode procjene vrijednosti

Izazovi procjene vrijednosti



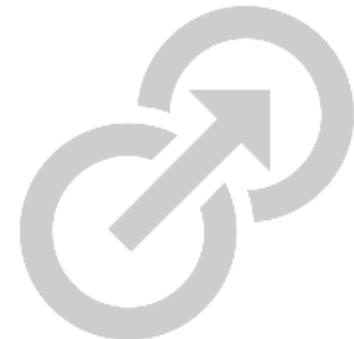


„Business transfer“

RH – tranzicijska zemlja

Hrvatska, u usporedbi s ostalim članicama EU, tek sada proživljava pravi period tranzicije poslovanja društava

- Velik broj društava osnovanih 80-ih i 90-ih godina
- Broj zaposlenih u obiteljskim društvima osnovanih tih godina je preko **55.000**
- Preko **17.000** društava u RH trebali bi započeti planirati proces prijenosa poslovanja
- **5.300** društava predstavlja rizičnu skupinu
- Prijenos poslovanja sastavni je dio životnog ciklusa društva (nitko ne živi vječno)
➔ Na koga će se prenijeti poslovanje?
- Uspješno provođenje ima efekt na cijelokupnu ekonomsku sliku RH



Faze u procesu prijenosa poslovanja

Prvi korak prilikom „Business transfera” je biti siguran da je to pravi korak za vas

1.

Donošenje
odлуke o
pokretanju
procesa
prijenosu
poslovanja

2.

Razmatranje
mogućih
riješenja

3.

Odabir
modela
prijenosu
poslovanja

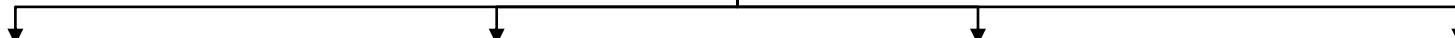
4.

Primjena
odabranog
modela
prijenosu
poslovanja

Izazovi?

Ako se vlasnik odluči na prijenos vlasništva na članove obitelji, javljaju se brojni izazovi kojih svaki vlasnik treba biti svjestan

Nedostaci prijenosa na članove obitelji



Članovi su često i menadžeri

Postavljanje člana obitelji na menadžersku poziciju često može dovesti do neprofesionalnosti i improvizacija, nedostatka stručnih i upravljačkih znanja i slično.

Miješanje obiteljskih i poslovnih odnosa

Zbog nejasnog razgraničenja obitelji i posla moguća je pojava poremećaja u upravljanju, razgraničavanju dužnosti i odgovornosti.

Nezadovoljstvo zaposlenika

Nepotizam često u pitanje dovodi i mogućnost radnika za dalnjim razvojem unutar društva. Nečlanovi obitelji često mogu osjećati nepravdu.

Drugi afiniteti obiteljskih članova

Obiteljski nasljednici često imaju druge afinitete od vođenja i rada u obiteljskom društvu, a njihovo postavljanje na vodeće pozicije guši talent i stvara nezadovoljstvo.

Interesne strane?

Transfer poslovanja društva ne tiče se samo menadžmenta društva nego i svih interesnih strana.

Interesne strane	Opis
Obitelj	Prijenos vlasništva ponajprije se tiče članova obitelji zbog najuže povezanosti i ovisnosti o poslovanju.
Zaposlenici	Zaposlenici moraju znati što se događa s društvom u kojem rade. Iznenadne odluke i promjene smjera često imaju utjecaj na emocionalno stanje zaposlenika.
Kupci	Kupci u svakom trenutku žele biti sigurni da cijena ili kvaliteta usluge/proizvoda neće biti narušena kao rezultat transfera poslovanja.
Dobavljači	Dobavljači žele biti sigurni da neće biti negativno pogođeni značajnom promjenom potražnje, brzine plaćanja, poteškoćom u pregovorima s novim vlasnicima i dr.
Porezna uprava	Porezna uprava htjet će znati jesu li svi koraci prilikom transfera pravilno odrađeni.
Interim management	Zbog složenosti cijelokupnog procesa, često je prijeko potrebna pomoć savjetnika kako bi cijeli proces bio adekvatno proveden.

Poteškoće u „Business transferu”

Transfer poslovanja društva (bilo kroz prodaju ili prijenos na obitelj) složen je pravno – financijski proces koji zahtijeva pomnu pripremu

Kompleksnost

Pravni, financijski, porezni, psihološki i dr. aspekti

Nedovoljna priprema

Zatrpanost kompleksnošću cijelog procesa

Prekasno započet proces

Incidentna situacija

Procjena vrijednosti

Kompleksan i dugotrajan proces

Psihološki faktor

Nespremnost vlasnika/nasljednika na prijenos vlasništva



Procjena vrijednosti društva

Procjena vrijednosti je strukturirani postupak određivanja ekonomske vrijednosti društva

- Nije egzaktna znanost – ne daje točnu brojku nego raspon vrijednosti
- Nekoliko metoda koje se koriste pojedinačno ili kombinirano
- Nužan proces prilikom prodaje društva ili njegovih udjela
- Odlična podloga za pregovaranje



Razlozi za procjenu vrijednosti

Poznavanje vrijednosti vašeg društva može vam poslužiti u brojnim situacijama za koje želite biti spremni, a ne čekati da vas prvo zadeset.

