

Materijal za seminar: Vrednovanje kompanije

Organizator: MNG Centar

Predavač: Draženko Lukač

Studija slučaja - Vrednovanje kompanije: Galenika-Fitofarmacija a.d – FITO modelom rezidualnog dobitka

Obračun cene sopstvenog kapitala

Cena sopstvenog kapitala = Bezrizična stopa + Beta x (Premija za tržišni rizik zrelih tržišta) + Premija za rizik zemlje

$$BETA_L = BETA_U (1 + ((1-t) D/E))$$

BETA_L = Leverovana beta ili beta sopstvenog kapitala

BETA_U = Neleverovana beta

t = stopa poreza na dobit

D = Dugovi ili kamatonosne obaveze (Dugoročna rezervisanja AOP 112 + Dugoročne obaveze AOP 113 + Kratkoročne finansijske obaveze AOP 117)

E = Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala (Kapital AOP 101)

Obračun cene sopstvenog kapitala	Period predviđanja	Kontinuirani period
Bezrizična stopa	4.00%	3.70%
Premija za tržišni rizik	5.06%	5.06%
Neleverovana beta	0.97	0.90
Stopa poreza	15.00%	15.00%
Učešće duga	0.08	0.30
Učešće sopstvenog kapitala	0.92	0.70
Leverovana beta	1.05	1.23
Premija za rizik zemlje B1 rejting	4.50%	2.50%
Cena sopstvenog kapitala	13.79%	12.41%
Diskontni faktor	1.138	1.124

Kao bezrizična stopa je korišćen prinos na dvadesetgodišnje državne obveznice SAD u Decembru 2013. Taj prinos iznosi 3,7%. U periodu predviđanja on je normalizovan na 4,0%, a u kontinuiranom periodu korišćena je stopa od 3,7%.

Kao premija za tržišni rizik na zrelih tržištima korišćena je dugoročna očekivana “supply side” premija za tržišni rizik (1926 – 2013) prilagođena za regulisanje kamatne stope od strane FED-a u periodu oko II Svetskog rata (1942 – 1951) koja iznosi 5,06%. Ova stopa je korišćena i u periodu predviđanja i u kontinuiranom periodu.

Izvor: Ibbotson SBBI, 2013, Classic Yearbook Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 1926 – 2013 (Chicago: Morningstar, 2014)

U određivanju bete je korišćen bottom up prilaz. Po ovom prilazu se polazi od prosečne neleverovane bete za privrednu granu u kojoj preduzeće posluje. Potom se ova neleverovana beta leveruje pomoću ciljne strukture kapitala preduzeća predmeta procene.

U obračunu bete za period predviđanja se krenulo od prosečne neleverovane bete za privrednu granu biotehnologije na tržištima u nastajanju, koja je na početku 2014. godine iznosila 0,97. Struktura kapitala pomoću koje se ta beta leverovala je izračunata na osnovu podataka preuzetih iz finansijskih izveštaja za 2013. godinu. U kontinuiranom periodu se krenulo od prosečne neleverovane bete za privrednu granu biotehnologije u Evropi, i ta neleverovana beta je na početku 2014. godine bila 0,90. Neleverovana beta u kontinuiranom periodu se leverovala sa ciljnom strukturom kapitala od 0,30. Pretpostavka je da će preduzeće predmet procene početi da koristi i pozajmljeni kapital u većoj meri što u njegovom dosadašnjem poslovanju nije bio slučaj.

Izvori: S&P, Capital IQ, www.damodaran.com, www.fitofarmacija.rs

Premija za rizik zemlje u periodu predviđanja je određena na osnovu rejtinga zemlje. Rejting Srbije prema Moodys je B1 i premija za taj rejting iznosi 4,50%. Republika Srbija nema rejting Moodys već S&P, pa je korišćen ekvivalentni rejting. U kontinuiranom periodu kao premija za rizik zemlje je korišćena premija za rizik zemlje koji u vreme procene ima Slovenija i on iznosi 2,5%. Podaci o premiji za rizik zemlje su preuzeti sa www.damodaran.com i oni se odnose na početak 2014. godine.

Obračun očekivane stope rasta i projekcija zarade po akciji i dividende po akciji

$$\text{Stopa rasta} = (1 - \text{ratio isplate dividendi}) \times \text{ROE},$$

Gde je ROE (Return on Equity) – stopa prinosa na vlasnički kapital koja se računa pomoću sledeće formule:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Neto dobitak (gubitak) AOP 229 (AOP 230)}}{\text{Prosečni kapital AOP 101}}$$

$$\text{Prosečni kapital} = (\text{Kapital}_t + \text{Kapital}_{t-1}) / 2$$

$$\text{Ratio isplate dividendi} = \frac{\text{Dividenda}}{\text{Neto dobitak}}$$

Dividenda je računata pomoću sledeće formule:

$$\text{Dividenda}_t = \text{Neto dobitak (gubitak)}_t \text{ AOP 229 (AOP230)} + \text{Rezerve}_{t-1} \text{ (AOP 104)} + \text{Neraspoređeni dobitak}_{t-1} \text{ (AOP 108)} - \text{Rezerve}_t \text{ (AOP 104)} - \text{Neraspoređeni dobitak}_t \text{ (AOP 108)}$$

Alternativno za dividendu se može koristiti i podataka iz izveštaja o tokovima gotovine Isplaćene dividende AOP 333.

