

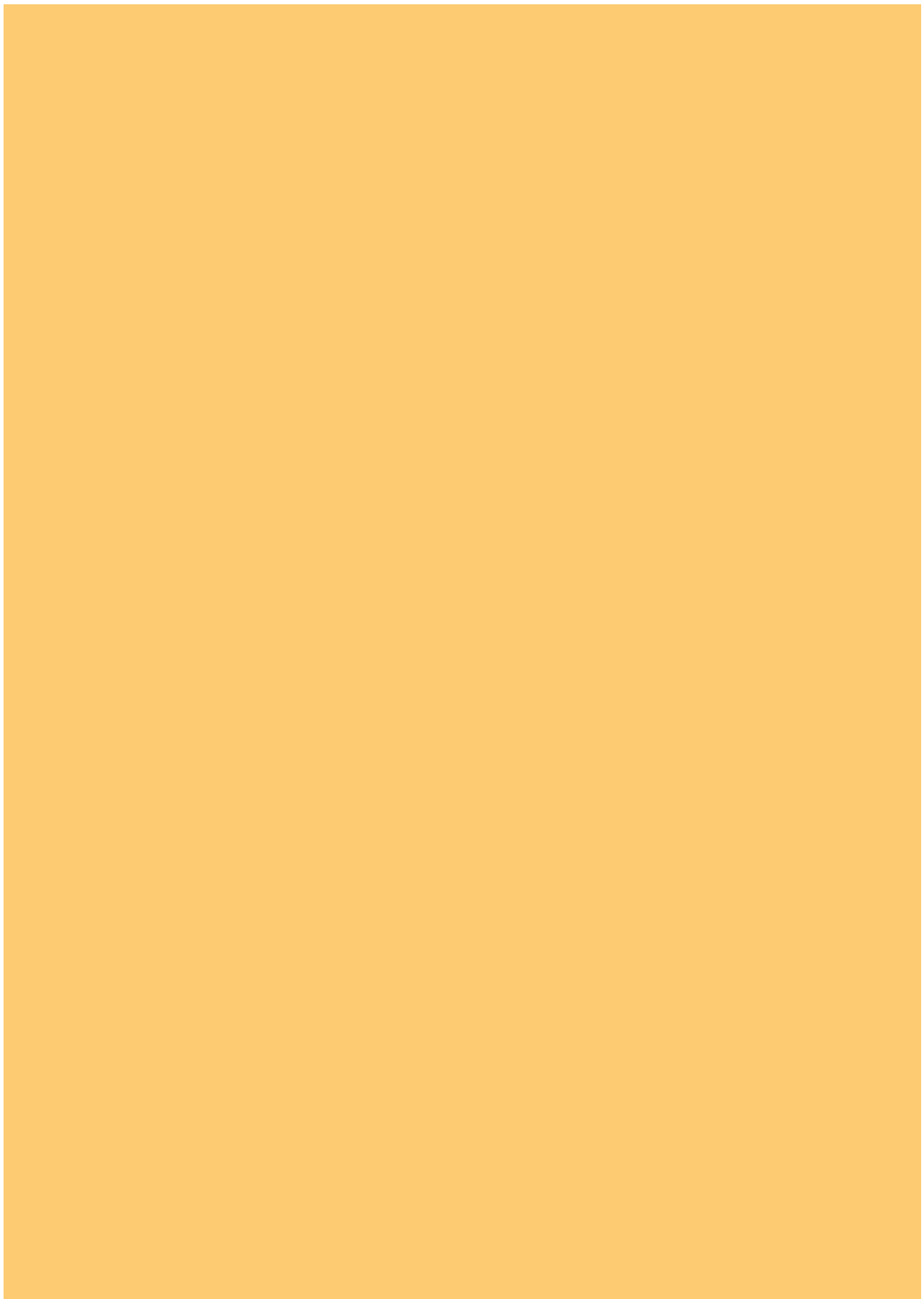


DRAGOLJUB JANKOVIĆ

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

*MEDUNARODNI STANDARD I
METODE PROCJENE SA PRIMJERIMA*

NAPREDNE TEHNIKE





DRAGOLJUB JANKOVIĆ

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

*MEĐUNARODNI STANDARD I
METODE PROCJENE SA PRIMJERIMA*

NAPREDNE TEHNIKE

Podgorica, 2021. godine

Unuci Kseniji

Izdavač: IOPCG i Dragoljub Janković



Dragoljub2008@gmail.com

Recezeni: prof. dr Zoran Todorović i prof. dr Anđelko Lojpur

Lektor: Peđa Nikolić

Slog i prelom: Studio Mouse

Štampa: Studio Mouse, Podgorica

Tiraž: 100 primjeraka

Podgorica, 2020. godina

Naslovna strana: Dragoljub Janković

Copyright ©2021 by Dragoljub Janković

Sva prava pridržana. Nije dopušteno niti jedan dio ove knjige kopirati ili na drugi način reprodukovati i distribuirati u bilo kojem obliku ili staviti u bazu podataka bez prethodne saglasnosti autora.

CIP – Каталогизација у публикацији
Национална библиотека Црне Горе, Цетиње

ISBN ----

COBISS.CG-ID

Ključne riječi: procjena vrijednosti, kapital, kompanija, metode i tehnike procjene, prinosna metoda, troškovna metoda, tržišna metoda, međunarodni standardi procjene biznisa, izvještaj o procjeni kapitala, procjena vrijednosti imovine.

Janković, Dragoljub

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA – MEĐUNARODNI STANDARDI I
METODE PROCJENE SA PRIMJERIMA - Napredne tehnike

PREDGOVOR

Cilj svakog menadžmenta je da maksimizira korporativnu vrijednost i bogatstvo akcionara. Kompanija se smatra vrijednom ne zbog njene performanse u prošlosti, već zbog toga što je i koliku će vrijednost kreirati u budućnosti. Zato je za kompaniju bitno shvatiti njenu buduću sposobnost zarade u okviru ekonomskih, industrijskih, socijalnih i drugih uslova. Dugoročno kreiranje razvoja kompanije je mjera performanse kompanije je zajednički cilj svih akcionara.

Procjena biznisa je fascinantna tema koja zahtijeva razumijevanje primjene tehnika finansijske analize kako bi se procijenila vrijednost kao osnova za akviziciju čija uspješnost zavisi od dobrog pregovaranja i taktičke vještine za postizanje dobre kupovne cijene.