1.	Prodaja društva	Prilikom prodaje društva procjena vrijednosti služi kao polazišna točka dalnjih pregovora.
2.	Dokapitalizacija	Procjena vrijednosti sve je bitnija kao dodana vrijednost prilikom prikupljanja kapitala investitora.
3.	Istiskivanje dioničara	Procjena vrijednosti (dionica) nužan je korak kako bi otpremnina manjinskim dioničarima bila adekvatna.
4.	Kolateral	Zalog na poslovnim udjelima društva može biti kolateral prilikom dodatnog zaduzivanja. Pitanje je koliko vrijede udjeli dani pod zalog?
5.	Podjela unutar obitelji	Koji iznos treba biti isplaćen članu obitelji koji ne želi poslovne udjele nego novčani ekvivalent?
6.	Nagrade menadžmentu	Udjeli u vlasništvu često mogu služiti kao nagrada menadžmentu za dobar posao. Koliko društvo vrijedni, tj. koliko vrijede udjeli za podjelu?
7.	Inicijalna javna ponuda	Prije inicijalne javne ponude bitno je imati procjenjenu vrijednost društva kako bi se odredila adekvatna početna cijena dionice.

Metode procijene vrijednosti

Postoje razne metode procijene vrijednosti a odabir metode procijene ovisi, međuostalom, i o razlogu zbog kojeg se procijena vrši.

Najčešće korištene metode:

DCF metoda

- Sadašnja vrijednost društva = diskontirana vrijednost budućih novčanih tokova
- Da bi se projicirao novčani tok, potrebno je na temelju povijesnih podataka napraviti projekcije RDG-a i bilance

Metoda usporednih društava

- Traži se vrijednost usporednih društava koja kotiraju na burzi
- Vrijednost usporednih društava prikazana je kroz multiplikatore poput:
EV/Prihodi
EV/EBITDA
EV/EBIT
EV/EPS

Metoda usporednih transakcija

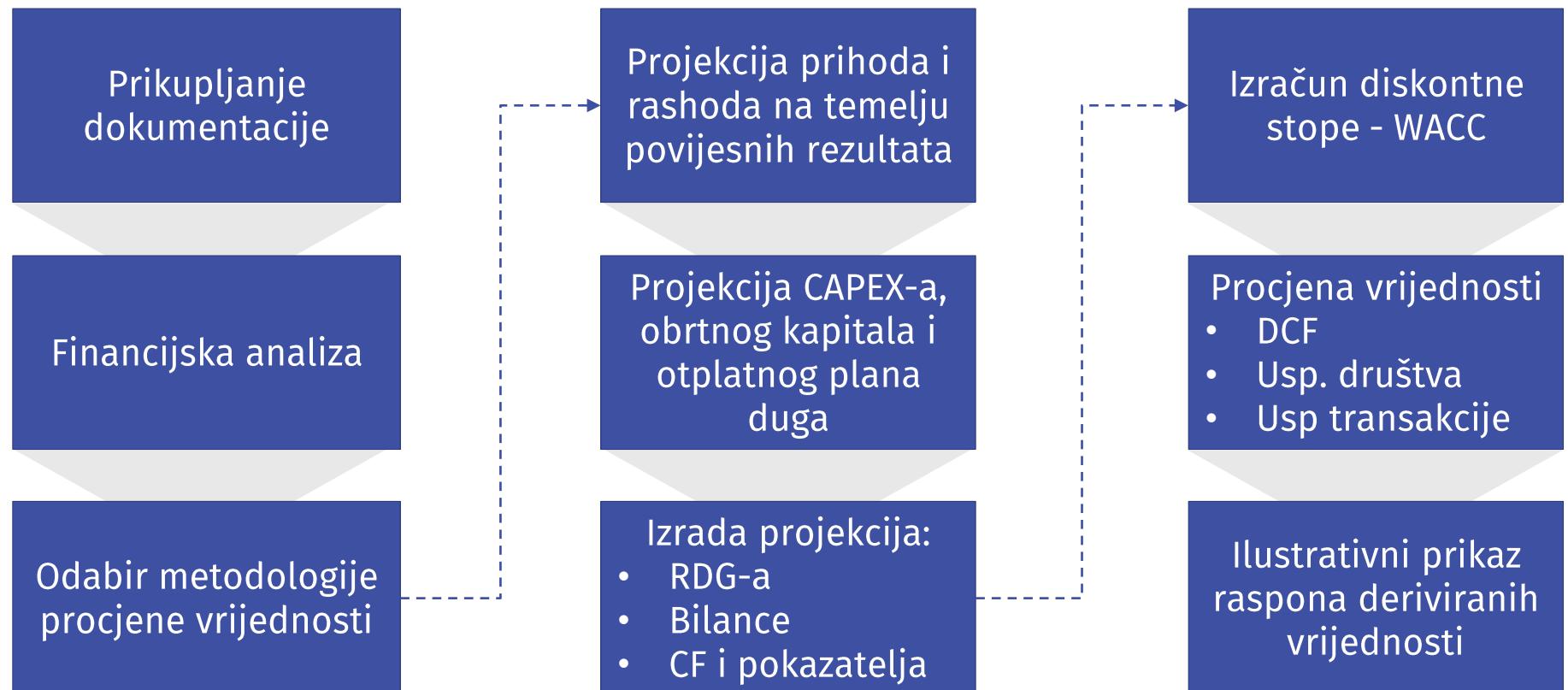
- Prilikom upotrebe ove metode zanima nas po kojim su se multiplikatorima izvršavale transakcije preuzimanja u industriji u kojoj posluje društvo predmet valuacije

Likvidacijska metoda

- Osnovni cilj ove metode je utvrditi likvidacijsku vrijednost društva kojom se koristi u slučaju prodaje u veoma kratkom roku.
- Treba se procijeniti tržišna vrijednost imovine i obveza društva

Koraci

Procjena vrijednosti društva nije nimalo lagan i jednostavan proces – ono zahtijeva rad stručnjaka, dugo vremena te dobro poznavanje poslovanja i njegovog okruženja



1) Prikupljanje potrebne dokumentacije

Prvi korak je uspostaviti kontakt s odjelom financija i prikupiti potrebnu dokumentaciju.

