

Financijski klub

Vrednovanje poduzeća

PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA V.O.O. D.O.O.

Istraživački rad

Pavao Crnko

pavao.crnko@gmail.com

Ključne riječi: statičke metode, dinamičke metode, financijski izvještaji, faktori rizika

Zagreb, lipanj 2010.

SADRŽAJ

	Stranica
UVOD	3
STATIČKE METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA	4
<i>Prilagođavanje bilančnih pozicija</i>	4
<i>Bruto i neto knjigovodstvena vrijednost poduzeća</i>	5
DINAMIČKE METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA	6
<i>Metoda toka zarada</i>	6
<i>Prilagođavanje izvještaja o dobiti i procjena čistog novčanog toka (dobiti)</i>	6
<i>Procjena diskontne stope</i>	7
PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA V.O.O. D.O.O	9
ZAKLJUČAK	12
LITERATURA	13
POPIS ILUSTRACIJA	14

UVOD

Poduzetnički se pogled na poslovne financije uvelike razlikuje od korporativnog zbog toga što u poduzetničkom svijetu ne postoji transparentno nadmetanje javnih dioničkih društava, kao ni čvrsto utemeljeno tržište kapitala na kojem bi poduzetnik mogao prikupiti financijska sredstva s kojima bi financirao dugoročne projekte. Financijski podsustav u kojem opstojе mala i srednja poduzeća mnogo je volatilniji, nesavršeniji i iracionalniji od tržišta kapitala javnih dioničkih poduzeća.

Gotovina poduzetniku znači sve, a beta koeficijenti i teorije tržišta kapitala koje se temelje na racionalnim pretpostavkama su irelevantni. Isto tako, likvidnost i pravovremenost imaju presudnu ulogu u određivanju uspjeha malog i srednjeg poduzeća, a sukobi poduzetnika s pravnim i fizičkim osobama od kojih treba prikupiti kapital su mnogobrojni i neizbježni. U konačnici, može se reći da je vrlo velik broj komponenata koje determiniraju vrijednost malog ili srednjeg poduzeća te da se u teoriji razlikuju od autora do autora.

Radi ilustracije raznolikosti klasifikacija metoda procjene vrijednosti poduzeća navode se slijedeće klasifikacije: **W. A. Sahlman**¹ navodi tri metode vrednovanja poduzeća: (1) metoda *venture capital-a*, (2) prva čikaška metoda i (3) razvodnjavanje vlasništva. **Timmons i Spinelli**² spominju metodu diskontiranog novčanog toka (tzv. DCF metodu - *Discounted Cash-Flow Method*) kao temeljnu metodu procjene vrijednosti poduzeća. **Kuratko i Hodgetts**³ metode vrednovanja poduzeća dijele u tri skupine: (1) određivanje vrijednosti opipljive imovine prilagođavanjem pozicija bilance, (2) određivanje vrijednosti zarada temeljenih na odnosu P/E i (3) određivanje vrijednosti diskontiranih budućih zarada. **Stokes i Wilson**⁴ navode dvije temeljne metode procjene vrijednosti poduzeća: (1) tržišna vrijednost opipljive imovine i (2) multiplikacija godišnjih zarada. **Scarborough i Zimmerer**⁵ govore o tri vrste metoda: (1) bilančna metoda: $\text{neto vrijednost} = \text{imovina} - \text{obveze}$, (2) metoda zarada i (3) metoda tržišne (P/E) vrijednosti.

¹ Sahlman, W.A.: **A Method for Valuating High-Risk, Long-Term Investments: The 'Venture Capital Method'**, Harvard Business School, 1988., str. 2-4 i 56-59.

² Timmons, J.A., Spinelli, S.: **New Venture Creation – Entrepreneurship for the 21st Century**, 8. izdanje, McGraw-Hill, Singapore, 2009., str. 488.

³ Kuratko, D.F., Hodgets, R.M.: **Entrepreneurship: Theory, Process, Practice**, 7. izdanje, Thomson South-Western, Quebec, Canada, 2007., str. 668-675.

