

PROCJENA VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA KOJA POSLUJU S GUBITKOM

Tajana Serdar Raković | Doc. dr Tajana Serdar Raković, Univerzitet u Banjoj Luci, Ekonomski fakultet, Banja
Luka, tajana.serdar-rakovic.ef.unibl.org

Sažetak: Većina literature iz oblasti procjene vrijednosti, polazi od teoretske pretpostavke da preduzeća posluju po principu trajnosti poslovanja i ostvaruju dobitak u dugom roku, s izuzetkom likvidacione metode. Kada su ove pretpostavke ispunjene, nije isuviše teško izvršiti projekcije novčanih tokova i procijeniti vrijednost preduzeća. Međutim, kod preduzeća koja posluju s gubitkom, problemi i nedoumice u procjeni višestruko se usložnjavaju. Cilj istraživanja je ukazati na specifičnosti preduzeća koja posluju s gubicima, kao i moguće načine prevazilaženja prepreka pri procjeni ovakvih preduzeća. Za kvantifikovanje i obradu podatka korištene su metode: korelacione analize, deskriptivne statistike i statističkog zaključivanja. Rezultati pokazuju da se u praksi većinom primjenjuju tri ili četiri metode procjene. Ispitujući uticajne faktore koji utiču na rješavanje operativnih problema, identifikovane su četiri grupe faktora, od kojih su kao najznačajnije ocijenjene priroda neefikasnosti i kvalitet top menadžmenta. U procjenama preduzeća čiji je uzrok gubitaka prezaduženost, a operativno su zdrava, najviše se koristi modifikacija racija duga (76,9%). Procjena preduzeća kod kojih je stečaj gotovo neizbježan vrši se likvidacionom metodom (98,7%). Zaključujemo da je u procjenama vrijednosti preduzeća koja posluju s gubicima od presudne važnosti utvrđivanje uzroka problema i mogućnosti otklanjanja istih, uvažavajući mogućnost da preduzeća nastave poslovanje i uslove na neaktivnom tržištu kapitala u BiH.

Ključne riječi: procjena vrijednosti, gubitak, privremeni problemi, dugoročni problemi, likvidaciona vrijednost

JEL klasifikacija: G12, G32, G33

UVOD

Pojedine teorije vrijednosti različito shvataju pojam vrijednosti i u zavisnosti od toga razlikuje se pristup postupku procjene vrijednosti. Ono što je zajedničko svima jeste stav da je visoka vrijednost preduzeća, ne samo pokazatelj uspješnog poslovanja u prethodnom periodu, već i indikator dobrih poslovnih rezultata preduzeća u budućnosti (Eugene F. Brigham i Michael C. Ehrhardt, 2009).

Nadalje, većina literature koja se bavi procjenom vrijednosti, polazi od teoretske pretpostavke da preduzeća posluju po principu trajnosti poslovanja (going-concern) i ostvaruju dobitak u dugom roku, s izuzetkom likvidacione metode. Ovaj problem je naročito izražen kod prinostnih metoda procjene kod kojih se pretpostavlja da preduzeća posluju s dobitkom što je uslov za projekciju stope rasta i budućih novčanih tokova. Kada su pretpostavke o trajnosti poslovanja i ostvarivanju dobitka ispunjene, nije teško izvršiti projekcije novčanih tokova. Međutim, šta se dešava kod preduzeća koja posluju s gubitkom?

U ovakvim slučajevima uvijek treba poći od uzroka problema i razloga zbog kojih je uopšte došlo do gubitaka. Naime, preduzeća koja posluju s gubicima onemogućavaju procjenu vrijednosti prinostnim metodama i korišćenje stope rasta zarada koja bi se primijenila u projektovanju novčanih tokova. Stopa rasta primijenjena na navedena preduzeća gubitke bi učinila još negativnijim. Nadalje, ni projekcije analitičara niti fundamentalna izračunavanja ne dovode do značajnih i upotrebljivih stopa rasta (Aswath Damodaran, 2012). Poteškoće se javljaju i kod obračuna poreskih obaveza, a ozbiljno se dovodi u pitanje pretpostavka o trajnosti poslovanja. Razlozi zbog kojih preduzeća posluju s gubitkom su složeni i višestruki. Kod procjene ovakvih preduzeća razmatraju se alternative u zavisnosti od uzroka gubitaka.

Cilj rada je ukazati na specifičnosti preduzeća koja posluju s gubicima, kao i moguće načine prevazilaženja prepreka pri procjeni ovakvih preduzeća. Rezultati analize ukazuju da veliki procenat preduzeća u privredi Republike Srpske koja posluju s gubicima diktiraju pristupe i metode koje se primjenjuju u praksi procjene vrijednosti preduzeća u Bosni i Hercegovini. U svrhu donošenja zaključaka i dokazivanja tvrdnji, daćemo pregled teorija vrijednosti i kapitala, te se osvrnuti na prethodna istraživanja na datu temu. Zatim ćemo analizirati grupe preduzeća koja posluju s gubitkom i načine njihovog procjenjivanja, u zavisnosti od uzroka problema i mogućnosti rješavanja istih: preduzeća s privremenim problemima, preduzeća s dugoročnim problemima te preduzeća koja ostvaruju gubitke zbog faze životnog ciklusa. U posljednjem dijelu rada prezentovano je empirijsko istraživanje vezano za temu procjene vrijednosti u našoj zemlji i data su zaključna razmatranja.

Svrha istraživanja je naglasiti važnost utvrđivanja uzroka problema u preduzećima s koji posluju s gubitkom, uvažavajući mogućnost da nastave poslovanje po going-concern principu i pretpostavke koje se vežu za neaktivno tržište kapitala u Bosni i Hercegovini, te pružiti konkretne odgovore na pitanja procjene vrijednosti ovakvih preduzeća.

PROCJENA VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA S PRIVREMENIM PROBLEMIMA

Za preduzeća s privremenim problemima pretpostavlja se da će u kratkom roku ponovo poslovati s dobitkom, te će umjesto gubitaka (negativnih zarada) ostvarivati stabilizovane zarade. Ako su gubici rezultat specifičnog događaja (recimo, štrajka ili parnice), zarade, novčani tokovi i stopa povrata procjenjuju se prije nastanka istog (Sorin V. Stan, 2014). S druge strane, kada gubitke nije moguće povezati sa specifičnim događajem i trošak događaja nije odvojen od ostalih troškova, vrši se poređenje stavki iz godine u kojoj se izvodi procjena sa stavkama iz prethodnih godina (Damodaran, 2012). Kod neuobičajeno visokih iznosa, treba da se izvrši normalizacija stavki, pri čemu se može koristiti profitna marža iz prethodne godine.

Privremeni problemi mogu da proističu iz privredne grane ili da budu tržišno derivirani. Prihodi cikličnih preduzeća su volatilni i zavisni od stanja privrede. Metode diskontovanja novčanog toka za baznu godinu uzimaju tekuću, međutim, kod cikličnih preduzeća tekuće zarade mogu biti preniske ili previsoke da bi se koristile kao osnova za projekciju. Jedno od rješenja je prilagoditi očekivanu stopu rasta u bliskom periodu tako da reflektuje ciklične promjene, a drugo pretpostavlja procjenu zasnovanu na stabilizovanim, a ne tekućim zaradama.