Potrebna dokumentacija

Opće informacije	Finansijski izvještaji	Prihodi, troškovi i marže	Dugotrajna imovina	Obveze i potraživanja
<ul style="list-style-type: none">• Plan poslovanja za buduće razdoblje• Popis zaposlenika po radnim mjestima i trošak plaće za svakog• Organizacijska shema• Ugovori o kreditima i dr.	<ul style="list-style-type: none">• Bruto bilance prijašnjih razdoblja• Godišnji finansijski izvještaji prijašnjih razdoblja	<ul style="list-style-type: none">• Rekapitulacija prihoda po vrstama proizvoda za prijašnja razdoblja	<ul style="list-style-type: none">• Knjiga osnovnih sredstava po kategorijama• Iznos troška nabave• Akumulirana amortizacija i knjigovodstv. vrijednost	<ul style="list-style-type: none">• Popis i detalji ključnih ugovora s dobavljačima te analitički pregled obveza za prijašnja razdoblja• Analitički pregled potraživanja od kupaca za prijašnja razdoblja

2) Financijska analiza (Pregled povijesnog poslovanja)

Pregled povijesnog poslovanja društva neophodan je korak prilikom procjene vrijednosti.

Što se sve uključuje u pregled povijesnog poslovanja društva?

A)

Kretanje prihoda kroz povijesnih razdoblja

- Rast, smanjenje, stagnacija?
- Kako su se kretali pojedine kategorije prihoda?

B)

Kretanja rashoda kroz povijesna razdoblja

- Rast, smanjenje, stagnacija?
- Kretanja pojedinih kategorija rashoda?
- Vertikalna i horizontalna analiza

C)

Razumijevanje sektora unutar kojeg društvo posluje

- Usporedna društva?
- Financijski pokazatelji usporednih društava?

D)

Makroekonomска анализа

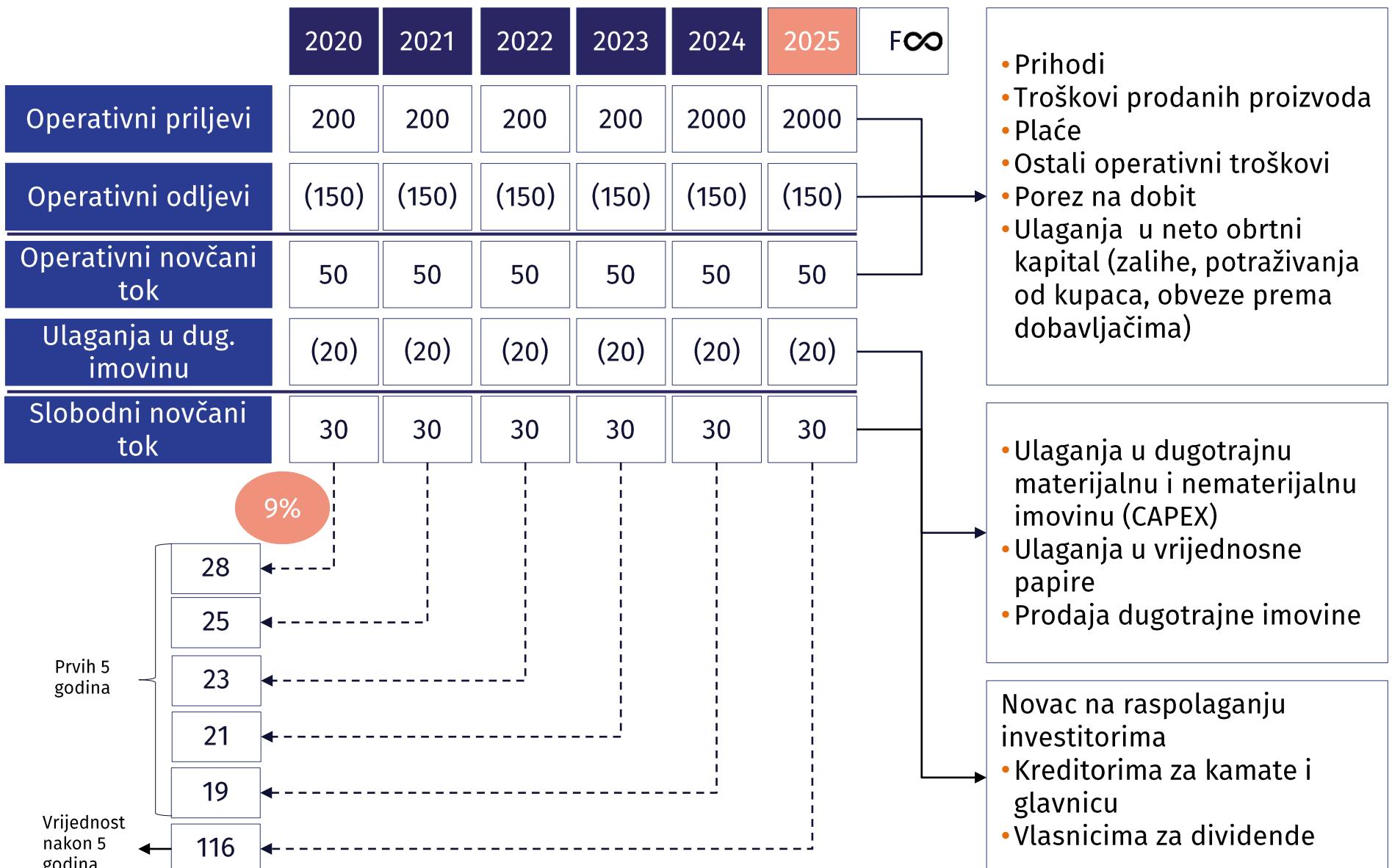
- Makroekonomski pokazatelji → poslovno stanje u RH

3) Odabir metodologije

Odabrana metodologija može uvelike promijeniti završni rezultat procijene vrijednosti

Situacija	Metoda
Budući prihodi društva čija se vrijednost procjenjuje su nepredvidivi	Metoda usporednih društava i/ili transakcija
Stabilni povijesni novčani tokovi, relativna sigurnost prilikom projekcije budućnost	DCF metoda
Jasno procijenjiva imovina društva	Likvidacijska metoda
Teško pronalaženje usporedivih društava uz stabilne buduće prihode kroz ugovore	DCF metoda
Jednostavnost pronalaženja usporednih društava → sličnost po veličini, vrsti poslovanja, geografskoj lokaciji	Metoda usporednih društava

Primjer DCF...