⁴ Stokes, D., Wilson, N.: **Small Business Management & Entrepreneurship**, 5. izdanje, South Western Cengage Learning, China, 2002., str. 451.

⁵ Scarborough, N.M., Zimmerer, T.W.: **Effective Small Business Management: An Entrepreneurship Approach**, 7. izdanje, Prentice Hall International, New Jersey, USA, 2005., str. 138-147.

1. STATIČKE METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

Statičkim se metodama procjenjuje vrijednost poduzeća s računovodstvenog aspekta, odnosno na poduzeće se gleda kao na skup imovinskih oblika koje ono posjeduje. Takve metode nastoje knjigovodstveno iskazanu vrijednost imovinskih oblika u bilanci prilagoditi stvarnoj vrijednosti. Temeljne statičke metode koje se koriste za procjenu vrijednosti malih i srednjih poduzeća jesu bruto i neto knjigovodstvena vrijednost.

Pri procjeni bruto i neto knjigovodstvene vrijednosti poduzeća potrebno je izbjeći mnogo zamki koje nastaju zbog računovodstvenog shvaćanja vrijednosti pojedinih bilančnih pozicija. One se iskazuju u visini povijesnih troškova umanjenih za ispravke vrijednosti zbog amortizacije. Takve vrijednosti mogu, ali ne moraju, odgovarati sadašnjim tržišnim, reprodukcijским i likvidacijskim vrijednostima.

Računovodstvena konvencija ističe *načelo opreznosti* pri računovodstvenom vrednovanju imovine i obveza. U načelu, poštuje se *princip niže cijene* što znači da bilanca može skrivati određene dobitke. Isto tako, moguće je da bilanca skriva i određene gubitke pa je potrebno izvršiti prilagođavanje bilančnih pozicija što znači da se one moraju iskazati u iznosu sadašnje vrijednosti. Prilagođavanje bilančnih pozicija prvenstveno se odnosi na tretman nedodirljive imovine te na aktivni saldo vremenskih razgraničenja (višak unaprijed plaćenih troškova spram troškova koji su unaprijed ukalkulirani).⁶

1.1. Prilagođavanje bilančnih pozicija

Nematerijalna imovina nema realno ostvarivu vrijednost pa ju je potrebno isključiti prilikom procjene vrijednosti poduzeća.

Aktivna vremenska razgraničenja predstavljaju već plaćene troškove koji se raspoređuju na buduća izvještajna razdoblja. Zbog toga takva pozicija u bilanci predstavlja svojevrsni gubitak jer je kroz računovodstvenu logiku postepenog terećenja troškova poduzeća u bilanci kapitalizirana vrijednost koja je već plaćena.

Pasivna vremenska razgraničenja predstavljaju periodično rezerviranje ostvarene dobiti poduzeća za buduće izdatke. Time ona predstavljaju skrivene dobitke jer stvarni novčani izdatak možda i ne mora uslijediti u budućnosti, odnosno ne mora uslijediti u onom iznosu koji je rezerviran razgraničenjem.

Kod ostalih bilančnih pozicija, potrebno je imati na umu različite računovodstvene metode njihovog vrednovanja. Primjerice, primjena cijena utrošaka različitih od kriterija prve

⁶ Ibid., str. 78.

ulazne cijene, zatim primjena različitih metoda obračuna proizvodnje i zaliha gotovih proizvoda, politika otpisa dospjelih potraživanja i sličnih računovodstvenih tehnika i politika.

1.2. Bruto i neto knjigovodstvena vrijednost poduzeća

Ako se kupuje imovina poduzeća, potrebno je procijeniti bruto knjigovodstvenu vrijednost. Da bi se ta vrijednost mogla procijeniti, potrebno je eliminirati nematerijalnu imovinu i aktivna vremenska razgraničenja iz bilance poduzeća. Taj se odnos može izraziti jednadžbom (1).

$$V_{BK} = A - NMI - AVR \quad (1)$$

V_{BK} – bruto vrijednost poduzeća

A – ukupno aktiva

NMI – nematerijalna imovina

AVR - aktivna vremenska razgraničenja.