SADRŽAJ

1	UVOD	1
1.1	ORGANIZACIJA KNJIGE	2
1.2	PREDMET I SVRHA PROCJENE KAPITALA	2
1.3	ZNAČENJE TERMINA	3
2	REGULATIVA	7
2.1	MEĐUNARODNI STANDARDI ZA PROCJENU BIZNISA	7
2.1.1	RICS STANDARDI (CRVENA KNJIGA)	8
2.1.2	MEĐUNARODNI STANDARDI PROCJENE (IVS - 2020)	20
2.1.2.1	OPŠTI STANDARDI IVS 105 - PRISTUPI I METODE PROCJENE	20
2.1.2.2	STANDARDI IMOVINE IVS 200 - BIZNIS I BIZNIS INTERES	34
2.1.3	EVROPSKI STANDARDI ZA PROCJENU BIZNISA (EBVS)	40
2.1.3.1	EBVS DEFINICIJE	42
2.1.3.2	EBVS 1 - VRIJEDNOSTI	46
2.1.3.3	EBVS 2 - PROCES PROCJENE	53
2.1.3.4	EBVS 3 - PRISTUPI PROCJENI	53
2.1.3.5	METODE VREDNOVANJA U OKVIRU TRŽIŠNOG (UPOREDIVOG) PRISTUPA	56
2.1.3.6	METODE VREDNOVANJA U OKVIRU PRINOSNOG PRISTUPA	58
2.1.3.7	METODE PROCJENE ZASNOVANE NA IMOVINI	61
2.1.3.8	DIO 2 - NAPOMENE ZA EVROPSKE SMJERNICE PROCJENE BIZNISA	63
2.1.3.9	EBVGN 2 - DISKONTNE STOPE I METODA DISKONTOVANOG GOTOVINSKOG TOKA	66
2.1.3.10	EBVGN 3 VREDNOVANJE NEMATERIJALNE IMOVINE	73
2.1.4	MEĐUNARODNI STANDARDI FINANSIJSKOG IZVJEŠTAVANJA	82
2.2	NACIONALNA REGULATIVA	88
2.2.1	ZAKONI	88
2.2.2	UPUTSTVO O NAKNADNOJ PROCJENI VRIJEDNOSTI HARTIJA OD VRIJEDNOSTI (AKCIJA)	90
2.2.3	CRNOGORSKI PRAVILNIK O METODOLOGIJI ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI IMOVINE	92
2.2.3.1	VRSTE VRIJEDNOSTI PROCJENE	92
2.2.3.2	OPŠTEPRIHVAĆENI PRISTUPI PROCJENE VRIJEDNOSTI, PREDMET PROCJENE I IZVJEŠTAJ O PROCJENI	94
2.2.3.3	PREGLED PROPISANE METODOLOGIJE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI NEMATERIJALNIH SREDSTAVA	99
2.2.3.4	PREGLED PROPISANE METODOLOGIJE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI MATERIJALNIH SREDSTAVA	109
3	POLAZIŠTE PROCJENE	123
3.1	ANALIZA	123
3.1.1	MAKRO ANALIZA	123
3.1.2	SEKTORSKA ANALIZA	133
3.1.3	MIKROANALIZA	136
3.2	FINANSIJSKA ANALIZA - BILANS USPJEHA, BILANS STANJA I GOTOVINSKI TOK	138
3.2.1	BILANS STANJA	139
3.2.2	BILANS USPJEHA	143
3.2.3	GOTOVINSKI TOK	146
3.2.4	ZNAČAJ BIZNIS PLANA FIRME ZA PROCJENU	152
3.3	BILANSNA EVIDENCIJA KAPITALA	153
3.3.1	STRUKTURA KAPITALA - VLASNIČKI I DUGOVNI KAPITAL	158
3.3.2	STRUKTURA KAPITALA U RAZLIČITIM OBLICIMA BIZNISA	163
4	PRISTUPI I METODE PROCJENE	165
4.1	TEORIJSKA OSNOVA	165
4.2	PREDMET PROCJENE	168
4.2.1	JAVNE I PRIVATNE KOMPANIJE	168
4.2.2	ODREĐIVANJE PREDMETA, SVRHE I OSNOVE VRIJEDNOSTI PROCJENE	174
4.3	TRŽIŠNI PRISTUP	176
4.3.1	METODA UPOREDIVIH TRANSAKCIJA	176
4.3.2	METODA UPOREDIVIH PROMETOVANIH AKCIJA KOMPANIJA	188
4.3.3	PROMET AKCIJAMA KOMPANIJE KOJA SE PROCJENJUJE	189