4) Projekcija prihoda i rashoda

Projekcija prihoda

u tisućama kuna	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodi od prodaje proizvoda								
Prihodi od prodaje siračnog kukuruza	1.545	16.055	20.069	22.076	22.407	22.743	23.084	23.430
Prihodi od prodaje robe u tranzitu (glicerin)	9.750	12.741	14.015	14.997	15.221	15.450	15.682	15.917
Prihodi od prodaje uljane repice	-	145	160	176	178	181	184	187
	11.295	28.942	34.244	37.248	37.807	38.374	38.950	39.534
Prihodi od prodaje usluga								
Prihodi od usluge transporta	1.797	3.655	4.021	4.423	4.489	4.556	4.625	4.694
Prihodi od usluga gaženja sirače i sl.	1.336	1.286	1.415	1.556	1.580	1.603	1.628	1.652
Usluge obrade poljoprivrednih zemljišta	2	180	198	218	221	224	228	231
	3.135	5.121	5.633	6.197	6.290	6.384	6.480	6.577
Ukupni prihodi od prodaje	14.429	34.063	39.878	43.445	44.097	44.758	45.429	46.111



2019	2020	2021	2022	2023	2024
25,0%	10,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
10,0%	7,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
10,0%	10,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
10,0%	10,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
10,0%	10,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
10,0%	10,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Projicirane stope rasta

4) Projekcija prihoda i rashoda (*nastavak*)

Projekcija rashoda

u tisućama kuna	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Trošak prodane robe	8.351	21.764	25.563	27.804	28.221	28.645	29.074	29.510
Trošak sirovina i materijala	510	3.850	2.958	3.223	3.271	3.320	3.370	3.420
Trošak specijalnog prijevoza	551	2.966	2.498	2.721	2.762	2.804	2.846	2.888
Trošak goriva	1.550	1.597	1.407	1.548	1.571	1.595	1.619	1.643
Trošak zaposlenika	507	983	998	1.013	1.028	1.043	1.059	1.075
Trošak vanjskih usluga	170	856	736	802	814	826	838	851
Ostali troškovi	63	203	206	224	227	231	234	238
Ukupno	12.995	33.669	36.612	39.781	40.378	40.984	41.599	42.223

Povijesni period

Projicirani rashodi

Rashodi kao udio u prihodima

%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Trošak prodane robe	57,9%	63,9%	64,1%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%
Trošak sirovina i materijala	3,5%	11,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Trošak specijalnog prijevoza	3,8%	8,7%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Trošak goriva	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Trošak zaposlenika	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Trošak vanjskih usluga	2,7%	0,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Ostali troškovi	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Udio u prihodima

Prosjek povijesnog udjela u prihodima

5) Projekcija CAPEX-a, obrtnog kapitala i otplatnog plana duga

CAPEX (kapitalna ulaganja)

1

Izračunati CAPEX budućih razdoblja na temelju povijesnog udjela u prihodima od prodaje (2018. godina)

u tisućama kuna	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Prihodi od prodaje	30.000	35.000	35.000	35.000	40.000	40.000	40.000
CAPEX	3.500	3.500	3.500	3.500	4.000	4.000	4.000
CAPEX kao % od prihoda od prodaje	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

2

Rasporediti budući CAPEX po kategorijama imovine društva na temelju prijašnjih udjela u CAPEX-u

Raspored kapitalnih ulaganja	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kapitalna ulaganja	3.500	3.500	3.500	4.000	4.000	4.000
Nematerijalna imovina	6	6	6	7	7	7
Postrojenje i oprema	1.414	1.414	1.414	1.616	1.616	1.616
Alati, pogonski inventar i transportna imovina	2.080	2.080	2.080	2.378	2.378	2.378

3

Amortizirati buduću imovinu po određenim amortizacijskim stopama

5) Projekcija CAPEX-a, obrtnog kapitala i otplatnog plana duga (*nastavak*)

OBRTNI KAPITAL

Komponenta obrtnog kapitala

Potraživanja od kupaca

Zalihe

Novac

Ostala kratkotrajna imovina

Obveze prema dobavljačima

Ostale kratkoročne obveze (bez
duga)

Pretpostavka za projekciju

Dani naplate potraživanja i prihod od prodaje

Dani obrtaja zaliha i trošak prodane robe

Novac prijašnjeg razdoblja i neto novčani tok
sadašnjeg razdoblja

Udio u prihodima

Dani plaćanja dobavljačima i operativni troškovi

Udio u prihodima

5) Projekcija CAPEX-a, obrtnog kapitala i otplatnog plana duga (nastavak)

OTPLATNI PLAN DUGA

u tisućama kuna	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Erste dugoročni dug	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Glavnica	3.000								
Broj godina otplate	9								
Grace period	-								
Kamatna stopa	7,00%								
Početno stanje duga	3.000	2.667	2.333	2.000	1.667	1.333	1.000	667	333
Otplata glavnice	333	333	333	333	333	333	333	333	333
Završno stanje duga	2.667	2.333	2.000	1.667	1.333	1.000	667	333	-
Prosječno stanje duga	2.833	2.500	2.167	1.833	1.500	1.167	833	500	167
Trošak kamate	198	175	152	128	105	82	58	35	12

Struktura duga

u tisućama kuna	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ukupni kredit	3.000	2.667	2.333	2.000	1.667	1.333	1.000	667	333
Ukupni leasing	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ukupni dug	3.000	2.667	2.333	2.000	1.667	1.333	1.000	667	333