Ako se kupuje vlasnička glavnica poduzeća, ili jedan njezin dio, potrebno je procijeniti neto knjigovodstvenu vrijednost poduzeća prema jednadžbi (2).

$$V_{NK} = V_{BK} - DO - KO \quad (2)$$

V_{NK} – neto knjigovodstvena vrijednost poduzeća

V_{BK} – bruto vrijednost poduzeća

DO – dugoročne obveze

KO – kratkoročne obveze

2. DINAMIČKE METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

U fokusu razmatranja dinamičkih metoda jesu ostvarene zarade i novčani tokovi te mogućnosti ostvarivanja zarada i budućih čistih novčanih tokova. Snaga ovih metoda proizlazi iz koncepta ekonomske vrijednosti i uvažavanja međuovisnosti rizika i profitabilnosti. Nedostatak ovih metoda jest subjektivnost procjenitelja. Polazna je osnovica za vrednovanje zarada poduzeća račun dobiti i gubitka. Temeljni koncept za vrednovanje poduzeća temeljem dinamičkih metoda je koncept ekonomske vrijednosti. Najvažnija dinamička metoda koja se koristi za procjenu vrijednosti malih i srednjih poduzeća, tj. poduzeća koja izvore financiranja ne pribavljaju na financijskim tržištima kapitala jest metoda toka zarada pa će ta metoda biti izložena u nastavku.

2.1. Metoda toka zarada

Ishodište je ove metode prikazivanje profitne snage poduzeća kao vrijednosti *konstantne vječne rente* koja predstavlja buduće poslovanje procjenjivanog poduzeća. Profitna se snaga poduzeća može izraziti preko dobiti ili čistog novčanog toka. Nakon projekcije dobiti ili čistog novčanog toka, potrebno je odrediti diskontnu stopu za kapitalizaciju tokova zarada poduzeća tehnikom kapitalizacije vječne rente. Temeljem navedenog, može se zapisati formula izračunavanja vrijednosti poduzeća metodom toka zarada kako je prikazano jednadžbom (3).

$$V = \frac{F}{k} \quad (3)$$

V - vrijednost poduzeća

F - procijenjeni čisti novčani tok (dobit)

k - procijenjena diskontna stopa.

2.2. Prilagodavanje izvještaja o dobiti i procjena čistog novčanog toka (dobiti)

Izvanredne stavke treba eliminirati osim ako ne skrivaju razumno ocijenjene efekte od samog poslovanja poduzeća. Prihodi od prodaje i troškovi sadržani u prodanim proizvodima i uslugama najčešće se mogu ocijeniti realnim. Iracionalnosti se u ovim stavkama očituju u uvjetima visoke inflacije ili namjerne prijevare. Financijski se prihodi trebaju eliminirati iz procjene, ali kada predstavljaju prihode koji su vezani uz prodaju, treba ih uključiti. Isto vrijedi i za prihode od investicija. Slično treba postupati i s izvanrednim prihodima ocjenjujući postoji li

određena sklonost uprave poduzeća za pretjerana iskazivanja otpisa radi minimalizacije poreznih davanja poduzeća. Što se rashoda tiče, potrebno je obrati punu pažnju na slijedeće pozicije:

- osobna primanja i osobne koristi vlasnika,
- najamnina,
- putni troškovi i troškovi reprezentacije,
- troškovi usluga domaćinstva,
- troškovi pravnih i računovodstvenih usluga,
- najam automobila i
- donacije.

U spomenute stavke, vlasnici malih i srednjih poduzeća običavaju uključiti rashode koji se tiču njihovih privatnih interesa. S obzirom da takve odluke vlasnika temelje na tzv. “*animal instincts*”⁷ potrebno ih je prilagoditi ukoliko predstavljaju iznos značajniji od svrsishodnog. Ako se procjenjuje vrijednost malog ili srednjeg poduzeća, potrebno je procijeniti bruto čisti novčani tok (bruto dobit), dok je kod javnih dioničkih društava potrebno procijeniti neto čisti novčani tok (neto dobit) zato što se mogu procijeniti troškovi vlasničke glavnice takvog poduzeća.