Prilagođavanje stope rasta

Ciklične firme ostvaruju niske zarade kada je ekonomija u recesiji, i obrnuto. Ako preduzeće ostvaruje gubitke uz stanje recesije u ekonomiji, a očekuje se brz oporavak, može se projektovati stopa rasta u sljedećoj godini (ili dvije) koja bi bila viša od tekuće stope rasta. Obrnuta strategija se primjenjuje ako su dobiti naduvani zbog ekonomije u uzletu, te se u narednom periodu očekuje pad aktivnosti. Nedostatak ovog pristupa je u tome što se tačnost procjene vezuje za preciznost makroekonomskih prognoza, ali s druge strane, to je neizbježno kod cikličnih preduzeća (Pablo Fernández, 2011). Mogu se razmotriti ponašanje i iskustva preduzeća u prijašnjim ciklusima da bi se izvukli određeni zaključci. Za procjenu dugoročne stope rasta uzima se prosječna stopa rasta iz prethodnih godina.

Primjer 1: Prilagođavanje stope rasta u recesiji kod cikličnih preduzeća (prema: Damodaran, 2002; 2012). Preduzeće „Anna“ koja se bavi proizvodnjom celuloznog papira u 2018. godini (bazna godina) ima tekuću zaradu po akciji od \$0.63.

Tekuće obezvređenje po akciji iznosi \$2,93. Tekuća kapitalna ulaganja po akciji iznose \$3.63. Racio duga za finansiranje kapitalnih ulaganja je 45%. Beta preduzeća je 1, bezrizična stopa na državne obveznice 8.5%, a tržišna premija rizika 4%. Pretpostavljena dugoročna stopa rasta je 6%.

Trošak sopstvenog kapitala = $8,5\% + 1 \times 4\% = 12,5\%$

Ako bi se procjenjivala vrijednost akcija preko tekuće zarade i uz pretpostavljenu dugoročnu stopu rasta od 6%, vrijednost po akciji iznosila bi tek \$4.0:

Slobodni novčani tok = $\$0,63 - (1-0,45) \times (\$3,63 - \$2,93) = \$0,245$

Vrijednost po akciji = $(\$0,245 \times 1,06) / (0,125 - 0,06) = \$4,00$

U poređenju s tim, tržišna cijena akcije je \$20,00. Pretpostavimo da će se ekonomija naredne godine oporavljati sporije, a potom brže.

Tabela 1: Očekivana stopa rasta zarade po akciji po godinama

| Godina | Očekivana stopa rasta po akciji | Vrijednost akcije u \$ |
|---------------|---------------------------------|------------------------|
| 2019. | 5% | 0,66 |
| 2020. | 100% | 1,32 |
| 2021. | 50% | 1,98 |
| Poslije 2022. | 6% | |

Izvor: Prema Damodaran, 2012.

Za kapitalna ulaganja i obezvređenje očekuje se da budu na nivou od 6%. Slobodni novčani tok prema sopstvenom kapitalu (FCFE) iznosi:

Tabela 2: Izračunavanje slobodnog novčanog toka prema sopstvenom kapitalu

| | 2019. | 2020. | 2021. | 2022. |
|---|-------|-------|-------|-------|
| EPS (zarada po akciji) u \$ | 0,66 | 1,32 | 1,98 | 2,10 |
| Minus (Kapitalni troškovi – obezvređenje) x (1-racio duga) u \$ | 0,41 | 0,43 | 0,46 | 0,49 |
| FCFE u \$ | 0,25 | 0,89 | 1,53 | 1,62 |

Izvor: Damodaran, 2002.

Rezidualna vrijednost (na kraju 2021.) = $\$1,62 / (0,125 - 0,06) = \$24,88$

$$\text{Sadašnja vrijednost po akciji} = \frac{0,25}{1,125} + \frac{0,89}{1,125^2} + \frac{1,53 + 24,88}{1,125^3} = \$19,47$$

Dakle, ovako procijenjena vrijednost po akciji je mnogo realnija i približno jednaka tržišnoj cijeni akcije preduzeća.

Stabilizovane zarade

Za ciklična preduzeća najjednostavnije rješenje za problem volatilnosti zarada i negativne zarade u baznom periodu jeste stabilizovanje zarada. Osnovni zadatak je utvrditi približan iznos zarade u stabilizovanoj godini, uz pretpostavku da će se preduzeće ubrzo vratiti na uobičajen nivo poslovanja. Stabilizovanje se može izvesti na jedan od sljedećih načina (Damodaran, 2012):

- uprosječiti zarade (u novčanim jedinicama) preduzeća tokom prethodnih perioda (između 5-10 godina) – pogodno za preduzeća koja nisu mijenjala veličinu i obim poslovanja;
- uprosječiti povrat na investicije ili profitnu maržu tokom prethodnih perioda (uprosječaju se relativne zarade, a ne one u novčanim jedinicama) – pristup reflektuje veličinu firme;
- procjena prosječne ili operativne neto marže u prethodnim periodima (stabilizovanje marže) i primjena na tekuće prihode da bi se dobio stabilizovan poslovni ili neto dobitak. Ova varijanta je manje osjetljiva na računovodstvene manipulacije.

Pri zamjeni tekućih zarada stabilizovanim pretpostavlja se da će se stabilizovanje zarada odmah desiti, što najčešće nije slučaj. Ako se stvarna stabilizacija zarada odigra tokom sljedećih par godina, stabilizovane zarade utvrđene za potrebe procjene biće visoke. Ovaj nedostatak se može popraviti diskontovanjem vrijednosti stabilizovanih zarada za onaj broj perioda unazad koliko je potrebno da se u preduzeću stabilizuju zarade (Fernández, 2011).

Primjer 2: Slučaj iz prakse - tok procjene korišćenjem stabilizovanih marži u kompaniji Volvo (prema: Damodaran, 2002). Treba da se procijeni vrijednost sopstvenog kapitala kompanije Volvo u 1993. godini koja je 1992. godine ostvarila gubitak od 2.249 miliona švedskih kruna (SK) zbog velike recesije koja je pogodila Evropu i SAD. Prosječna operativna marža za prethodne četiri godine prije recesije iznosila je 4,1%, a prihod iz 1992. godine 83.002 miliona SK. Prosječni povrat na kapital u prethodne 4 godine je 12,2%. Očekivana stopa rasta u automobilskoj industriji je procijenjena na 4%, a očekivana poreska stopa na 35%.

Trošak kapitala je 7,36%. Novac i utržive HOV iz bilansa stanja iznose 20.760 miliona SK, a obaveze 42.641 milion SK.