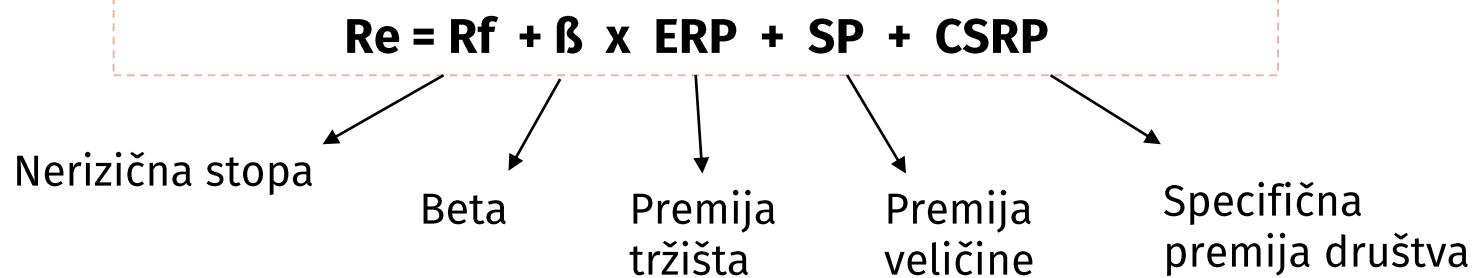
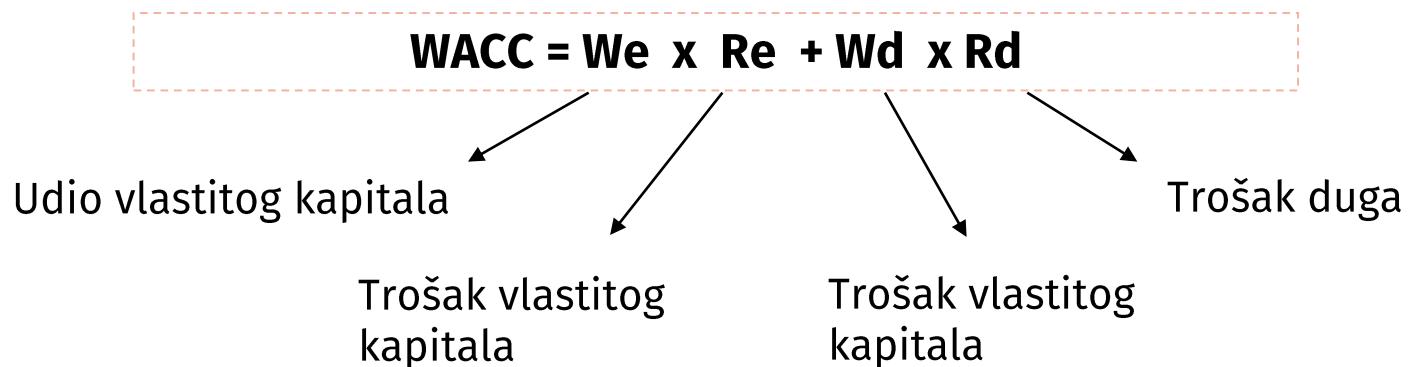
6) Izrada projekcija – RDG, Bilanca, CF, Pokazatelji

Fin. stat se izrađuje na temelju svih dosadašnje-izrađenih projekcija (prihodi, rashodi...). Prikazuje opširnu sliku očekivanog poslovanja društva.

Bilanca	Pregled kratkotrajne i dugotrajne imovine (Aktiva) te na koji je način ta imovina financirana (Pasiva)
Račun dobiti i gubitka	Pregled prihoda i troškova kroz razdoblja
Novčani tok	Novčani tok iz operativnih, investicijskih i finansijskih aktivnosti
Pokazatelji	<p>Pokazatelji likvidnosti → Koliko kratkoročnih obveza društvo može pokriti kratkotrajnim sredstvima</p> <p>Pokazatelji aktivnosti → mjere koliko efikasno društvo upotrebljava svoje resurse</p> <p>Omjer zaduženosti → prikaz zaduženosti društva i sposobnosti podmirenja obveza</p> <p>Pokazatelji profitabilnosti → Mjere efikasnost upravljanja imovinom i povrat uloženog kapitala</p>

7) Izračun diskontne stope - WACC

Trošak kapitala jedna je od ključnih varijabli za procjenu vrijednosti društva na temelju novčanih tokova. Ono predstavlja stopu po kojoj će se diskontirati budući novčani tokovi



7) Izračun diskontne stope – WACC (nastavak)

	WACC	Izvor
Trošak kapitala		
Nerizična stopa	1,90%	Domaće obveznice izdane od strane Republike Hrvatske, http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=RHMF-O-26CA
Premija rizika tržišta kapitala	9,86%	Damodaran: www.damodaran.com
Beta industrije bez duga	0,90	Damodaran: www.damodaran.com
Porez	0,18	
Ciljani omjer duga i kapitala	0,40	
Beta Društva	<u>1,19</u>	Temelji se na ciljanom omjeru duga i kapitala
Preliminarni trošak kapitala	13,68%	
Premija za državni rizik Republike Hrvatske	4,20%	Damodaran: www.damodaran.com
Premija za veličinu društva	<u>3,65%</u>	Ibbotson SBBI Risk Premia
Ukupno trošak kapitala	21,53%	
Trošak duga		
Efektivna kamatna stopa	4,35%	Trošak dugoročnog duga
Porez na dobit	<u>18,00%</u>	Zakon o porezu na dobit
Trošak duga nakon poreza	3,57%	
Struktura pasive		
Kapital	47%	Temelji se na ciljanom omjeru duga i kapitala Društva
Dug	53%	Temelji se na ciljanom omjeru duga i kapitala Društva
Dug / Kapital	0,90	Ciljani omjer duga i kapitala
Diskontna stopa (WACC)	12,08%	