4.4	PRINOSNI PRISTUP	191
4.4.1	VREMENSKA VRIJEDNOST NOVCA	191
4.4.1.1	UKAMAĆENJE I DISKONTOVANJE	191
4.4.1.2	BUDUĆA VRIJEDNOST	191
4.4.1.3	SADAŠNJA VRIJEDNOST	197
4.4.2	METODA DISKONTOVANOG GOTOVINSKOG TOKA – GOTOVINSKI TOK	201
4.4.2.1	GOTOVINSKI TOK	202
4.4.2.2	VRSTE GOTOVINSKIH TOKOVA	202
4.4.2.3	REZIDUALNA (TERMINALNA) VRIJEDNOST	220
4.4.3	METODA DISKONTOVANOG GOTOVINSKOG TOKA - DISKONTNA STOPA	221
4.4.3.1	DISKONTNA STOPA I DISKONTNI FAKTOR	221
4.4.3.2	PRORAČUN DISKONTNE STOPE IZ STOPE KAPITALIZACIJE	222
4.4.3.3	DISKONTNA STOPA IZ CAPM	223
4.4.3.4	KONCEPT I PRORAČUN BEZRIZIČNE STOPE	227
4.4.3.5	PRORAČUN BETA KOEFICIJENTA	233
4.4.3.6	PRORAČUN PREMIJE RIZIKA ZEMLJE I OSTALIH PREMIJA RIZIKA	235
4.4.3.7	PRORAČUN CIJENE VLASNIČKOG KAPITALA	235
4.4.3.8	METODA NADOGRAĐNJE DISKONTNE STOPE	238
4.4.3.9	CIJENA DUGOVNOG KAPITALA	238
4.4.3.10	PRINOSI NA CRNOGORSKOM FINANSIJSKOM TRŽIŠTU	241
4.4.3.11	PONDERISANA CIJENA UKUPNO INVESTIRANOG KAPITALA (PPCK/WACC)	242
4.4.3.12	DISKONTNA STOPA I VRSTA GOTOVINSKOG TOKA	245
4.4.3.13	TEHNIKA DISKONTOVANJA GOTOVINSKOG TOKA	245
4.4.3.14	PRINOSNA METODA PROCJENE FIRME	246
4.4.4	REZIDUALNA METODA	255
4.4.5	PRINOSNA METODA DIREKTNE PROCJENE VLASNIČKOG KAPITALA	261
4.4.5.1	OBIČNE AKCIJE	269
4.4.5.2	GORDONOV MODEL VIŠESTEPENOG RASTA DIVIDENDE	273
4.4.5.3	PRIORITETNE AKCIJE	283
4.4.6	METODA DIREKTNE KAPITALIZACIJE	284
4.5	TROŠKOVNI PRISTUP	285
4.5.1	METODA PROCJENE ZASNOVAN NA IMOVINU	286
4.5.1.1	PROCJENA MATERIJALNE IMOVINE	286
4.5.1.2	PROCJENA NEMATERIJALNE IMOVINE I GOODWILLA	289
4.5.2	LIKVIDACIONA METODA	297
4.6	REZIME METODA PROCJENE VRIJEDNOSTI KAPITALA	298
5	SPECIFIČNOSTI PROCJENE KAPITALA	301
5.1	JEDNOSTAVNA I SLOŽENA STRUKTURA VLASNIČKOG KAPITALA	302
5.1.2	PREMIJA I DISKONTI	306
5.1.3	PREMIJA KONTROLNOG INTERESA	307
5.1.3.1	DISKONT ZA NEDOSTATAK KONTROLNOG INTERESA	309
5.1.3.2	PREMIJA LIKVIDNOSTI	310
5.1.3.3	PREMIJA SINERGIJE	311
5.1.4	VREDNOVANJE OPCIJE I FJUČERSA	314
5.1.5	SEKTORSKE KARAKTERISTIKE PROCJENE KAPITALA	317
6	PRILOZI	319
6.1	IZVJEŠTAJ O PROCJENI KAPITALA	319
6.1.1	SADRŽAJ	319
6.1.2	KONTROLNA LISTA ZA PROCJENJIVAČA	321
6.2	PROBLEMI SA RJEŠENJIMA	322
6.3	BILANSNE ŠEME	345
7	LITERATURA	357
8	INDEKSI	358

