



UPOTREBA SLOBODNOG NOVČANOG TOKA U PROCESU VREDNOVANJA: PREDNOSTI I NEDOSTACI

Slavica Stevanović

Institut ekonomskih nauka, Beograd, Srbija

Apstrakt:

Koncept novčanih tokova pruža relevantne informacije koje investitorima i ostalim stejkholderima kompanije pomažu u donošenju ključnih odluka. Korisnost koncepta slobodan novčani tok se pre svega odnosi na vrednovanje preduzeća i kapitala. U stručnoj literaturi i praksi je identifikovano nekoliko modela za utvrđivanje iznosa slobodnih novčanih tokova, pri čemu izbor metode zavisi od namene korišćenja slobodnog toka gotovine. Cilj rada je analiza upotrebe slobodnog novčanog toka u procesu vrednovanja, uz isticanje osnovnih prednosti i nedostataka koncepta. U prvom delu rada fokus autora jeste na analizi determinanti i namene korišćenja slobodnog novčanog toka. Nakon prikazivanja načina obračuna, u posebnom delu rada analizirana je prihvatljivost ove računovodstvene kategorije kao merila vrednosti.

Ključne reči:

slobodan novčani tok,
neto novčani tok iz poslovnih
aktivnosti,
kapitalni izdaci,
vrednovanje.

Rad je deo istraživačkih projekata pod šiframa 47009 (Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU) i 179015 (Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanje sa zahtevima EU), finansiranih od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

1. UVOD

Finansijski izveštaji sadrže informacije koje su relevantne za ocenu prošlih i predviđanje budućih performansi kompanije. Iako se namenski ne pripremaju za vrednovanje preduzeća, finansijski izveštaji korisnicima pružaju informacije koje su korisne prilikom utvrđivanja vrednosti i donošenja odluka. Koncept slobodni novčani tok (*Free Cash Flow - FCF*) je značajan i često korišćen derivat izveštaja o novčanim tokovima. Iako je neto novčani tok iz poslovanja relevantan za ocenu sposobnosti preduzeća da interno generiše gotovinu za potrebe kontinuiranog poslovanja, u postupku vrednovanja poslovanja i kapitala preduzeća predstavlja nekompletno merilo. Trošenjem slobodnog novčanog toka, preduzeće ne ugrožava kontinuitet poslovanja i sposobnost generisanja gotovine u budućnosti, stoga se u svrhu vrednovanja koristi slobodan novčani tok.

Finansijska literatura poslednjih godina posvećuje sve veću pažnju značaju i upotrebnosti vrednosti ove računovodstvene kategorije, a mnoga preduzeća kao deo poslovne strategije ističu naprednjenje, ne samo prodaje i dobitka, već i iznosa slobodnog novčanog toka. Velika zainteresovanost teorije i prakse za utvrđivanje i analizu slobodnog novčanog toka je rezultat i brojnih finansijskih afera, nakon kojih je stručna javnost postala nepoverljiva u performanse preduzeća zasnovane na dobitku, dok je u performansama zasnovanim na novčanim tokovima sve više videla pouzdano sredstvo za finansijsku analizu i vrednovanje preduzeća.

2. DETERMINANTE SLOBODNOG NOVČANOG TOKA

Naziv koncepta upućuje na iznos neto novčanog toka iz poslovanja koji je slobodan. Ključno pitanje je za koga je neto novčani tok slobodan i za koje namene se može koristiti. U stručnoj literaturi ne postoji opšteprihvaćeno pravilo po pitanju definisanja determinanti koje se koriste za utvrđivanje *FCF*. Slobodni novčani tok se može definisati kao iznos gotovine koji je raspoloživ za raspodelu vlasnicima kapitala i kreditorima nakon ulaganja u sredstva koja su neophodna za održavanje tekućeg

obima aktivnosti [5]. U pitanju je najčešće zastupljena definicija koja kao determinante navodi neto novčani tok iz poslovanja i iznos kapitalnih izdataka koji su neophodni za održavanje proizvodnih kapaciteta preduzeća na tekućem nivou [13]. Slobodan iznos gotovine je na raspolaganju za kapitalne izdatke i svrhu rasta preduzeća, plaćanja akcionarima na ime dividendi, otkup akcija i za smanjenje obaveza preduzeća.