8) Procjena vrijednosti

DCF Metoda

Usp. društva

Usp. transakcije

DCF METODA

1.	Izračunati FCF	Prvi korak je "predvidjeti" novčane tokove koje društvo generira kroz svoje poslovanje nakon obračuna svih operativnih troškova, ulaganja, te promjena u obrtnom kapitalu.
2.	Izračunati terminalnu vrijednost	Ne možete zauvijek prognozirati slobodne novčane tokove društva. Nakon prognoziranog vremena. $TV =$ sadašnja vrijednost u budućem trenutku svih budućih novčanih tokova uz nepromijenjenu stopu rasta.
3.	Diskontiranje novčanih tokova	Dobivene novčane tokove i terminalnu vrijednost potrebno je diskontirati po prosječnoj ponderiranoj stopi kapitala (WACC) prethodno izračunatoj.
4.	Dodavanje neoperativne imovine	Ako društvo posjeduje neoperativnu imovinu, vrijednost te imovine potrebno je nadodati na vrijednost diskontiranih novčanih tokova.
5.	Oduzimanje duga	Krajnji cilj DCF metode je izračunati ono što pripada vlasnicima udjela (Equity Value). Prema tome, ako društvo ima dug, potrebno ga je oduzeti od sadašnje vrijednosti.

8) Procjena vrijednosti (*nastavak*)

DCF Metoda

Usp. društva

Usp. transakcije

Prednosti DCF metode:

- Detaljna analiza
- Uključuje sve glavne pretpostavka poslovanja društva
- Izračunava "intrinzičnu" vrijednost društva
- Može izračunati vrijednost cijelog društva kao i pojedinih dijelova društva
- Može se modificirati po potrebi (ukoliko se pretpostavke ne pokažu točnima)



8) Procjena vrijednosti (*nastavak*)

DCF Metoda

Usp. društva

Usp. transakcije

Nedostaci:

- DCF metoda izuzetno je osjetljiva na stalnu stopu rasta i diskontnu stopu (male promjene = značajna odstupanja)
- Teško je točno predvidjeti buduće novčane tokove društva
- Projekcija slobodnog novčanog toka uključuje projiciranje kapitalnih ulaganja (CAPEX može značajno varirati ovisno o godinama)
- Izračunavanje WACC-a podliježe pretpostavkama
- Uključuje velik broj pretpostavki koje se mogu neobestiniti



8) Procjena vrijednosti (*nastavak*)

DCF Metoda

Usp. društva

Usp. transakcije

METODA USPOREDNIH DRUŠTAVA

Metoda je procjene vrijednosti bazirana na multiplikatorima. Cilj je pronaći pokazatelje društava slične veličine iz iste industrije na temelju kojih se izračunava vrijednost

Najčešći pokazatelji:

- EV/Prihod
- EV/EBITDA
- EV/EBIT
- EV/EPS



DCF Metoda

Usp. društva

Usp. transakcije

8) Procjena vrijednosti (*nastavak*)

	EV / Prihod			EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Erbud SA	0,1x	0,1x	0,1x	5,8x	5,2x	4,3x	8,7x	7,4x	6,5x
Nordecon AS	0,2x	0,2x	0,2x	8,5x	7,3x	5,7x	12,8x	10,2x	7,3x
Porr Ag	0,2x	0,2x	0,2x	4,0x	3,8x	3,6x	8,7x	8,3x	8,0x
Budimex SA	0,3x	0,4x	0,4x	7,6x	7,7x	6,9x	9,6x	9,6x	0,9x
Strabag SE	0,2x	0,2x	0,2x	3,4x	3,4x	-	6,4x	6,3x	-
Kier Group PLC	0,2x	0,2x	0,2x	4,8x	4,1x	3,9x	5,7x	4,7x	4,6x
Skanska AB	0,4x	0,4x	0,4x	7,9x	7,4x	6,1x	11,6x	10,8x	11,8x
Hochtief AG	0,4x	0,4x	0,4x	6,4x	6,1x	5,7x	8,5x	8,1x	8,8x
NCC AB	0,3x	0,3x	0,3x	7,4x	5,9x	6,2x	10,8x	8,1x	8,4x
Peab AB	0,5x	0,5x	0,5x	8,6x	8,5x	8,8x	11,5x	11,3x	13,5x
Prvi kvartil	0,2x	0,2x	0,2x	5,0x	4,3x	4,3x	8,6x	7,6x	6,5x
Median	0,2x	0,2x	0,2x	6,9x	6,0x	5,7x	9,1x	8,2x	8,0x
Treći kvartil	0,4x	0,4x	0,4x	7,8x	7,4x	6,2x	11,3x	10,0x	8,8x
Primjenjena donja vrijednost	0,2x	0,2x	0,2x	6,9x	6,0x	5,7x	9,1x	8,2x	8,0x
Primjenjena gornja vrijednost	0,4x	0,4x	0,4x	7,8x	7,4x	6,2x	11,3x	10,0x	8,8x

→ Izračunate multiplikatore se zatim množi s vlastitim metrikama (Prihodi, EBITDA, EBIT, EPS) kako bi se derivirala vrijednost društva

8) Procjena vrijednosti (*nastavak*)

DCF Metoda

Usp. društva

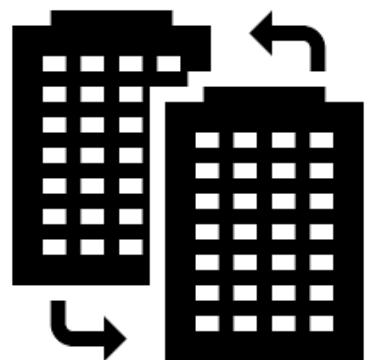
Usp. transakcije

Prednosti:

- Temeljena je na stvarnim podacima a ne budućim projekcijama
- Relativno lako za koristiti

Nedostaci:

- Teško je pronaći društva koja su slična društvu čija se vrijednost procijenjuje
- Manje fleksibilna nego DCF metoda
- Dostupnost informacija je ponekad otežana



8) Procjena vrijednosti (*nastavak*)

DCF Metoda

Usp. društva

Usp. transakcije

METODA USPOREDNIH TRANSAKCIJA

Datum transakcije	Target društvo	Vrijednost	Enterprise Value	Prihodi	EV / Prihodi	EV / EBITDA	EV / EBIT
02/05/2018	Dawn Homes Limited	28	28	26	1,1x	10,6x	10,6x
12/03/2018	CALA Group (Holdings) Limited (52,12% Stake)	608	934	851	1,1x	8,8x	8,9x
05/02/2018	Robyg S.A.	376	376	118	3,2x	8,8x	8,9x
06/07/2017	Alti Bygg og Anlegg AS	17	17	21	0,8x	5,7x	5,8x
n/a	Keepmoat Limited (Regeneration Division)	385	385	1.008	0,4x	8,4x	-
30/08/2016	ISARIA Wohnbau AG	184	184	92	2,0x	6,3x	6,6x
01/09/2016	Apleona GmbH	1.400	1.400	2.909	0,5x	8,9x	10,4x
15/07/2016	Fomento de Construcciones y Contratas SA (47,3% Stake)	5.734	7.870	6.476	1,2x	9,7x	24,3x
04/03/2016	Fomento de Construcciones y Contratas SA (17,7% Stake)	401	8.201	6.476	1,3x	10,1x	25,3x
04/04/2016	Todini Construzioni Generali S.p.A.	50	50	120	0,4x	6,2x	-
31/01/2016	Tore Lokke AS (80% Stake)	7	9	22	0,4x	3,2x	4,4x
31/08/2015	HusCampagniet A/S	268	268	239	1,1x	10,4x	11,7x
11/03/2015	Larsen Atteras Og Brosvik AS (70% Stake)	75	110	194	0,6x	6,3x	6,3x
Prvi kvartil					0,5x	6,3x	6,5x
Median					1,1x	8,8x	8,9x
Treći kvartil					1,2x	9,7x	11,2x
Primjenjena donja vrijednost					1,1x	8,8x	8,9x
Primjenjena gornja vrijednost					1,2x	9,7x	11,2x

8) Procjena vrijednosti (*nastavak*)

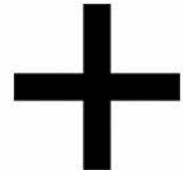
DCF Metoda

Usp. društva

Usp. transakcije

Prednosti:

- Informacije su javno dostupne
- Omogućuje razumijevanje tržišta s aspekta transakcija
- Lakoća izračuna



Nedostaci:

- Društva koja su predmet transakcije često su neusporediva s društvom čija se vrijednost procjenjuje
- Mogućnost postojanja malenog broja transakcija određenog sektora
- Transakcije su zastarjele → diskutabilna usporedivost



9) Ilustrativni prikaz raspona vrijednosti

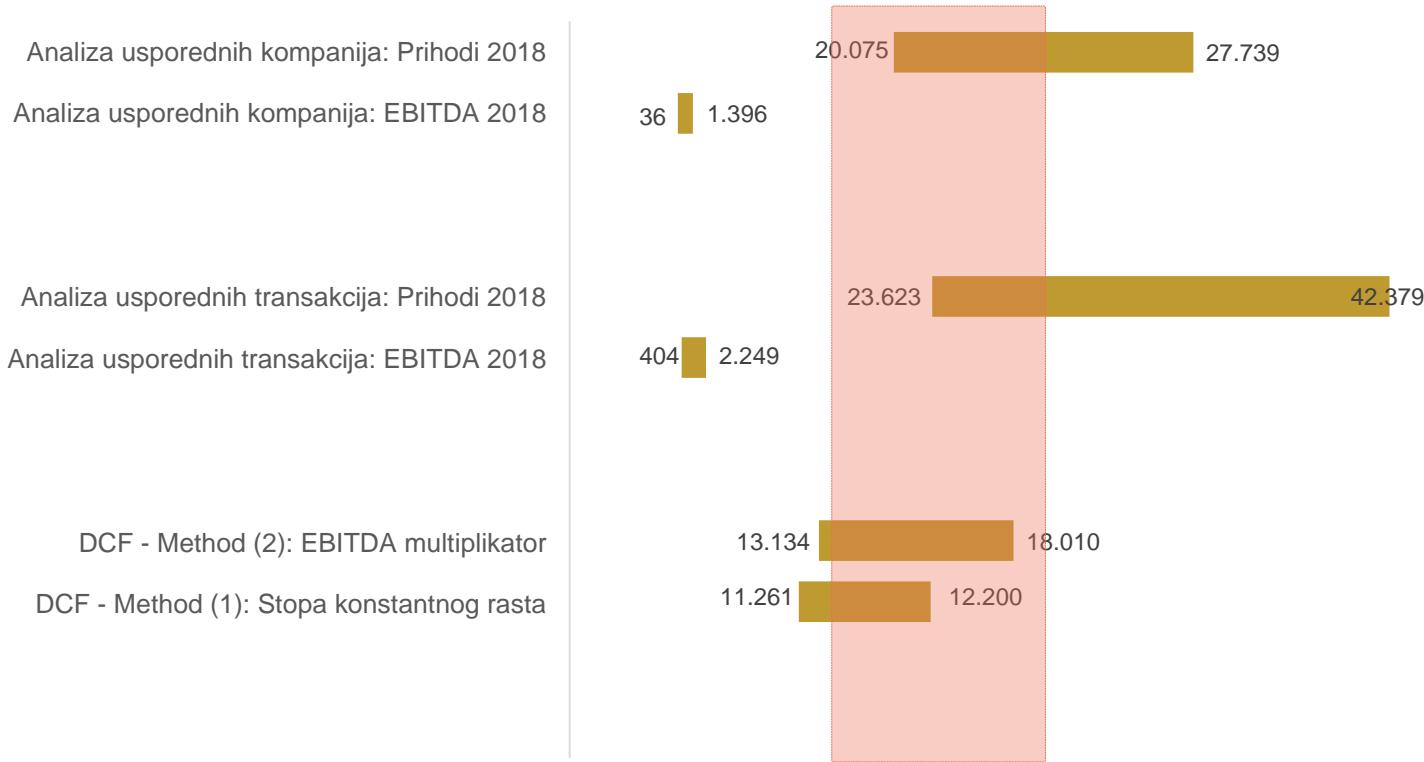
Prikaz svih korištenih metoda i dobivenih raspona vrijednosti