Sadržaj tabela

Tabela 1 - Pristupi i metode za procjenu kapitala	122
Tabela 2 - Opšteprihvaćeni pristupi i metode za procjenu kapitala	122
Tabela 3 - Realni rast BDP i sektora Informisanje i komunikacije	123
Tabela 4 - Struktura Bruto dodate vrijednosti u 2018. god.	124
Tabela 5 - Međunarodne uporedne stope poreza	131
Tabela 6 - Projekcije makroekonomskih pokazatelja	132
Tabela 7 - Sektorska analiza - broj korisnika	134
Tabela 8 - Sektorska analiza - tržišni segment fiksne telefonije	134
Tabela 9 - Sektorska analiza - ukupni prihodi	134
Tabela 10 - Sektorska analiza - neto dobit	135
Tabela 11 - Sektorska analiza - ROE	135
Tabela 12 - Sektorska analiza - broj zaposlenih	135
Tabela 13 - Sektorska analiza - Prosječna neto zarada po zaposlenom	135
Tabela 14 - Bilans stanja Crnogorskog Telekomu	141
Tabela 15 - Bilans uspjeha	144
Tabela 16 - Razlika između bilansa uspjeha i gotovinskog toka	146
Tabela 17 - Bilans novčanog toka Crnogorskog Telekomu	147
Tabela 18 - Sažeti Bilans stanja	148
Tabela 19 - Sažeti Bilans uspjeha	149
Tabela 20 - Indirektna metoda novčanog toka	149
Tabela 21 - Gotovinski tokovi i stanje gotovine	149
Tabela 22 - Direktna metoda novčanog toka	150
Tabela 23 - Menadžerska metoda novčanog toka	150
Tabela 24 - Skraćeni prilagođeni Bilans uspjeha Crnogorskog Telekomu	151
Tabela 25 - Skraćeni prilagođeni Bilansa stanja Crnogorskog Telekomu	151
Tabela 26 - Indirektna Metoda novčanog toka Crnogorskog Telekomu za procjenu	151
Tabela 27 - Kapital u bilansu stanja Crnogorskog Telekomu	153
Tabela 28 - Karakteristike kapitala za finansiranje firme	157
Tabela 29 - Vrijednost WACC zavisno od kreditnog rejtinga i stepena zaduženosti	161
Tabela 30 - Vrijednost WACC zavisno od strukture vlasničkog i dugovnog kapitala	162
Tabela 31 - Sektorsko učešće osnovnih sredstava i kapitala	163
Tabela 32 - Metoda uporedivih transakcija	178
Tabela 33- Proračun P/E multiplikatora	181
Tabela 34 - Promjena P/E racija zavisno od učešća duga	183
Tabela 35 - Proračun EV/EBITDA	184
Tabela 36 - Multiplikator EV/EBIT zavisno od promjene stope rasta EBIT i ROIC	184
Tabela 37 - Proračun repernih multiplikatora: EV/Prihodi, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E	186
Tabela 38 - Kompanije sa najvećim multiplikatorom EV/EBITDA	187
Tabela 39 - Tržišna kapitalizacija i kapitalizacija TEGG	189
Tabela 40 - Šema dobijanja FCFF iz neto dobiti	205
Tabela 41 - Proračun FCFF iz neto dobiti (neto prihoda)	206
Tabela 42 - Proračun FCFF iz novčanog toka iz poslovanja (FCO)	207