Kao prvo, izračunava se stabilizovani operativni dobitak, kao zbir prihoda iz prethodne godine (prije ostvarivanja gubitka) i stabilizovane marže (prosječna neto marža).

$$\text{Stabilizovani operativni dobitak} = 83.002 \text{ mil. SK} \times 4,1\% = 3.403 \text{ mil. SK}$$

$$\text{Stopa reinvestiranja u stabilan rast} = g / \text{ROC} = 4\% / 12,2\% = 32,8\%$$

Očekivani slobodni novčani tok

$$\begin{aligned} &= \text{stabilizovani operativni dobitak} \times (1 + \text{očekivana stopa rasta}) \times (1 \\ &\quad - \text{očekivana poreska stopa}) \times (1 - \text{stopa reinvestiranja}) \\ &= 3.403 \text{ mil. SK} \times 1,04 \times (1 - 0,35) \times (1 - 0,328) = 1.546 \text{ mil. SK} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Vrijednost operativne aktive} &= \text{očekivani slobodni novčani tok} / (\text{trošak kapitala} - \text{stopa rasta}) \\ &= 1.546 \text{ mil. SK} / (0,0736 - 0,04) = 45.977 \text{ mil. SK} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Vrijednost sopstvenog kapitala} &= \text{vrijednost operativne aktive} + \text{novac i utržive HOV} - \text{obaveze} \\ &= 45.977 \text{ mil. SK} + 20.760 \text{ mil. SK} - 42.641 \text{ mil. SK} = 24.096 \text{ mil. SK} \end{aligned}$$

Međutim, pošto se oporavak neće odmah desiti nego pretpostavljamo da za to treba dvije godine, izvršićemo diskontovanje za te dvije godine:

| | |
|--|----------|
| Vrijednost operativne aktive ako za oporavak treba | = 39.889 |
| 2 godine = $45.977 / 1,0736^2$ | |
| + novac i utržive HOV | + 20.760 |
| - preostale obaveze | - 42.641 |
| = vrijednost sopstvenog kapitala | = 18.008 |

Procijenjena vrijednost sopstvenog kapitala kompanije Volvo u 1993. iznosi 18.008 mil. SK.

Preduzeća s cikličnom djelatnošću mogu da inkorporiraju efekte kretanja budućih recesija i uspona u novčane tokove, ali ovo treba uzeti s rezervom, jer su greške mogu da budu veoma velike. Takođe, komplikovano je za uočiti koliko ukupna vrijednost preduzeća (potcijenjenost/precijenjenost) proističe iz pogrešne procjene, a koliko iz pesimizma/optimizma procjenjivača. Procjenjivači mogu da kod cikličnih preduzeća u diskontnu stopu inkorporiraju varijabilnost zarada (ciklična preduzeća imaju više diskontne stope, kao i više neponderisane bete) (Fernández, 2011).

Kod preduzeća koje se bave poljoprivrednom proizvodnjom i proizvodnjom prirodnih resursa aktivnost varira ne samo po proizvodnim ciklusima, već i po periodima godine (sezonski). Dugi su periodi kako visokih, tako i niskih cijena proizvoda, zbog čega mnoga od poljoprivrednih preduzeća koriste opcije u cilju

zaštite od rasta/pada cijena. Mogući načini procjene ovih preduzeća uključuju (Damodaran, 2002):

- predviđanje budućih cijena i ugradnja istih u očekivane buduće prihode;
- korišćenje stabilizovanih cijena, procjenom prosječne cijene tokom ciklusa;
- procjena preduzeća preko tekuće proizvodnje i tekuće cijene plus uvećanje za vrijednost opcija preduzeća (što znači više proizvodnje ako cijene rastu i obrnuto).

Razvojne faza preduzeća takođe utiče na visinu zarada, npr. preduzeća iz infrastrukturne djelatnosti u početnim fazama životnog ciklusa imaju visoke gubitke i visok leveridž zbog velikih investicija (Pratt, 2008). Međutim, te investicije će u narednim godinama odbacivati dobit, tako da se u godinama projekcije koristi stopa rasta u skladu s fazama životnog ciklusa. Stope rasta su fazi osnivanja preduzeća niske, zatim u fazi rasta visoke, da bi s dostizanjem zrelosti opale na nivo stope stabilnog rasta.

Ako se za procjenu koristi tržišni pristup, prilagođavanja takođe treba načiniti (čak i kada se ne vrše prilagođavanja, pretpostavlja se stabilizacija novčanih tokova). Kod poređenja racija stabilizacija je potrebna jer su pokazatelji zasnovani na stabilizovanim iznosima pouzdanija mjera vrijednosti.

PROCJENA VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA S DUGOROČNIM PROBLEMIMA

Kod nekih preduzeća gubici su manifestacija većih i ozbiljnijih problema u preduzeću te treba da se procijeni da li će problemi biti prevaziđeni, i ako je tako, kada će se to desiti. Uzroci dugoročnih problema u preduzeću, su loše strateške odluke, poslovna neefikasnosti i prezaduženost (Ruben Enikolopov, Maria Petrova i Sergey Stepanov, 2014).

Strateški problemi. Mogu se javiti kod proizvodnog miksa, marketinških strategija i greške kod izbora ciljnih tržišta. To dovodi do znatnih troškova izraženih preko gubitaka i nižih zarada, te mogućeg trajnog gubitka tržišnog udjela. Kod strateških problema utvrđuje se da li je problem trajan: ako jeste, preduzeće se procjenjuje po likvidacionoj vrijednosti; ako nije, pretpostavlja se da će preduzeće u doglednom roku stabilizovati zarade (Pratt, 2008).

Operativni problemi - operativna neefikasnost (npr. manja efikasnost u dostavi dobara zbog zastarjelosti tehnologije). Operativna efikasnost najbolje se mjeri

preko operativne marže - kod preduzeća s operativnim problemima ove marže su znatno niže nego kod konkurencije. Efekti operativnih poboljšanja mogu da se ugrađuju tokom vremena kroz povećanje marže u odnosu na prosjek privredne grane. Na brzinu prilagođavanja marže utiču (Damodaran, 2012):

- Veličina preduzeća – što je veće, više vremena treba da se otklone neefikasnosti;
- Priroda neefikasnosti – zamjena zastarjele opreme biće brža nego obuka radne snage;
- Eksterna ograničenja – ugovorne obaveze i socijalni pritisak;
- Kvalitet menadžementa – zamjena top menadžera u cilju rješavanja operativnih problema.

Ovdje se pretpostavlja da će prihodi rasti po istoj stopi kao i visina kapitalnih ulaganja i obrtnih sredstava. Na osnovu stopa rasta, projektuju se prihodi, poslovni dobitak i novčani tokovi u narednim godinama.

Prezaduženost ili finansijski leveridž. Jedan od uzroka problema i gubitaka u preduzećima je preveliko zaduživanje. Zarada po akciji u ovom slučaju će biti negativna, uz istovremeno ostvarivanje poslovnog dobitka. Postupak zavisi od dubine krize (Enikolopov, Petrova & Stepanov, 2014).

1) *Ako zaduženje nije toliko da preduzeću prijete stečaj.* Kada postoji vrijedna poslovna aktiva i značajni operativni novčani tokovi preduzeće se može zadužiti više od optimuma. Troškovi duga su preveliko izlaganje riziku, a viša beta i trošak duga povećavaju trošak kapitala i smanjuju vrijednost preduzeća. Stoga je najbolje smanjiti rasio dug/sopstveni kapital u razumnom vremenskom periodu. Kod procjene postoje dva pristupa:

(a) Ako je preduzeće operativno zdravo i uporedivo s konkurentnim preduzećima po poslovnom dobitku, vrši se modifikacija racija duga tokom godina projekcije. U projekciji svake godine sve više reinvestiranja treba da bude finansirano iz akcijskog kapitala. Potom se izračunavaju troškovi kapitala koji se mijenjaju s promjenom racija duga. S druge strane, ako je ugrožen poslovni dobitak, treba prilagoditi poslovni dobitak tokom vremena prema prosjeku industrije (Damodaran, 2002; 2012).