2.3. Procjena diskontne stope

Stopu kapitalizacije procijenjenog čistog novčanog toka (dobiti) treba procijeniti temeljem procjene rizika ostvarivanja dobiti odnosno čistih novčanih tokova poduzeća. Za javna dionička društva primjerena stopa kapitalizacije može se procijeniti kao prosječni ponderirani trošak capital (eng. *WACC - Weighted Average Cost of Capital*).⁸ Kod malih i srednjih, privatno držanih poduzeća, procjena rizika je znatno teža zato što treba uvažavati čitav niz čimbenika koji utječu na rizičnost poslovanja takvog poduzeća. C. D. Peterson predlaže utvrđivanje rizika malog i srednjeg poduzeća ocjenjivanjem petnaest faktora koji utječu na rizik poslovanja takvog poduzeća. Faktori koji su, prema Petersonu, relevantni za analizu rizika ulaganja navode se u *Tabeli I*. Najprije je potrebno faktore rizika poduzeća bodovati bodovima od jedan do šest. Jedan bod označava najveći, a šest bodova najmanji rizik. Nakon toga, bodovi se sumiraju i dijele s brojem čimbenika.

Tabela I.: Petnaest relevantnih faktora koji utječu na rizičnost poslovanja SME-a

⁷ pojam je prvi upotrijebio J.M. Keynes, a predstavlja osobne interese pojedinaca koji smanjuju razinu racionalnosti djelovanja poslovnih organizacija ili institucija

⁸ o prosječnom poderiranom trošku kapitala više u: Berk, J., DeMarzo, P.: **Corporate Finance**, Pearson Addison –Wesley, Boston, USA, 2007., str. 439-442.

Faktor	Mali rizik	Veliki rizik
Povijest poduzeća	Duga, profitabilna povijest	Nova ili neprofitabilna povijest
Industrijska grupa	Stabilne ili rastuće, visokoprofitabilne industrije	Ne postojan rad ili pad, nestabilne, općenito neprofitabilne industrije
Specijalne vještine koje zahtijeva uspjeh	Ne zahtijevaju se specijalne vještine.	Zahtijevaju se visoko specijalizirane ili rijetke vještine
Lokacija (uvjeti najma)	Odlična lokacija (najam se može nastaviti)	Neodgovarajuća lokacija (uvjeti najma)
Specijalni odnosi potrebni za uspjeh	Uspjeh je baziran na širokoj osnovi	Uspjeh ovisi o nekoliko ključnih odnosa ili mušterija
Radna situacija	Radna snaga je dostupna i radni odnosi su dobri	Rijetka radna snaga i/ili siromašni radni odnosi
Menadžerska situacija	Postojeći tim menadžera potpuno je kvalificiran i kompetentan	Menadžment nije kompetentan voditi poslovanje poduzeća
Povrat investicija	Kupac će moći likvidirati investiciju za otprilike onoliko koliko je platio	Investicija se može lako razvodniti ili je nelikvidna
Profitabilnost investicije	Tržišni, ekonomski i povijesni činitelji ukazuju da će profitabilnost biti kontinuirana	Nema izgleda za profitabilnost bez promjena u poduzeću tržištu ili ekonomiji
Vanjska ovisnost	Najveći broj uvjeta za uspjeh je pod kontrolom poduzeća	Uspjeh ovisi o činiteljima kao što su kamatne stope, stil i moda ili stranih izvora koji su izvan kontrole poduzeća
Ugled poduzeća	Dobro priznat i visoko poštovan	Nepoznat ili se smatra siromašnim
Proizvodi ili usluge	Visoko vrijedni, konkurentni i odgovaraju tržišnim potrebama	Siromašna kvaliteta i/ili zastarjeli za tržište
Franšize, licence, osiguranje ili zahtjevi obveznica	Nema posebnih osiguranja za licence, franšize ili obveznice	Zahtjevi za poslovanje su teško održivi ili su skupe licence, franšize, osiguranje ili obveznice
Konkurencija	Ograničena	Intenzivna i/ili rastuća konkurencija
Tehnologija	Poslovanje nije ranjivo na promjene tehnologije	Promjene tehnologije mogu imati glavne negativne utjecaje

IZVOR: Orsag, S.: Vrednovanje poduzeća, Infoinvest, Zagreb, 1997., str. 112.