Tabela 43 - Godišnji rast FCFF	209
Tabela 44 - Projekcija rasta FCFF iz rasta poslovnih prihoda	210
Tabela 45 - Projekcija rasta FCFE iz rasta poslovnih prihoda	211
Tabela 46 - Kondenzovani bilans uspjeha za novčani tok	214
Tabela 47 - Kondenzovani bilans stanja za novčani tok	214
Tabela 48 - Indirektni novčani toka iz skraćenih bilansa	215
Tabela 49 - Prilagođavanje za rizik diskonte stope ili novčani tok	216
Tabela 50 - Projekcija novčanog toka Crnogorskog Telekomu	218
Tabela 51 - Evropski berzanski indeksi	225
Tabela 52 - Emisije obveznica Crne Gore	229
Tabela 53 - Amortizacija Državnih obveznica: GB1-2016, GB1-2024 i GB2 - 2024, i GB1 - 2026	230
Tabela 54 - Cijena i prinos do dospelja Euroobveznica	231
Tabela 55 - Proračun prinosa Indeksa Monex, TEGG i koeficijenta beta	233
Tabela 56 - Proračun sektorskog odnosa duga i kapitala	234
Tabela 57 - Prinosi 10-godišnjih suverenih obveznica u EU	237

Tabela 58 - Tržišna vrijednost duga	239
Tabela 59 - Kreditni raspon prema kreditnom rejtingu zemalja u regionu (2019)	241
Tabela 60 - Odnos vlasničkog i dugovnog kapitala Crnogorskog Telekom	244
Tabela 61 - Od vrijednosti operativne imovine firme do vrijednosti kapitala	250
Tabela 62 - Proračun vrijednosti ukupnog kapitala	252
Tabela 63 - Proračun vrijednosti vlasničkog kapitala iz vrijednosti firme	253
Tabela 64 - Proračun vrijednosti vlasničkog kapitala Crnogorskog Telekom	254
Tabela 65 - Primjena Metode rezidualnog prihoda u vrednovanju akcije sa isplatom dividende	256
Tabela 66 - Primjena Metode rezidualnog prihoda u vrednovanju akcije bez isplatom dividende	257
Tabela 67 - Metoda višestepenog rezidualnog prihoda	260
Tabela 68 - Proračuna rasta neto dobiti u dva razdoblja	266
Tabela 69 - Proračun procjene vrijednosti vlasničkog kapitala iz vrijednosti kompanije Crnogorski Telekom	268
Tabela 70 - Proračun sadašnje vrijednosti dividende iz prva dva razdoblja visokog i padajućeg rasta	277
Tabela 71 - Direktni novčani tok prema akcijskom kapitalu kompanije Crnogorski Telekom	281
Tabela 72 - Primjer primjene Metoda direktne kapitalizacije procjene vrijednosti kompanije	284
Tabela 73 - Metoda podešene neto imovine	287
Tabela 74 - Primjenljivost pristupa i metoda procjene	298
Tabela 75 - Primjena PWER metode	304
Tabela 76 - Struktura akcijskog kapitala sa manjinskim interesom	309
Tabela 77 - Premije likvidnosti iz prakse	310
Tabela 78 - Podaci za proračun sinergije	313
Tabela 79 - Proračun vrijednosti firmi prije preuzimanja, kao zbir dvije firme i firme sa efektom sinergije	313