u tisućama kuna

Metodologija	Pokazatelji		Raspon Multiplikatora		Primjenjena vrijednost poduzeća		Primjenjena vrijednost vl. Kapitala	
Analiza usporednih javnih kompanija								
Prihodi	2018A	34.063	0,7x	–	0,9x	22.993	--	30.657
EBITDA	2018A	664	4,5x	–	6,5x	2.953	--	4.314
Raspon vrijednosti Društva						12.973	17.485	7.138
Analiza usporednih transakcija								
Prihodi	2018A	34.063	0,8x	–	1,3x	26.541	--	45.297
EBITDA	2018A	664	5,0x	–	7,8x	3.321	--	5.167
Raspon vrijednosti Društva						14.931	25.232	12.014
Metodologija diskontiranih novčanih tokova								
Metoda (1): EBITDA multiplikator			4,5x	–	6,5x	16.051	--	20.928
Metoda (2): Stopa konstantnog rasta (Gordonov model)			0,5%	–	1,5%	14.179	--	15.117
Raspon vrijednosti Društva						15.115	18.023	12.197
Primjenjiva vrijednost 100% kapitala Društva								11.436

9) Ilustrativni prikaz raspona vrijednosti „Football Field“

Ilustrativni prikaz procjene vrijednosti temeljem svih korištenih metoda.



Izazovi prilikom procjene vrijednosti

Procjena vrijednosti zahtjevan je proces koji mora biti obavljen od strane stručnjaka za procjenu vrijednosti društva.



Glavni izazovi prilikom procjene vrijednosti:

Krivo izračunat WACC

Prilikom procjene diskontna stopa je često krivo izračunata te time ne odražava na odgovarajući način rizike svojstvene objektu procjene.

Krive projekcije budućih prihoda

Vrijednost društva ovisi o njegovim budućim novčanim tokovima. Ako se ti prihodi krivo projiciraju, procjena neće odražavati stvarnu vrijednost društva.

Krivi multiplikatori

S obzirom da se pojedini pokazatelji poslovanja društva množe s uzetim pokazateljima kako bi se procijenila vrijednost, krivi multiplikatori izvrnut će pravu vrijednost društva.

Loša analiza sektora

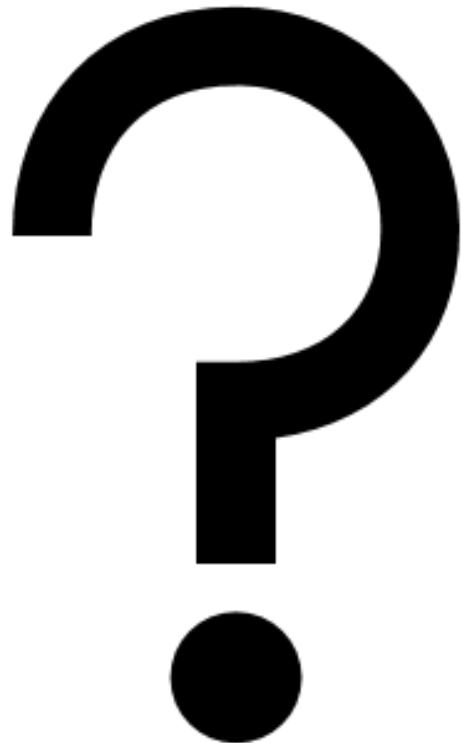
Bitno je što kvalitetnije analizirati sektor unutar kojeg društvo posluje kako bi adekvatno moglo projicirati buduće prihode.

Kriva usporedna društva

Ako se prilikom procjene na temelju usporednih društva uzmu kriva konkurentska društva, procjena vrijednosti neće odražavati stvarnu vrijednost jer niti multiple neće biti usporedive.

Aspekti koji mogu utjecati na vrijednost Društva...

Ekonomski vrijednost vs. emotivna vrijednost	Usporedive transakcije i trgovinski multiplikatori	Going concern vs likvidacijska vrijednost	Povijesni rezultati i brand	Asset deal vs share deal
Broj (su)vlasnika	Neoperativna imovina / non-core imovina	Privatni troškovi	Biznis neovisan o vlasniku	Kupnja dijela biznisa
Nekretnine	Odnos s povezanim društvima	Problem negativnog cash flowa	Dostupnost financijske poluge	Postojanje „sponzora transakcije”
Sinergijski efekti	Diskontna stopa	Način plaćanja	Strukturirani prodajni proces	Cijena vs Intrizična vrijednost vs Transakciji paket





ALPHA CAPITALIS d.o.o
Ulica grada Vukovara 284, 1.kat „Centar Almeria”
10 000 Zagreb
Hrvatska

www.alphacapitalis.com
info@alphacapitalis.com

Danijel Pevec
Partner

Mail: pevec.danijel@alphacapitalis.com
Tel: +385(0)1 580 6656
Mob: + 385 99 2401 771

A L P H A
C A P I T A L I S