(b) Može se koristiti APV¹ pristup i procijeniti preduzeće kao da nema leveridža te od ove vrijednosti oduzeti troškove (stečaja) i dodati poreske pred-

¹ APV (Adjusted Present Value) – prilagođena neto sadašnja vrijednost

nosti duga. Vrijednost akcije ne može biti negativna, ako se koriste tržišne vrijednosti za sopstveni kapital i dug. Ako je procijenjena vrijednost duga u DCF metodi manja od njegove tržišne vrijednosti, razlozi mogu biti: potcijenjena vrijednost preduzeća u procjeni ili precijenjena tržišna vrijednost duga (Damodaran, 2012). S druge strane, ako je procjena vrijednosti preduzeća (i duga) tačna i imajući u vidu da tržišna vrijednost sopstvenog kapitala ne može biti manja od nule, akcije ne vrijede ništa (mogu da sadrži vrijednost ako se ako se koristi model call opcija) (Fernández, 2002).

2) *Ako su finansijski problemi zaista ozbiljni i preduzeću prijete stečaj*, koristi se:

(a) likvidaciona vrijednost za procjenu vrijednost preduzeća ili

(b) aktiva se tretira kao opcija pod going-concern pretpostavkom. Akcije u pre zaduženim preduzećima gdje je dug prevazišao i likvidacionu vrijednost aktive tretiraju se kao call opcije (out-of-the-money) i tako se i procjenjuju (Fernández, 2002).

Klasifikacija preduzeća u pojedine kategorije nije jednostavna i zahtijeva veliku umješnost i stručnost procjenjivača, jer od toga zavisi način na koji će se pristupiti procjeni. Potrebno je poznavati stanje u preduzeću, privrednoj grani i na tržištu da bi se procijenilo da li se radi o preduzećima s privremenim ili dugoročnim problemima, pri čemu su procjenjivaču od naročite koristi sljedeće informacije: kredibilitet menadžmenta, raspoloživost podataka o preduzeću i njegovim aktivnostima, stanje u privrednoj grani, te konzistentnost datog problema u preduzeću.

PREDUZEĆA KOJA POSLUJU S GUBITKOM ZBOG FAZE ŽIVOTNOG CIKLUSA

Pored preduzeća koja imaju privremene i dugoročne probleme, postoje i preduzeća kod kojih gubici nisu prouzrokovani problemima, nego fazom životnog ciklusa u kojoj se trenutno nalaze. Tu ubrajamo (Damodaran, 2012):

- Preduzeća iz industrijskih grana koje zahtijevaju velika infrastrukturna ulaganja obično ostvaruju gubitke dok se ne završi implementacija ovakvih projekata;
- Farmaceutske kompanije i mala biotehnoška preduzeća ulažu mnogo novca u istraživanja i patente, ali često moraju da prođu godine dok investicije ne počnu da donose prinose;

- Mlada i nova preduzeća ostvaruju gubitke dok njihov posao ne zaživi, a ideje ne počnu da donose profit. Procjena ovakvih preduzeća predstavlja veliki izazov zbog nedostatka podataka i kratke istorije preduzeća.

Za procjenu ovakvih preduzeća i donošenje zaključaka procjenjivači koriste sve dostupne informacije o preduzeću, upravi, konkurenciji, okruženju, tržištu, podatke iz finansijskih i drugih izvještaja, te svoj profesionalni sud. U većini slučajeva, metode diskontovanja novčanih tokova smatraju se dovoljno fleksibilnim za procjenu vrijednosti preduzeća koja ostvaruju gubitke zbog faze životnog ciklusa.

METODOLOŠKI OKVIR ISTRAŽIVANJA

Procjena vrijednosti kapitala i preduzeća je u žiži interesovanja nauke i prakse već veoma dugo, međutim, kada se radi o preduzećima koje posluju s gubitkom, multiplikuju se nedoumice, pitanja i komplikuje sam proces procjene. Jedno od najopširnijih istraživanja vrijednosti i procjene iste kod preduzeća koja posluju s gubicima dao je Damodaran (2002; 2009; 2012). Dalje analize i ispitivanja procjene vrijednosti prezentovane u radovima značajnih savremenih autora iz oblasti finansija: Edward I. Altman i Edith Hotchkiss (1993), Fernández, 2011, Raymond M. Brooks, 2010, Damodaran, 2012, Robert C. Higgins, 2009, Pratt, 2008.

Pored toga interesantno je istraživanje Yenpao Chen, Chien-Hsun Chen i Shi-au-Lan Huang (2010) koji su analizirali veliku grupu kompanija u teškoćama, listiranih na kineskom finansijskom tržištu u periodu od 4 godine, s posebnim fokusom na način na koji su one upravljale svojim zaradama. Michael Crystal i Riz Mokal (2006) bavili su se procjenom preduzeća u poteškoćama na tržištu Velike Britanije, ali sa njihovo posmatranje je sa pretežno pravnog aspekta. Od novijih istraživanja, Fabio Buttignon (2015) je proučavao procjenu vrijednosti preduzeća u poteškoćama prinosnim odnosno DFC metodama i modelima vrednovanja opcija. Matteo Pozzoli i Francesco Paolone (2017) analizirali su kompanije u finansijskim teškoćama i mogućnost predviđanja njihovog oporavka na bazi studije sprovedene u italijanskoj proizvođačkoj industriji.

Radovi novijeg datuma daju određene prijedloge i rješenja vezano za procjenu vrijednosti preduzeća koja posluju s gubitkom, međutim još uvijek postoje mnogobrojne nedoumice u pogledu procesa procjene, izbora metoda i relevantnosti procijenjene vrijednosti. Suprotstavljeni stavovi teoretičara su naročito izraženi kad je u pitanju uspješnost pojedinih modela da na adekvatan način izraze vri-

jednost preduzeća koja posluju s gubitkom. Uočava se da, iako se radi o veoma komplikovanom i interesantnom pitanju koje traži odgovore, malo je radova na ovu temu, pogotovo onih koji se bave konkretnom analizom, te svaka dodatno istraživanje predstavlja važan korak u razumijevanju problematike procjene.

Prvi dio istraživanja odnosi se na komparativnu analizu procjena vrijednosti 20 preduzeća iz Republike Srpske. U uzorku procjene je 10 malih, 6 srednjih i 4 velika preduzeća, kategorisana prema Zakonu o računovodstvu i reviziji Republike Srpske („Sl. glasnik RS“, br. 94/15, čl. 5). Strukturu procjenjivanih preduzeća prema pravnoj formi čini 19 akcionarskih društava koja su u trenutku procjene kotirala na Banjalučkoj berzi, te jedno društvo s ograničenom odgovornošću. Djelatnosti preduzeća pripadaju različitim granama. Samo jedno preduzeće iz uzorka je završilo stečajem, dok sva ostala i dalje posluju. U izradi procjena vrijednosti kumulativno je učestvovalo 7 preduzeća za reviziju, procjenu, računovodstveni i finansijski konsalting, te više od 20 ovlašćenih procjenjivača i vještaka ekonomske, finansijske i građevinske struke. Cilj analize jeste analizirati i uporediti procijenjene vrijednosti i pojedine korišćene metode, i utvrditi da li postoji razlika u učestalosti korišćenja istih.