Sadržaj jednačina

Jednačina 1 - Osnovna formula za proračun troška vlasničkog kapitala	68
Jednačina 2 - CAPM prilagođen dodavanjem specifičnog rizika	68
Jednačina 3 - Premija na kapitalni rizik iz istorijskih podataka	69
Jednačina 4 - Nezadužena beta	70
Jednačina 5 - Zadužena beta	71
Jednačina 6 - Ponderisani prosječni trošak kapitala (WACC)	72
Jednačina 7 - Trošak kapitala isključivanjem bete	73
Jednačina 8 - Z skor	83
Jednačina 9 - Poreska ušteda	100
Jednačina 10 - Vrednovanje nematerijalnog sredstva Metodom oslobađanja od naknade	102
Jednačina 11 - Vrednovanje nematerijalnog sredstva Metodom uvećane zarade	104
Jednačina 12 - Vrednovanje nematerijalnog sredstva Metodom „sa“ i „bez“	106
Jednačina 13 - Procijenjena vrijednosti nematerijalnih sredstava Greenfield metodom	107
Jednačina 14 - Procjena vrijednosti iz neto operativnog prihoda i stope kapitalizacije	112
Jednačina 15 - Neto novčani tok od izdavanja nekretnine	113
Jednačina 16 - Sadašnja vrijednost neto novčanog toka	114
Jednačina 17 - Rezidualna vrijednost sredstava	115
Jednačina 18 - Gotovinski tok ka ukupno investiranom kapitalu	118
Jednačina 19 - Gotovinski tok ka vlasničkom kapitalu	118
Jednačina 20 - Metoda izlaznog multiplikatora i anuiteta za rezidualnu vrijednost	119
Jednačina 21 - Modifikovani CAPM u crnogorskom pravilniku	119
Jednačina 22 - Prosječno ponderisana cijena kapitala u crnogorskom pravilniku	120
Jednačina 23 - Vrijednost vlasničkog kapitala iz ukupno investiranog kapitala	120
Jednačina 24 - Beta koeficijent	166
Jednačina 25 - Nedostatak kontrole biznisa	173
Jednačina 26 - Vlasnički kapital iz vrijednost preduzeća	175
Jednačina 27 - Vrijednost preduzeća iz vlasničkog kapitala	175
Jednačina 28 - P/E ratio uključivanjem dugovnog kapitala	182
Jednačina 29 - EV/EBITDA	183
Jednačina 30 - EV/EBIT iz prinosa na ukupan kapital, stope rasta EBIT, poreske stope i cijene ukupnog kapitala	185
Jednačina 31 Buduća vrijednost jednokratnog iznosa	192
Jednačina 32 - Buduća vrijednost anuiteta	194