U našem slučaju kompanija predmet procene u kontinuitetu pored dividende akcionarima isplaćuje i deo dobiti zaposlenim i menadžmentu. I pošta i te isplate idu na teret neraspoređenog dobitka i predstavljaju odliv vrednosti iz preduzeća kao i dividende, potrebno ih je tretirati na isti način. Zbog toga smo u ovoj proceni dividendu računali pomoću osnovne formule, što je inače i pravilnije.

$$\text{Zarada po akciji} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Broj akcija}}$$

$$\text{Dividenda po akciji} = \frac{\text{Dividenda}}{\text{Broj akcija}}$$

Obračun očekivane stope rasta							
U 000 rsd osim zarada po akciji u %, u koef, u kom Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Projekcija
Neto dobitak	2,083,917	2,565,046	3,002,501	3,440,677	4,033,736	4,598,169	
Dividende		602,972	615,659	762,167	802,361	759,431	
Racio isplate dividendi		128,924	189,702	319,250	206,900	211,200	
ROE		0.21	0.31	0.42	0.26	0.28	
Normalizovani racio isplate dividendi		25.94%	22.12%	23.66%	21.47%	17.60%	0.30
Normalizovana ROE							22.16%
Očekivana stopa rasta							15.61%
Broj akcija							1,320,000
Normalizovani neto dobitak							708,518
Zarada po akciji							665.15
Dividenda po akciji							196.46

Očekivana stopa rasta u periodu predviđanja od 15,61% je obračunata pomoću fundamenata, po sledećoj formuli:

Očekivana stopa rasta = (1 – normalizovani racio isplate dividende) x normalizovan ROE, gde je,

Normalizovani racio isplate dividende je prosečni racio isplate dividende u periodu od 2009. godine do 2013. godine.

Normalizovana ROE je prosečna ROE u periodu od 2009. godine do 2013. godine.

Podaci za obračun očekivane stope rasta u periodu predviđanja su preuzeti sa: www.fitofarmacija.rs

Očekivana stopa rasta u kontinuiranom periodu je 4,27% i to je prosečna stopa rasta BDP Republike Srbije u periodu od 2001. godine do 2012. godine izuzimajući 2009. godinu.

Izvor: www.nbs.rs

Projektovana zarada po akciji je dobijena tako što se normalizovani neto dobitak koji predstavlja prosečni neto dobitak u periodu od 2009. godine do 2013. godine uvećao za očekivanu stopu rasta i potom podelio sa brojem akcija.

Projektovana dividenda po akciji je dobijena tako, što je projektovana zarada po akciji pomnožena sa normalizovanim ratiom isplate dividende.

Konačna procena vrednosti sopstvenog kapitala modelom rezidualnog dobitka je rađena u evrima. Kurs dinara na dan procene 18.09.2014. godine je 118,7167 rsd za jedan evro. Izvor: www.nbs.rs

Ovo prouzrokuje jednu nekonzistentnost pošto je u cenu sopstvenog kapitala kroz bezrizičnu stopu ugrađena stopa inflacije u SAD, a u očekivanu stopu rasta, stopa inflacije u Republici Srbiji. Zbog toga je na kraju procenjenu vrednost sopstvenog kapitala potrebno umanjiti za odgovarajući diskont. I ako je preduzeće predmet procene tvrdo za preuzimanje prema strukturi vlasništva, mi u ovoj proceni kompenzujemo diskonte za utrživost i diskont za razlike u stopama inflacije sa potencijalnom premijom za preuzimanje.

Rezidualni dobitak = Neto dobitak_t – cena sopstvenog kapitala x Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala_{t-1}

$$V_0 = B_0 + \frac{RI_{2014}}{(1+r)} + \frac{RI_{2015}}{(1+r)^2} + \frac{RI_{2016}}{(1+r)^3} + \frac{RI_{2017}}{(1+r)^4} + \frac{RI_{2018}}{(1+r)^5} + \frac{T}{(1+r)^5}$$

Kontinuirana (terminalna) vrednost – $T = \frac{RI_{2018} \times (1+g_s)}{r_k - g_s}$, gde je

g_s = stabilna (konstantna) stopa rasta u kontinuiranom periodu,

r_k = cena sopstvenog kapitala u kontinuiranom periodu,

V_0 = sadašnja vrednost po akciji ($t=0$),

B_0 = tekuća knjigovodstvena vrednost po akciji

r = cena sopstvenog kapitala u periodu predviđanja

RI_t = rezidualni dobitak po akciji u periodu t

P/B ratio = odnos cene po akciji i knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala po akciji

Procena

U evrima, koeficijentima, rsd	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zarada po akciji		5.23	6.04	6.99	8.08	9.34
Dividenda po akciji		1.54	1.78	2.06	2.39	2.76
KV po akciji	29.34	33.03	37.28	42.21	47.90	54.48
ROE		17.8%	18.3%	18.7%	19.1%	19.5%
Rezidualni dobitak po akciji		1.18	1.49	1.84	2.26	2.73
Diskontni faktor		1.138	1.295	1.473	1.677	1.908
Sadašnja vrednost rezidualnog dobitka		1.04	1.15	1.25	1.35	1.43
Ukupna sadašnja vrednost RD do 2018	6.22					
Kontinuirana vrednost						35.00
Sadašnja vrednost kontinuirane vrednosti	18.34					
Korektivni faktor	1.07					
Vrednost po akciji	57.50					
Procenjeni P/B racio	1.96					
Vrednost po akciji u RSD	6,826					

Napomena: Ova studija slučaja predstavlja deo programa obuke MNG Centra Vrednovanje Kompanije i ne može se koristiti u druge svrhe. Ograđujemo se od donošenja investicionih ili bilo kojih drugih poslovnih odluka na osnovu ove studije.