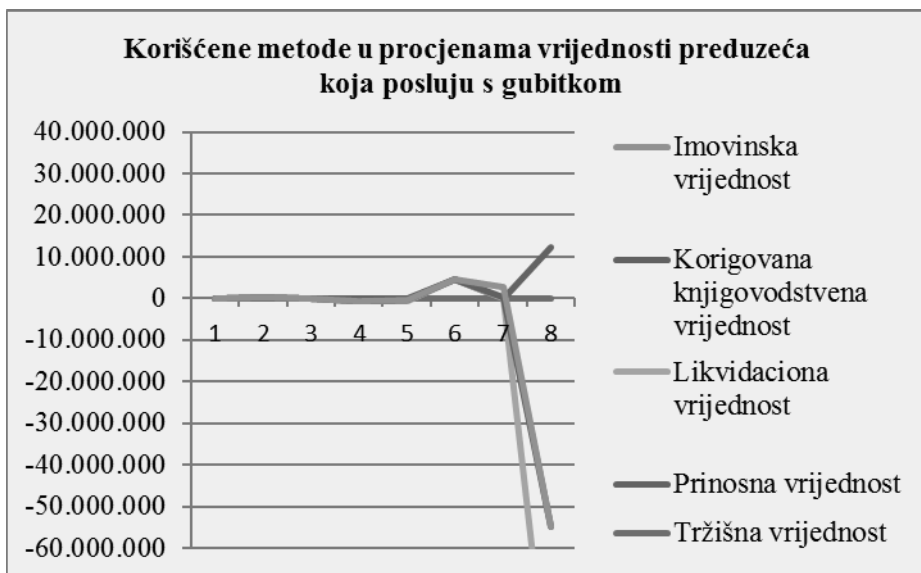
Drugi dio istraživanja podaci su prikupljeni na osnovu slučajnog uzorka, metodom anketnog upitnika s karakteristikama kvantitativnog i kvalitativnog istraživanja. Bazu za istraživanje i izvođenje zaključaka čini uzorak od 78 procjenjivača koji posjeduju sertifikat i licencu ovlašćenog procjenjivača. Prvo slično anketiranje rađeno je krajem 2014. godine, a zatim je osvježeno novim podacima i pitanjima 2018. godine. Odziv ispitanika je dobar, odnosno iznosio je bio 78%. Stavovi iz velikog broja pitanja analiziraju se korišćenjem instrumenta skala: Likertove skale, grafičkih, numeričkih i deskriptivnih skala.

Za kvantifikovanje i obradu podatka te izračunavanje kvalitativnih pokazatelja koristile su se metode iz domena: korelacione analize, deskriptivne statistike (proporcije i grafičko prikazivanje podataka) i statističkog zaključivanja (hi-kvadrat test). Takođe, u obzir su uzete karakteristike finansijskog tržišta u BiH koje je nerazvijeno i bankocentrično (Ismet Kumalić, 2013) i čiji aspekti neaktivnosti veoma bitno određuju proces procjene vrijednosti. U toku istraživanja korišćeni su podaci sa Banjalučke berze, Sarajevske berze, Agencije za statistiku BiH, kao i iz studija Svjetske banke, MMF-a, i Savjeta za Međunarodne standarde vrednovanja (IVSC).

REZULTATI ISTRAŽIVANJA

U analizi uporednih procijenjenih vrijednosti preduzeća razmatrane su: knjigovodstvena, korigovana knjigovodstvena, prinosa (vrijednost utvrđena DCF metodom), tržišna, imovinska i likvidaciona vrijednost. U najvećem broju slučajeva, u procjenama su korišćene tri ili četiri metode procjene. Radi relevantnosti poređenja, svrhe procjene preduzeća iz uzorka odnose se na utvrđivanje objektivne vrijednosti kapitala za potrebe akcionara ili zbog pravnih razloga.

Grafikon 1: Primjena metoda u procjenama vrijednosti preduzeća koja posluju s gubitkom u BiH



Izvor: Istraživanje autora

Rezultati pokazuju da je kod preduzeća koja posluju s gubitkom, korigovana knjigovodstvena vrijednost utvrđivana u 100% slučajeva (kao i knjigovodstvena vrijednost koja je već dostupna u finansijskim izvještajima preduzeća). Likvidaciona vrijednost se utvrđivala u 87,5% procjena preduzeća koja posluju s gubitkom, što je i logično. Jedno preduzeće iz uzorka je procjenjivano za potrebe stečaja, međutim, druga su usprkos gubicima, nastavila da posluju, što znači da problemi ovih preduzeća nisu bili strateški odnosno trajnog karaktera. Likvidaciona vrijednost se koristila za preduzeća u smislu određivanje donje granice vrijednosti preduzeća.

Imovinska vrijednost (odnosno vrijednosti utvrđena troškovnim ili imovinskim metodama) utvrđena je u 25% slučajeva. Imovinska vrijednost, iako je finansijsko tržište u BiH neaktivno, u uzorku nije primjenjivana u većem procentu iz dva razloga. Kao prvo, imovinske ili troškovne metode spadaju u najkompliciranije i najteže metode za primjenu koje zahtijevaju dugotrajan rad i stručna znanja vještaka više struka. Drugo, većina procjenjivača se u okviru imovinskog pristupa, između imovinske vrijednosti i korigovane knjigovodstvene vrijednosti odlučila za posljednju te nije smatrala da je neophodno utvrđivati obe vrijednosti.

Vrijednost utvrđenu metodom diskontovanja novčanih tokova odnosno prinosnu vrijednost utvrđivalo je tek 25% procjenjivača. Ovaj podatak je bitan jer se upravo zbog problema koji se javljaju kod procjene preduzeća s gubitkom, prinosne metode ne koriste u većem procentu. Ovdje se uočava značaj jasne prethodne analize i razgraničenja uzroka problema u preduzećima koja posluju s gubitkom, kako bi se došlo do što objektivnije vrijednosti istih.

Naposlijetku, tržišna vrijednost se kod preduzeća koja posluju s gubitkom uopšte nije utvrđivala. Razlog za ovakav rezultat jeste u nemogućnosti utvrđivanja tržišne cijene kapitala zbog neaktivnog i nelikvidnog tržišta kapitala i neredovnosti transakcija.

Kada je u pitanju trend kretanja korišćenih metoda u odnosu na visinu procijenjene vrijednosti, sa rastom visine procijenjene vrijednosti, sve više se koristi prinosna vrijednost, svakako znajući da je prinosna vrijednost najadekvatnija za preduzeća koja pozitivno posluju. Sličan trend pokazuje i korigovana knjigovodstvena vrijednost, koja je date svrhe kod procjenjivača izjednačena s fer vrijednošću. Tržišna vrijednost takođe se koristi kod preduzeća čija je procijenjena vrijednost veća od nule. S opadanjem procijenjene vrijednosti, tj. sve lošijom situacijom u preduzeću, sve više se koristi likvidaciona vrijednost i imovinska vrijednost. Imovinska vrijednost pretpostavlja da troškovi zamjene ili reprodukcije određene imovine umanjeni za amortizaciju izražavaju vrijednost te imovine, a kod preduzeća koja su u krizi vrijednost se često svodi upravo na vrijednost materijalne imovine. Likvidaciona vrijednost je logičan izbor kod preduzeća koja posluju s velikim gubicima. Iako likvidaciona vrijednost kapitala u konačnici može da bude samo nula jer akcionari odgovaraju za imovinu društva do visine svog uloga, radi reprezentativnosti uzorka u analizi smo naveli i negativne vrijednosti.

Kada se radi o procijenjenoj vrijednosti koju su procjenjivači naveli kao objektivnu vrijednost preduzeća, između svih utvrđenih, najviše ih se odlučivalo za korigovanu knjigovodstvenu (62,5%), a potom prinosnu vrijednost (25%).