Temeljem prosječne ocjene rizičnosti poslovanja poduzeća potrebno je odabrati diskontnu stopu koja će se primijeniti na prethodno prikazanim postupcima prilagođenim konstantnim godišnjim čistim novčanim tokovima poduzeća. Nakon utvrđivanja prilagođenog konstantnog godišnjeg novčanog toka i nakon utemeljenja diskontne stope za njegovu kapitalizaciju, određeni su svi potrebni elementi za izračunavanje vrijednosti poduzeća metodom toka zarada.

3. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA V.O.O. D.O.O.

V.o.o. d.o.o. za trgovinu na veliko i malo (dalje u tekstu: Društvo), sa sjedištem u Zagrebu, Vladimira Filakovca 7, osnovano je u prosincu 2002. godine i upisano u registar Trgovačkog suda u Zagrebu (MBS: 080448237). Društvo je registrirano za obavljanje slijedećih djelatnosti: kupnja i prodaja robe, obavljanje posredovanja na domaćem i inozemnom tržištu i zastupanje stranih tvrtki.

U nastavku slijedi procjena vrijednosti poduzeća V.o.o. d.o.o. primjenom teorijske osnove iz drugog poglavlja na financijske izvještaje spomenutog poduzeća. U fazi prilagodbe financijskih izvještaja, autor je inkorporirao jednadžbe (1) i (2) tako da se bruto i neto knjigovodstvene vrijednosti poduzeća mogu vrlo lako očitati sa *Slike I*.

Slika I. Prilagođena bilanca poduzeća V.o.o. d.o.o. na dan 31.12.2008.

PRILAGOĐENA BILANCA PODUZEĆA V.O.O. D.O.O. NA DAN 31.12.2008.		
AKTIVA	31.12.2007.	31.12.2008.
DUGOTRAJNA IMOVINA	657.576	1.062.550
MATERIJALNA IMOVINA	203.466	580.219
Alati, pogonski inventar i transportna imovina	203.466	580.219
DUGOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	454.110	482.331
Dani zajmovi, depoziti i sl.	454.110	482.331
KRATKOTRAJNA IMOVINA	8.937.778	13.030.923
ZALIHE	6.868.090	9.437.392
Trgovačka roba	6.868.090	9.437.932
Predujmovi za zalihe	855.003	879.911
POTRAŽIVANJA	543.673	2.053.781
Potraživanja od povezanih poduzetnika		551.346
Potraživanja od kupaca	493.071	1.129.893
Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	2.744	15.143
Potraživanja od države i drugih institucija	47.858	357.479
KRATKOTRAJNA FINACIJSKA IMOVINA	1.039.790	1.065.818
Ostala financijska imovina	1.039.790	1.065.818
NOVAC U BANCI I BLAGAJNI	486.225	473.932
UKUPNO AKTIVA (Bruto knjigovodstvena vrijednost poduzeća)	9.595.354	14.093.473
PASIVA	31.12.2007.	31.12.2008.
VLASNIČKA GLAVNICA (Neto knjigovodstvena vrijednost poduzeća)	6.486.062	7.969.995
DUGOROČNE OBVEZE	52.360	0
Obveze za zajmove, depozite i slično	52.360	0
KRATKOROČNE OBVEZE	3.056.932	6.123.478
Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	1.520.160	4.820.455
Obveze za predujmove	6.964	1.927
Obveze prema dobavljačima	521.241	715.164
Obveze prema zaposlenicima	291.452	349.373
Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	717.115	236.570
UKUPNO PASIVA	9.595.354	14.093.473

IZVOR: Financijski izvještaji poduzeća V.o.o. d.o.o. na dan 31. prosinca 2008.