Jednačina 33 – Buduća vrijednost mješovitog toka	195
Jednačina 34 – Sadašnja vrijednost jednokratnog iznosa	197
Jednačina 35 – Sadašnja vrijednost anuiteta	198
Jednačina 36 – Sadašnja vrijednost rastućeg/opadajućeg anuiteta	199
Jednačina 37 – Sadašnja vrijednost mješovitog toka	200
Jednačina 38 – Dodatno kapitalno ulaganje i dodatna investicija u obrtna sredstva	210
Jednačina 39 – Dodatna investicija u obrtna sredstva	210
Jednačina 40 – Premija rizika za gotovinski tok iz diskontne stope	217
Jednačina 41 – Anuitet iz rastućeg novčanog toka	220
Jednačina 42 – Anuitet iz nepromjenjivog novčanog toka	220
Jednačina 43 – Anuitet iz opadajućeg novčanog toka	221
Jednačina 44 – Diskontna stopa iz stope kapitalizacije	222
Jednačina 45 – Stopa kapitalizacije iz diskontne stope	222
Jednačina 46 – CAPM	223
Jednačina 47 – Modifikovani CAPM	224
Jednačina 48 – Beta koeficijent	224
Jednačina 49 – Kovarijansa	225
Jednačina 50 – Relativna standardna devijacija premija rizika zemlje	228
Jednačina 51 – Premija rizika na kapital	228
Jednačina 52 – Proračun stope prinosa	233
Jednačina 53 – Proračun nezadužene bete	234
Jednačina 54 – Procijenjena vrijednost duga kompanije	239
Jednačina 55 – Trošak duga	240
Jednačina 56 – Strani obračun troška duga	240
Jednačina 57 – Prosječno ponderisana cijena kapitala (PPCK/WACC)	243
Jednačina 58 – Diskontovanje novčanog toka	245
Jednačina 59 – Gotovinski tok prema kompaniji	246
Jednačina 60 – Sadašnja vrijednost FCFF uz rast	246
Jednačina 61 – Sadašnja vrijednost FCFF sa visokim i nižim rastom	247
Jednačina 62 – FCFF nakon reinvestiranja	247
Jednačina 63 – FCFF koja uključuje stopu reinvestiranja	247
Jednačina 64 – Stopa reinvestiranja	248
Jednačina 65 – Sadašnja vrijednost FCFF sa stopom rasta	248
Jednačina 66 – Stopa reinvestiranja u stabilnom rastu i sa umjerenom betom	248
Jednačina 67 – Sadašnja vrijednost FCFF u dostignutom stabilnom rastu	249
Jednačina 68 – Stopa reinvestiranja	250
Jednačina 69 – Stopa reinvestiranja u stabilnom rastu	251
Jednačina 70 – Metoda rezidualnog prihoda	256
Jednačina 71 – Metoda jednostepenog rezidualnog prihoda	257
Jednačina 72 – FCFE	262
Jednačina 73 – FCFF	262
Jednačina 74 – Sadašnja vrijednost FCFE sa neograničenim rastom	262
Jednačina 75 – Vrijednost kapitala u operativnoj imovini	263
Jednačina 76 – Sadašnja vrijednost FCFE sa visokom i nižom stopom rasta	264
Jednačina 77 – Normalizovana stopa reinvestiranja kapitala	264
Jednačina 78 – Procjene akcije na osnovu procjene vlasničkog kapitala i gotovine	267
Jednačina 79 – Procjena vrijednosti akcije bez rasta dividende	269
Jednačina 80 – Procjena vrijednosti akcije sa rastom dividende	270
Jednačina 81 – Stopa rasta iz stope ROE i stope zadržane dobiti	270
Jednačina 82 – Vrijednost akcije sa mogućnošću rasta	271
Jednačina 83 – Sadašnja vrijednost mogućnosti rasta iz sadašnje vrijednosti i mogućnosti rasta akcije	271
Jednačina 84 – Stopa rasta iz ukupno investiranog kapitala	272
Jednačina 85 – Povrat na kapital iz EBIT i investiranog kapitala	272
Jednačina 86 – Prinos na kapital (ROE) iz neto prihoda i vlasničkog kapitala	272
Jednačina 87 – Vrijednost akcije na osnovu rasta dividende u budućnosti	273
Jednačina 88 – Vrijednost akcije u dvofaznom modelu	274
Jednačina 89 – Vrijednost akcije u dvofaznom modelu sa fiksnom razmjerom isplate dividende	274
Jednačina 90 – Očekivana zarada po akciji iz ROE i srazmjere zadržavanja zarade	274
Jednačina 91 – Sadašnja vrijednost dividendi u periodu n	275