Likvidaciona vrijednost kao relevantna vrijednost kapitala preduzeća navodi u 12,5% slučajeva. Imovinska vrijednost nije se navela kao objektivna niti u jednom slučaju, a tržišna se nije ni procjenjivala.

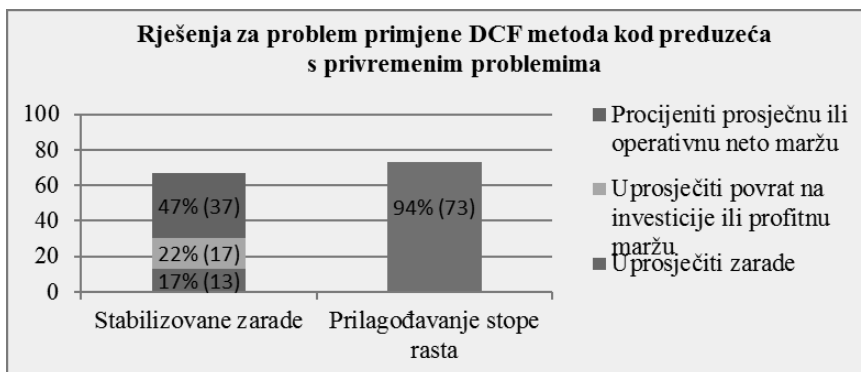
U drugom dijelu istraživanja, kod procjena preduzeća s privremenim problemima, razmatrano je kojim se metodama procjenjivači najviše služe. Utvrđeno je da 94% (73) preferiraju prilagođavanje stope rasta kod u primjeni prinostnih metoda kod preduzeća koja posluju s gubitkom. Stabilizovanje ili normalizovanje zarada preferira 86% (67) procjenjivača. Očigledno je da postoji razumijevanje da je problem procjene preduzeća s gubicima komplikovan posao.

U okviru grupe procjenjivača koji su koristili stabilizovanje zarada, izbor određenih načina za stabilizovanje bio je sljedeći:

- uprosječiti zarade preduzeća tokom prethodnih perioda – 17%,
- uprosječiti povrat na investicije ili profitnu maržu tokom prethodnih perioda – 22%
- procijeniti prosječnu ili operativnu neto marže u prethodnim periodima i primijeniti istu na tekuće prihode da bi se dobio stabilizovan poslovni ili neto dobitak – 47%.

Najviše procjenjivača preferira posljednju metodu, jer je najpraktičnije izračunati jednu prosječnu maržu koja će se poslije primjenjivati na prihode. Hi-kvadrat test viši je od granične vrijednosti uz $p = ,01$: $\chi^2 = 14,8 > \chi^2 (2; ,01) = 9,2$, odnosno postoji statistički značajna razlika između učestalosti korišćenja pojedinih metoda za stabilizovanje zarada.

Grafikon 2: Izbor rješenja za probleme u primjeni metoda DNT kod preduzeća s privremenim problemima

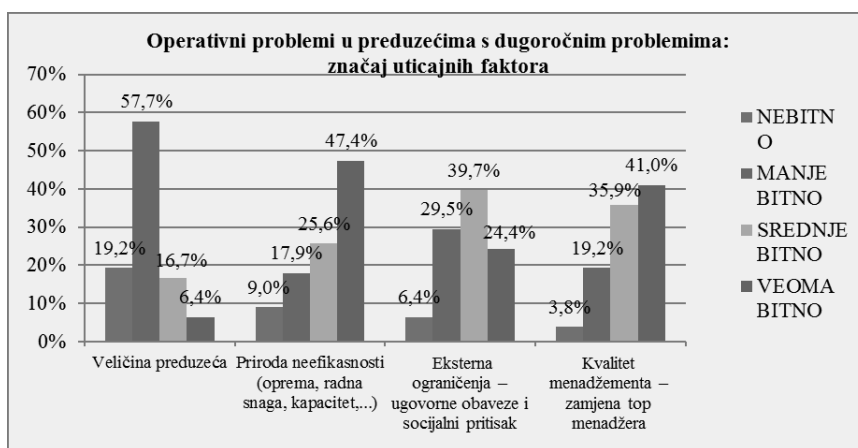


Izvor: istraživanje autora

Kod procjene preduzeća sa strateškim problemima procjenjivači su se mahom opredjeljivali za likvidacionu vrijednost, odnosno njih 96,2% je navelo da bi kao objektivnu vrijednost kod ove grupe preduzeća uzeli likvidacionu vrijednost.

Naredni grafikon pokazuje uticajne faktore koji mogu da utiču na rješavanje operativnih neefikasnosti u preduzećima s dugoročnim problemima.

Grafikon 3: Operativni problemi i uticajni faktori u preduzećima s dugoročnim problemima



Izvor: Istraživanje autora

$$\chi^2 = 71,883, \quad df = 9, \quad \chi^2/df = 7,99, \quad p(\chi^2 > 71,883) = ,0000$$

Ispitujući uticajne faktore koji mogu da utiču na rješavanje operativnih problema i brzinu prilagođavanja marže, identifikovane su četiri grupe faktora. Procjenjivači su ocijenili svaku grupu faktora na skali od 1 do 4, gdje je 1 nebitno, a 4 veoma bitno. Najviše ispitanika je veličinu preduzeća smatralo manje bitnim faktorom za brzinu rješavanja problema (57,7%), dok je otprilike podjednak procenat ovom faktoru dodijelilo oznaku nebitno i srednje bitno. Za prirodu neefikasnosti većina ispitanika je smatrala da je ovo veoma bitan uticajni faktor na rješavanje operativnih problema sa 47,4%. Takođe, kvalitet top menadžmenta i mogućnost smjene je 41% ispitanih smatralo za veoma bitan faktor. Sljedeća najbrojnija grupa odgovora odnosi se na kvalitet menadžmenta kao na srednje bitan faktor (35,9%). Eksterna ograničenja kao što su ugovorne obaveze i socijalni pritisak posmatrane su kao srednje bitan faktor sa najvećom frekvencijom odgovora (39,7%). Manje bitnim eksterna ograničenja smatra 29,55 ispitanih, a srednje bitnim 24,4%. Naredna tabela pokazuje aritmetičke sredine odgovora

ispitanika (1 - 4) po pojedinim kategorijama uticaja, gdje osim veličine preduzeća, ostali faktori gravitiraju ka maksimumu skale vrijednosti. χ^2 test pokazuje da postoji veoma značajna statistička razlika između pojedinih uticajnih faktora.