Kod prilagodbe bilančnih pozicija eliminirane su vrijednosti dugotrajne nematerijalne imovine kao i vremenska razgraničenja. Procijenjena bruto knjigovodstvena vrijednost poduzeća V.o.o. d.o.o. iznosila je 31. prosinca 2007. godine 9.595.354 kn, a godinu dana kasnije 14.093.473 kn. Procijenjena neto knjigovodstvena vrijednost na kraju 2007. godine bila je 6.486.062 kn, a godinu dana poslije 7.969.995 kn. Prilagođavanjem pozicija u računu dobiti i gubitka procijenjena je dobit prije oporezivanja za 2008. godinu koja iznosi 3.433.184 kn, što je i prikazano *Slikom II*.

Slika II. Prilagođeni račun dobiti i gubitka poduzeća V.o.o. d.o.o. za 2008. godinu

PRILAGOĐENI RAČUN DOBITI I GUBITKA PODUZEĆA V.O.O. D.O.O.	1.1. - 31.12.2007.	1.1. - 31.12.2008.
POSLOVNI PRIHODI	39.573.688	47.658.435
Prihodi od prodaje	39.407.856	47.533.778
Ostali poslovni prihodi	165.832	120.657
POSLOVNI RASHODI	35.168.219	43.847.213
Materijalni troškovi	28.383.556	35.630.376
a) Troškovi sirovina i materijala	618.438	1.114.116
b) Troškovi prodane robe	19.728.158	23.668.932
c) Ostali vanjski troškovi	8.036.970	10.847.328
Troškovi osoblja	4.197.489	5.913.599
a) Neto plaće i nadnice	2.710.865	3.811.915
b) Troškovi poreza i doprinosa iz plaća	1.169.769	1.547.479
c) Doprinosi na plaće	316.855	554.205
Amortizacija	739.365	624.752
Ostali troškovi	1.483.427	1.564.390
Vrijednosno usklađivanje	195.728	82.021
kratkotrajne imovine (osim financijske imovine)	195.728	82.021
Ostali poslovni rashodi	168.654	32.075
FINANCIJSKI RASHODI	188.028	378.038
UKUPNI PRIHODI	39.573.688	47.658.435
UKUPNI RASHODI	35.356.247	44.225.251
PROCIJENJENA DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	4.217.441	3.433.184

IZVOR: Financijski izvještaji poduzeća V.o.o. d.o.o. na dan 31. prosinca 2008.

Temeljem procjene čimbenika rizika, koja je prikazana *Tabelom II*, procijenjena diskontna stopa iznosi 21,74%. Primjenom formule (3) procijenjena vrijednost poduzeća V.o.o. d.o.o. metodom toka zarada iznosi 15.792.015 kn.

Tabela II. Ocjene faktora rizika u poduzeću V.o.o. d.o.o.

Faktor	Ocjena	Faktor	Ocjena	Faktor	Ocjena	Faktor	Ocjena
Povijest poduzeća	4	Povrat investicija	5	Konkurencija	4	Ugled poduzeća	5
Industrijska grupa	4	Profitabilnost investicije	4	Tehnologija	5	Proizvodi ili usluge	5
Specijalne vještine koje zahtijeva uspjeh	5	Vanjska ovisnost	4	Menadžerska situacija	4	Franšize, licence, osiguranje ili zahtjevi obveznica	6
Lokacija (uvjeti najma)	3	Specijalni odnosi potrebni za uspjeh	5	Radna situacija	6		
UKUPNO	69	PROSJEK	4.6	PROCIJENJENA DISKONTNA STOPA	21,74%		

IZVOR: razgovor s direktoricom poduzeća

ZAKLJUČAK

Vrlo je velik broj čimbenika koji određuju vrijednost malog ili srednjeg poduzeća. U ovom je radu autor pošao od pretpostavke da se vrijednost poduzeća može procijeniti temeljem financijskih izvještaja i to pomoću bilance i računa dobiti i gubitka. Metode koje se temelje na upotrebi podataka iz bilance zovu se statičke metode, a one koje se temelje na podacima iz računa dobiti i gubitka dinamičke. Nakon što je autor ukratko izložio i jednu i drugu skupinu metoda za procjenu vrijednosti poduzeća, izvršena je procjena vrijednosti poduzeća srednje veličine iz hrvatske gospodarske prakse. Riječ je o mladom poduzeću koje se nalazi u fazi rasta i koje je izuzetno pogodno za primjenu izloženih metoda pogotovo zato što ne koristi sumnjive računovodstvene politike.