Računovodstvena teorija i praksa prepoznaju još nekoliko modela koji se razlikuju po nameni korišćenja slobodnih novčanih tokova. U slučaju da se u okviru izveštaja o novčanim tokovima ne prikazuju posebno kapitalni izdaci za održavanje i proširenje proizvodnih kapaciteta, kao odbitna stavka neto novčanog toka iz poslovanja se može koristiti iznos kapitalnih izdataka u celini. U preduzećima u kojima kapitalni izdaci predstavljaju vrednosno najveću stavku neto novčanog toka iz investicionih aktivnosti, postoji mogućnost da se kao determinanta *FCF* koristi neto novčani tok iz aktivnosti investiranja. Profesor *Stickney* za potrebe utvrđivanja *FCF* koristi neto kapitalne izdatke, odnosno iznos izdataka za ulaganja u nekretnine, postrojenja, opremu i nematerijalna ulaganja umanjena za prilive po osnovu prodaje navedenih sredstava [12]. Takođe nudi mogućnost korigovanja neto novčanog toka iz poslovanja za iznos gotovine koja služi za potrebe održavanja likvidnosti. Kada je rast i proširenje proizvodnih kapaciteta namena korišćenja slobodnog novčanog toka, kao slobodan se posmatra iznos gotovine koji je preduzeću na raspolaganju nakon zadovoljenih potreba finansiranja i investiranja u održavanje proizvodnih kapaciteta [14]. Po ovoj varijanti neto novčani tok iz poslovanja se umanjuje za kapitalne izdatke neophodne za održavanje proizvodnih kapaciteta i za iznos dividendi.

Slobodni novčani tok raspoloživ za akcionare (*Free Cash Flow to Equity - FCFE*) predstavlja deo neto novčanog toka iz poslovanja koji je preostao nakon izmirenja obaveza prema kreditorima, i može se iskoristiti za isplatu dividendi, otkup akcija ili za neka nova ulaganja. *FCFE* se može utvrditi umanjnjem neto novčanog toka iz poslovanja za kapitalne izdatke i korigovanjem za promenu vrednosti obaveza po osnovu kredita i duž-



ničkih hartija od vrednosti. Neto novčani tok iz poslovanja se za potrebe utvrđivanja slobodnog novčanog toka može uvećati za iznos povećanja i umanjiti za iznos smanjenja obaveza [14]. Uključivanje povećanja vrednosti obaveza u obračun slobodnog novčanog toka za vlasnike kapitala se pravda činjenicom da se na ovaj način finansiraju kapitalni izdaci. S obzirom da pribavljanje gotovine iz eksternih izvora može biti i u cilju finansiranja akvizicije ili otkupa sopstvenih akcija, deo slobodnog novčanog toka nastao po osnovu povećanja obaveza se ne može uvek smatrati slobodnom gotovinom. Osim zbog mogućnosti da se na ovaj način *FCF* preceni, profesori *Mulford* i *Comiskey* dovode u pitanje uključivanje promene vrednosti obaveza po osnovu kredita i dužničkih hartija od vrednosti u *FCF* obračunu i zbog toga što izdaci po osnovu kupovine i otkupa akcija nisu uključeni u obračun slobodnog novčanog toka [9]. Koncept *FCF* je široko upotrebljiv među korisnicima finansijskih izveštaja, stoga je važno voditi računa o doslednosti prilikom izbora načina utvrđivanja, o kvalitetu faktora koji utiču na *FCF* vrednost i o načinu korišćenja. Korisnost koncepta posebno zavisi od kvaliteta i održive prirode tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti.