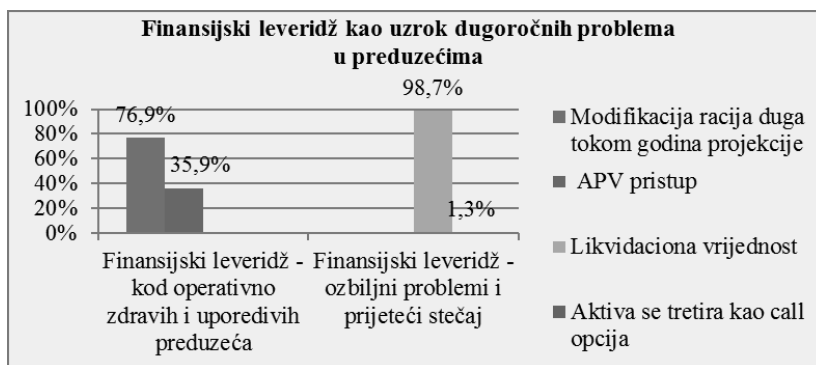
Tabela 3: Operativni problemi: aritmetička sredina izabranih odgovora

| Operativni problemi i uticajni faktori | Arit. sredina |
|--|---------------|
| Veličina preduzeća | 2,1 |
| Priroda neefikasnosti | 3,1 |
| Eksterna ograničenja – ugovorne obaveze i socijalni pritisak | 2,8 |
| Kvalitet menadžementa – zamjena top menadžera | 3,1 |

Izvor: Istraživanje autora

Kod preduzeća kod kojih je uzrok problema u prevelikom zaduživanju, odnosno finansijskom leveridžu, podjela se može izvršiti, (1) na preduzeća koja su operativno zdrava i uporediva s konkurencijom i (2) na ona koja se nalaze u ozbiljnim problemima i pred prijetećim stečajem. Procjena obe grupe preduzeća u gubitku može da se vrši na više načina, a procjenjivači su se o korišćenju istih izjasnili na sljedeći način (grafikon 4).

Grafikon 4: Način procjene preduzeća kod kojih je finansijski leveridž uzrok dugoročnih problema



Izvor: Istraživanje autora

$$\chi^2 = 26,742, \quad df = 1, \quad \chi^2/df = 26,74, \quad p(\chi^2 > 26,742) = ,0000$$

Kod operativno zdravih preduzeća, najviše se koristi modifikacija racija duga tokom perioda projekcije, u 76,9% procjena preduzeća. APV metode se nešto

manje koristi, u 35,9% slučajeva. APV ovdje podrazumijeva procjenu preduzeća kao da nema duga, te se od ove procijenjene vrijednosti oduzmu troškovi (moćuće stečaja) i dodaju poreske olakšice koja potiču od duga.

Kod preduzeća koja su ozbiljno ugrožena i kod kojih je stečaj gotovo izvjesan opcija, procjena se može vršiti likvidacionom metodom kao je slučaj kod nas, u čak 98,7% procjena. Druga opcija je tretiranje akcijskog kapitala kao call opcije, što se rijetko primjenjuje, kako pokazuju rezultati istraživanja. Razlog ovome je u činjenici da navedena metoda zahtijeva i druge uslove, koji nisu karakteristični za neaktivno tržište kapitala u BiH, a čega su i procjenjivači svjesni. Kod obe grupe preduzeća kod kojih je razmatran finansijski leveridž kao uzrok problema, postoji statistički značajna razlika između korišćenih metoda i načina za procjenu vrijednosti.

Naposljetku, dajemo pregled osnovnih metoda procjene sa značajem njihove upotrebe u procjenama u Bosni i Hercegovini, prema izjašnjavanju ispitanih procjenjivača. Navedene se odnose na sve procjene, a ne samo na preduzeća koja posluju s gubicima. Skala značaj pojedinih metoda je označena od 1 do 5, gdje je 1- ne koristimo, a 5 – veoma bitno.

Tabela 4: Primjenjivane metode procjene u Bosni i Hercegovini

| | Primjenjivane metode procjene | Arit. sredina |
|------------------------------|--|----------------------|
| Prinosne metode | Metoda kapitalizacije stabilizovanog dobitka | 2,7 |
| | Metoda kapitalizacije neto novčanog toka | 4,1 |
| | Metoda diskontovanja očekivanog dobitka | 3,9 |
| | Metoda diskontovanja neto novčanog toka | 4,8 |
| Tržišne metode | Metoda multiplikatora vrijednosti - na osnovu uporedivih preduzeća | 3,6 |
| | Metoda multiplikatora vrijednosti - uporedive kupoprodajne transakcije | 4,0 |
| Imovinske (troškovne) metode | Metoda vrijednost neto imovine | 4,6 |
| | Metoda kapitalizovanja viška dobiti | 2,9 |
| | Likvidaciona vrijednost | 4,2 |

Izvor: Istraživanje autora

Zanimljiva je činjenica da se usprkos problemima koji mogu da se jave kod prinosnih metoda sa projekcijom novčanih tokova i diskontne stope, zbog neaktivnog tržišta kapitala, prinosne metode ipak najviše koriste, naročito metoda diskontovanja novčanog toka (4,8). Pored metode diskontovanja novčanih tokova kao najznačajnije od svih metoda, ističe se metoda vrijednosti neto imovine

(4,6), kojoj se poklanja mnogo povjerenja u praksi. Potom, veoma je značajna likvidaciona metoda (4,2). Interesantno je da je jedna od veoma korišćenih i tržišna metoda, metoda multiplikatora vrijednosti na osnovu uporedivih kupoprodajnih transakcija (4,0), koja dijeli približan značaj sa metodom kapitalizacije neto novčanog toka (4,1) i metodom diskontovanja očekivanog dobitka (3,9). Može se izvući zaključak da se sve osnovne metode procjene koriste u praksi u da im procjenjivači pridaju mnogo pažnje u svojim studijama, uzevši u obzir aritmetičku sredinu dodijeljenog značaja pojedinim metodama.

ZAKLJUČAK

Sa razvojem nauke, uočava se pojava određenih teorija, prijedloga i rješenja u oblasti procjene preduzeća koja posluju s gubitkom, međutim, još uvijek postoje mnogobrojne nedoumice u pogledu procesa procjene i relevantnosti procijenjene vrijednosti. Problemi se posebno uočavaju kod prinostnih metoda kod kojih se pretpostavlja da preduzeća posluju s dobitkom, što je uslov za projekciju stope rasta i novčanih tokova. U slučajevima preduzeća koja posluju s gubitkom, uvijek treba poći od uzroka problema i razloga zbog kojih je uopšte došlo do gubitaka. U skladu s tim, preduzeća možemo da podijelimo na preduzeća sa privremenim, ona sa dugoročnim problemima i preduzeća koja ostvaruju gubitke zbog faze životnog ciklusa u kojoj se nalaze.

Za preduzeća s privremenim problemima pretpostavlja se da će u kratkom roku ponovo poslovati s dobitkom, te se umjesto gubitaka, ostvarivati stabilizovane zarade. Jedno od mogućih rješenja je prilagođavanje očekivane stopu rasta u budućem periodu, a drugo pretpostavlja procjenu zasnovanu na stabilizovanim, a ne tekućim zaradama.

Uzroci dugoročnih problema u preduzeću mogu da budu loše strateške odluke, operativna neefikasnost i prezaduženost. U preduzećima sa strateškim problemima ispituje se da li je problem trajan: ako jeste, preduzeće se procjenjuje po likvidacionoj vrijednosti, a ukoliko nije, pretpostavlja se da će preduzeće u duglednom roku stabilizovati zarade. Kod preduzeća s operativnim problemima utvrđuje se operativna efikasnost, te se analiziraju faktori koji utiču na brzinu rasta operativne marže. Naposljetku, ukoliko je uzrok dugoročnih problema i gubitaka prezaduženost, postupak procjene zavisi od dubine krize: kod operativno zdravih preduzeća procjena se vrši modifikacijom racija duga ili APV pristupom, a kod onih koje su u ozbiljnim problemima likvidacionom metodom ili tretiranjem likvidacione vrijednosti aktive kao opcije.

Kod preduzeća koja ostvaruju gubitke zbog faze životnog ciklusa, metode diskontovanja novčanih tokova obično smatraju se dovoljno fleksibilnim za procjenu njihove vrijednosti.