Rezultati koji su dobiveni analizom upućuju na zaključak da se primjenom različitih metoda mogu dobiti značajno različite procijenjene vrijednosti poduzeća. To je posljedica distinktivnosti u poimanju računovodstvene i ekonomske vrijednosti. Nerazmjeri dobivenih rezultata mogli bi biti još veći kada bi procjenu obavljalo nekoliko analitičara neovisno jedan o drugome zato što će svaki od njih različito doživjeti određene stavke financijskih izvještaja pri čemu će jedne ostati, a druge nestati. Subjektivnosti koje nastaju u procjeni mogu biti utemeljene i na stavu o relevantnosti pojedinog rizika poslovanja poduzeća, odnosno želi se napomenuti da svaki rizik na svako poduzeće utječe s drukčijim intenzitetom. Isto tako, bitan je i stav menadžmenta kod ocjenjivanja rizika. Treba napomenuti da bi se objektivnost povećala kada bi svaki menadžer dao svoj sud i kada bi se učinio prosjek dobivenih vrijednosti.

Dobiveni rezultati neizbježno dovode do konflikta stavova o pojmu vrijednosti poduzeća kao i kupoprodajne cijene. Ukoliko je procjena bila prekonzervativna ili nedovoljno stručna, može se javiti nezadovoljstvo s kupovne ili prodajne strane i time onemogućiti potpisivanje ugovora o kupoprodaji poduzeća. Zbog toga je dužnost, ali i moralna obveza svakog analitičara koji se bavi procjenom vrijednosti poduzeća da njegovi proračuni budu objektivni, metodološki utemeljeni, više puta kontrolirani i koncizno objašnjeni kako bi se izbjegla nezadovoljstva principala, agenata, kao i ostalih interesno-utjecajnih skupina.

LITERATURA

Knjige:

1. Berk, J., DeMarzo, P.: **Corporate Finance**, Pearson Addison –Wesley, Boston, 2007..
2. Hartley, W.C.F.: **Cash: Planing, Forecasting and Control**, Business Books Limited, London, 1976.
3. Kuratko, D.F., Hodgets, R.M.: **Entrepreneurship: Theory, Process, Practice**, 7. izdanje, Thomson South-Western, Quebec, Canada, 2007.
4. Orsag, S.: **Vrednovanje poduzeća**, Infoinvest, Zagreb, 1997.
5. Peterson, C.D.: **How To Sell Your Business**, McGraw-Hill Publishing Company, New York, 1990.
6. Sahlman, W.A.: **A Method for Valuating High-Risk, Long-Term Investments: The 'Venture Capital Method'**, Harvard Business School, 1988.
7. Scarborough, N.M., Zimmerer, T.W.: **Effective Small Business Management: An Entrepreneurship Approach**, 7. izdanje, Prentice Hall International, New Jersey, USA, 2005.
8. Stokes, D., Wilson, N.: **Small Business Management & Entrepreneurship**, 5. izdanje, South Western Cengage Learning, China, 2002.
9. Timmons, J.A., Spinelli, S.: **New Venture Creation – Entrepreneurship for the 21st Century**, 8. izdanje, McGraw-Hill, Singapore, 2009.

Materijali poduzeća V.o.o. d.o.o.:

1. **V.o.o. d.o.o.** - Financijski izvještaji na dan 31. prosinca 2008. zajedno sa izvješćem ovlaštenog revizora.

POPIS ILUSTRACIJA

POPIS TABLICA

Tabela I.: Petnaest relevantnih faktora koji utječu na rizičnost poslovanja SME-a..... 8

Tabela II. Ocjene faktora rizika u poduzeću V.o.o. d.o.o. 11

POPIS SLIKA

Slika I. Prilagođena bilanca poduzeća V.o.o. d.o.o. na dan 31.12.2008 9

Slika II. Prilagođeni račun dobiti i gubitka poduzeća V.o.o. d.o.o. za 2008. godinu..... 10