3. ANALIZA TRENDA SLOBODNOG NOVČANOG TOKA

Slobodan novčani tok se koristi u cilju utvrđivanja iznosa gotovine koja je preduzeću na raspolaganju za investicione i finansijske potrebe. Ocena performansi preduzeća, na osnovu činjenice da li je *FCF* pozitivna ili negativna veličina, često nije moguća bez detaljnije finansijske analize preduzeća. Pozitivan *FCF* može biti znak dobrih *cash flow* performansi preduzeća, ali je za buduće performanse relevantan način korišćenja slobodnih sredstava. Preduzeća koja slobodna novčana sredstva ulažu u imovinu i projekte koji obezbeđuju buduće ekonomske koristi, slobodnom gotovinom raspolažu na pravi način. U suprotnom je bolje slobodna sredstva iskoristi za otplatu dugova, plaćanje dividendi i otkup akcija. Rastući pozitivan *FCF* nije dobar signal za preduzeća koja se nalaze u fazi rasta, ukoliko je takav trend rezultat smanjenja investicija. Preduzeća u fazi rasta upravo karakterišu visoka investiciona ulaganja koja se smatraju generatorom novčanih sredstava i vrednosti preduzeća u budućnosti, stoga negativan *FCF* ne treba biti loše ocenjen. *General Electric* je primer kompanije sa *ROE* među najvišim u SAD-u, čiji je *FCF* u istom periodu bio negativan [10]. *FCF* koji je u početnoj fazi poslovanja preduzeća negativan ne iznenađuje, ali ukoliko je negativan i neto novčani tok iz poslovanja to može biti signal za postojanje određenih problema. Kompanije koje u određenom periodu beleže rast dobitka, dok su u isto vreme neto novčani tok iz poslovanja i *FCF* u padu, za posledicu mogu imati iskazivanje gubitaka, kao i pad tržišne cene akcija u narednim izveštajnim periodima. Odstupanja su razumljiva u kratkom roku, ali je dugoročno posmatrano održiva samo situacija u kojoj dobitak i neto novčani tok iz poslovanja rastu i imaju stabilan odnos [8].

U cilju sagledavanja upotrebne vrednosti informacija o slobodnom novčanom toku, u radu je analizirana grupa od 14 preduzeća koja se nalaze na listi Sto najprivrednih društava po neto dobitku u 2012. godini, a čije se akcije kotiraju na Beogradskoj berzi [2]. Sa aspekta uspešnosti poslovanja, pozicija većine ovih preduzeća na listi Sto najprivrednih društava u 2013. godini se promenila [1]. Osim *FCF*, analizirani su i trendovi neto dobitka, neto novčanog toka iz poslovanja, stope prinosa na aktivu (*Return on Assets - ROA*), stope prinosa na kapital (*Return on Equity - ROE*) i tržišne cene akcija preduzeća na dan finansijskih izveštaja. Analizirani pokazatelji su preuzeti ili obračunati na osnovu podataka Agencije za privredne registre [3] i Beogradske berze [4], a odnose se na 2011., 2012. i 2013. godinu.

Od ukupnog broja posmatranih preduzeća, četiri preduzeća imaju negativan *FCF* u 2012. godini, pri čemu tri preduzeća imaju pozitivan neto novčani tok iz poslovanja, što znači da je negativan *FCF* posledica povećanih investicionih ulaganja ili pada neto novčanog toka iz poslovanja u odnosu na 2011. godinu. U pitanju su preduzeća koja u posmatranom periodu beleže rast tržišne cene akcija. Preduzeće koje je u 2012. godini imalo negativan neto novčani tok iz poslovanja i *FCF*, beleži pad neto dobitka, stope prinosa na aktivu i tržišne cene akcija u 2013. godini. Tri od četiri preduzeća koja su u 2011. godini imala negativan *FCF* i neto novčani tok iz poslovanja, beleže pozitivne novčane tokove u 2012. godini, ali i pad u 2013. godini. Trend rasta u 2012. i pada u 2013. godini zabeležen je i prilikom analize *ROA* i *ROE* za sva tri preduzeća, pri čemu jedno preduzeće pokazuje suprotan trend u kretanju tržišne cene po akciji, a u slučaju ostala dva tržišna cene po akciji raste u trogodišnjem periodu. Četvrto preduzeće sa negativnim novčanim tokovima u 2011. godini, bez obzira na rast i pozitivne novčane tokove u naredne dve godine, ostvaruje neto gubitak u 2013. godini, samim tim i negativne *ROA* i *ROE* stope rasta i pad tržišne cene akcija u odnosu na 2012. godinu.