Rezultati empirijskog istraživanja pokazuju da se u praksi u procjenama u BiH, u najvećem broju slučajeva, primjenjuju su tri ili četiri metode procjene. Kod preduzeća koja posluju s gubitkom, korigovana knjigovodstvena vrijednost utvrđivana u 100%, a likvidaciona vrijednost u 87,5% procjena, što je logično rješenje. S opadanjem procijenjene vrijednosti, tj. sve lošijom situacijom u preduzeću, sve više se koristi likvidaciona vrijednost i imovinska vrijednost. Utvrđeno je da 94% procjenjivača preferiraju prilagođavanje stope rasta, a 86% stabilizovanje zarada u primjeni prinostnih metoda kod preduzeća s privremenim problemima.

Ispitujući faktore od uticaja za rješavanje operativnih problema i brzinu prilagođavanja marže kod preduzeća s dugoročnim problemima, identifikovane su četiri grupe faktora: veličina preduzeća, priroda neefikasnosti, eksterna ograničenja i kvalitet menadžmenta. Najbitni faktor po ocijenjenoj važnosti je priroda neefikasnosti (47,4%), a potom slijedi kvalitet menadžmenta i mogućnost smjene istog u cilju rješavanja problema (41%).

Kod preduzeća čiji je uzrok gubitaka prezaduženost, a operativno su zdrava, najviše se koristi modifikacija racija duga tokom perioda projekcije, sa 76,9%. Procjena preduzeća koja su ozbiljno ugrožena i kod kojih je stečaj gotovo izvjesna opcija, vrši se likvidacionom metodom u čak 98,7% procjena. Druga opcija je tretiranje akcijskog kapitala kao call opcije, što se rijetko primjenjuje. Zaključujemo da je u procesu procjene preduzeća koja posluju s gubicima od presudne važnosti utvrđivanje uzroka problema i mogućnosti otklanjanja istih, uvažavajući mogućnost da preduzeća nastave poslovanje i uslove na neaktivnom tržištu kapitala u BiH.

LITERATURA

- Agencija za statistiku BiH. (n.d.). [Online] Dostupno na: <http://www.bhas.ba/>
- Banjalučka berza. (n.d.). [Online] Dostupno na: <https://www.blberza.com>
- Brigham, E.F. & Ehrhardt, M. C. (2009). *Financial Management Theory and Practice*. OH: Thompson / South-Western
- Brooks, R. M. (2010). *Financial Management: Core Concepts*. London: Pearson Education
- Buttignon, F. (2015). Distressed Firm Valuation: Reorganization Plan and Going-Concern Capital Value. *Social Science Research Network*. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2567651>

- Chen, Y., Chen, C. & Huang, S. (2010). An appraisal of financially distressed companies' earnings management. *Pacific Accounting Review*, 22(1), 22-41.
- Crystal, M. & Mokal, R. (2006). The Valuation of Distressed Companies - a Conceptual Framework. *Social Science Research Network*. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.877155>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd Ed. New Jersey: John Wiley and Sons
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd Ed. New Jersey: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. (2009). Valuing Declining and Distressed Companies. *Social Science Research Network*. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1428022>
- Enikolopov, R., Petrova, M. & Stepanov, S. (2014). Firm Value in Crisis: Effects of firm-Level Transparency and Country-level Institutions. *Journal of Banking & Finance*, 46(C), 72-84.
- Fernández, P. (2002). Valuing Real Options: Frequently Made Errors. *Research Paper no.455*. [Online] Available from: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0455-E.pdf>.
- Fernández, P. (2011). How to Value a Seasonal Company's Discounting Cash Flows. *European Research Studies*, 14(2). Available from: http://www.ersj.eu/repec/ers/papers/11_2_p2.pdf.
- Higgins, R. C. (2009). *Analysis for Financial Management*. New York: McGraw Hill/Irwin.
- International Valuation Standards Council [IVSC]. (n.d.). [Online] Dostupno na: <http://www.ivsc.org/>
- Kumalić, I. (2013). Razvijenost finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini. *Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije - EMC Review*, 3(1), 57-72.
- Pozzoli, M. & Paolone, F. (2017). *Corporate Financial Distress. A Study of the Italian Manufacturing Industry*. Switzerland: Springer
- Pratt, S. P. (2008). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. New York: Mc Graw Hill.
- Sarajevska berza [SASE]. (n.d.). [Online] Dostupno na: <http://www.sase.ba/v1>
- Stan, S. V. (2014). The Economic Postulates of Asset Valuation Practice. *The Valuation Journal*, 9(1), 4-33.
- World Bank. (n.d.). (n.d.). [Online] Dostupno na: <https://www.worldbank.org>
- Zakon o računovodstvu i reviziji Republike Srpske („Sl. glasnik Republike Srpske“, br. 94/15)

THE APPRAISAL OF THE COMPANIES WITH NEGATIVE EARNINGS

Tajana Serdar Raković

Abstract: A large body of valuation literature comes from the theoretical assumption that businesses operate on a going-concern principle and earn profit in the long-term, except for the liquidation method. When assumptions about going-concern principle and profit-earning are met, it is not too difficult to make cash flow projections and determine the entity's

estimated value. However, for businesses with negative earnings, the problems and concerns of valuation are multiplied. The research aims to point out the specificities of companies with negative earnings and possible ways of overcoming the barriers in valuing such businesses. For companies with temporary problems, it is assumed they will earn profits again in the short term, and instead of losses, stabilized earnings will be generated. One possible solution is in adjusting the expected growth rate in the future period and the other assumes the estimation based on stabilized earnings. In the other group of companies, losses are a manifestation of larger and more serious problems, and it is necessary to estimate whether the problems will be overcome and, if so, when that will occur. Poor strategic decisions, business inefficiencies and over-indebtedness can be the causes of long-term problems in companies. According to the depth of crisis: the liquidation method should be applied if the problems are permanent and serious, and other valuation methods in opposite cases. The first part of the empirical research relates to the comparative analysis of 20 companies' valuations in Republic of Srpska, and the second part to the analysis of the data collected by the questionnaire method, on a sample of 78 appraisers who hold the license of the certified appraiser. Methods from the domains of correlation analysis, descriptive statistics and statistical inference are used to quantify and process the data and to calculate the qualitative indicators. The results show that in practice, in most cases, three or four valuation methods are applied. For companies with negative earnings, the adjusted book value was determined in 100% and the liquidation value in 87.5% of appraisals. For firms with temporary problems, 94% of appraisers prefer adjusting growth rates and 86% stabilizing earnings when applying income approach methods. Examining influential factors that can affect solving of operational problems in companies with long-term problems, four groups of factors were identified, the most significant being the nature of inefficiencies and the quality of top management. In the valuation of companies where over-indebtedness is the cause of problems, and which are operationally sound, the most used method is a modification of debt ratios, in 76.9% of cases. APV method is used in 35.9% of these companies' valuations. Valuation of companies whose bankruptcy is almost a certain option is done by liquidation method in almost 98.7% of appraisals. We conclude that in the appraisal of companies with negative earnings, it is crucial to identify the causes of problems and the possibilities of eliminating them, recognizing the ability of entities to continue operating on a going-concern principle and assumptions related to the inactive capital market in BiH.

Keywords: *appraisal, negative earnings, temporary problems, long-term problems, liquidation value*

JEL Classification: *G12, G32, G33*