Jednačina 92 – Sadašnja vrijednost terminalne vrijednosti projektovanih dividendi	275
Jednačina 93 – Razmjera isplate dividende u stabilnom razdoblju	275
Jednačina 94 – Očekivana dividenda po akciji na osnovu zarade i srazmjere isplate zarade	276
Jednačina 95 – Terminalna vrijednost dividende	276
Jednačina 96 – Sadašnja vrijednost akcije u trofaznom modelu	276
Jednačina 97 – Vrijednost neto imovine	285
Jednačina 98 – Premija kontrole biznisa iz diskonta manjinskog interesa	307
Jednačina 99 – Koeficijent promjene vrijednosti zavisno od visine većinskog vlasništva	308
Jednačina 100 – Diskont za manjinski interes iz premije kontrole biznisa	309
Jednačina 101 – Black-Scholes-Mertonova formula za procjenu opcije	315
Jednačina 102 – Cijena fjučersa	317

Sadržaj slika

Slika 1 – Obrazac Iskaza o promjenama na kapitalu	87
Slika 2 – Portal ePrijava Poreske uprave Crne Gore	146
Slika 3 – Finansijski pokazatelji Crnogorskog Telekomu na sajtu Montenegro berze	190
Slika 4 – @PV jednokratnog iznosa	193
Slika 5 – Buduća vrijednost anuiteta	194
Slika 6 – @FV anuiteta	195
Slika 7 – Buduća vrijednost mješovitog toka	196
Slika 8 – @PV jednokratnog iznosa	197
Slika 9 – @PV anuiteta	199
Slika 10 – Sadašnja vrijednost mješovitog toka	200
Slika 11 – Metoda oslobođanja od plaćanja naknade za korišćenje nematerijalnog sredstva	291
Slika 12 – Metoda uvećane zarade korišćenjem nematerijalnog sredstva	293
Slika 13 – Metoda „sa“ i „bez“ korišćenja nematerijalnog sredstva	295
Slika 14 – Greenfield metoda procjene nematerijalne imovine	297
Slika 15 – Procjena vrijednosti opcije na primjeru Crnogorskog Telekomu	316

Sadržaj šema

Šema 1- Ukupni kapital – vlasnički i dugovni	159
Šema 2 – Gotovinski tok prema investitorima ukupnog kapitala u kompaniji	202
Šema 3 – Gotovinski tok prema investitorima vlasničkog kapitala u kompaniji	203
Šema 4 – Struktura novčanog tokova i odgovarajuće diskontne stope kao cijene kapitala	203
Šema 5 – Slobodan novčani tok	215
Šema 6 – Ponderisani prosječni trošak kapitala (WACC)	243

Sadržaj grafikona

Grafikon 1 – Međunarodni pregled stopa realnog rasta BDP-a za 2018. godina	125
Grafikon 2 – Godišnji lančani indeks industrijske proizvodnje	126
Grafikon 3 – Vrijednost radova i stope rasta u građevinarstvu	126
Grafikon 4 – Broj turista u kolektivnom smještaju	127
Grafikon 5 – Godišnje stope rasta dolazaka i broja noćenja turista	127
Grafikon 6 – Godišnje decembarske stope potrošačkih cijena	128
Grafikon 7 – Broj zaposlenih i nezaposlenih	128
Grafikon 8 – Godišnji indeks kretanja broja zaposlenih i nezaposlenih	129
Grafikon 9 – Godišnje stope prinosa na crnogorskom finansijskom tržištu	129
Grafikon 10 – Mjesečno kretanje Monex indeksa (2003-2019.)	130
Grafikon 11 – Prinosi crnogorskog tržišta akcija	130
Grafikon 12 – Promet obveznicama na Montenegro berzi	131
Grafikon 13 – Razvojni ciklus kompanije	137
Grafikon 14 – Tržišna kapitalizacija i kapitalizacija TECC	190
Grafikon 15 – Model CAPM	224
Grafikon 16 – Stope prinosa na crnogorskom tržištu kapitala	227
Grafikon 17 – Prinosi na Euroobveznice Crne Gore na Frankfurtskoj berzi	232
Grafikon 18 – Prosječne ponderisane bankarske kamatne stope	240
Grafikon 19 – Stope prinosa na crnogorskom finansijskom tržištu 2014-2019. god.	242