Analiza pokazatelja grupe od pet preduzeća, koja u sve tri posmatrane godine beleže pozitivne novčane tokove, pokazuje da jedno preduzeće beleži kontinuirani rast neto novčanog toka iz poslovanja, slobodnog novčanog toka, neto dobitka, *ROA*, *ROE* i tržišne cene po akciji. Tržišna cene akcija preduzeća koje beleži negativan trend analiziranih pokazatelja u posmatranom periodu, pored pada u 2012. godini raste u 2013. godini za oko 9%. U slučaju tri preduzeća, *FCF* jeste pozitivan, ali sa promenljivim trendom. Preduzeće u kome je zabeležen kontinuirani pad neto dobitka i stopa prinosa u posmatranom periodu ima nepromenjenu tržišnu cenu po akciji. Preduzeće koje beleži kontinuirani rast neto dobitka i neto novčanog toka iz poslovanja ima zapažen pad tržišne cene akcija i trend stopa prinosa suprotan kretanju slobodnog novčanog toka. Nakon pozitivnog *FCF* u 2011. i 2012. godini, jedno preduzeće u 2013. beleži negativan *FCF* i neto novčani tok iz poslovanja. S obzirom da u posmatranom periodu nije bilo kapitalnih ulaganja, a dobitak beleži pad, pitanje je koliko će zabeleženi rast tržišne cene akcija biti održiv u narednom periodu. Bez obzira na postojanje nekih karakterističnih kretanja kada su pitanju odnos dobitka i novčanih tokova, konačne zaključke o performansama preduzeća i rizicima ne treba donositi bez detaljne analize faktora koji utiču na uočena odstupanja.

4. SLOBODAN NOVČANI TOK KAO MERILO VREDNOSTI PREDUZEĆA

Slobodan novčani tok se u literaturi i praksi koristi kao važan faktor u modelima vrednovanja preduzeća. Reč je o kategoriji koja je u odnosu na dobitak u manjoj meri izložena manipulisanju i nerealnom iskazivanju i može činiti dobru osnovu za utvrđivanje realne vrednosti kapitala i poslovanja preduzeća. Vrednost sopstvenog kapitala preduzeća ili preduzeća u celini, može se dovesti u vezu sa očekivanim iznosima slobodnog novčanog toka u narednim periodima, tako da se *FCF* povećanje može koristiti kao instrument uvećanja vrednosti preduzeća ili sopstvenog kapitala. Diskontovanjem očekivane buduće vrednosti slobodnog novčanog toka, utvrđuje se vrednost preduzeća u celini, pri čemu se kao diskontna stopa koristi prosečna cena kapitala. Za potrebe vrednovanja preduzeća koristi se *FCF* koji je raspoloživ kreditorima i akcionarima. Prema *FCFE* modelu, sadašnja vrednost kapitala se izračunava sumiranjem diskontovanih, u projektovanim periodima očekivanih novčanih tokova slobodnih za akcionare, a cena kapitala se koristi kao diskontna stopa za svođenje očekivanih vrednosti gotovine na sadašnju vrednost



kapitala [14]. Prema mišljenju profesora Damodarana reč je je o intuitivnijem merilu vrednosti u odnosu na *FCF* preduzeća [6]. S obzirom da plaćene kamate i otplate duga mogu činiti značajne izdatke, procenjeni slobodni novčani tokovi nakon otplate duga bolje odražavaju finansijsku (ne)sigurnost preduzeća.

Vrednovanje po *FCF* konceptu se smatra najprihvatljivijim u kompanijama koje kontinuirano generišu pozitivan slobodan tok gotovine ili je *FCF* u stalnom rastu. Ukoliko investiciona ulaganja preduzeća generišu stabilne novčane tokove u periodu kada ulaganja i nastaju, korišćenje *FCF* u svrhe vrednovanja je prihvatljivo, inače se u suprotnom velika ulaganja mogu tretirati kao gubitak vrednosti, čak iako se prilivi gotovine i povećanje vrednosti po osnovu tih ulaganja očekuju u budućnosti. Jedna od zamerki na koncept se upravo odnosi na narušavanje principa uzročnosti (*Matching Principle*), jer se stvorena vrednost ne sučeljava sa uloženom vrednošću [10]. *FCF* kao merilo vrednosti se dovodi u pitanje i zbog činjenice da se prilikom utvrđivanja slobodnog novčanog toka oduzimaju investicioni izdaci, iako ova vrsta ulaganja koja su iskazana u bilansu stanja kao imovina preduzeća predstavljaju značajan generator vrednosti. Ukoliko je *FCF* povećanje rezultat smanjenja kapitalnih ulaganja, koncept se delom može posmatrati i kao likvidacioni koncept. Prognoziranje slobodnih novčanih tokova na duži rok može biti problematično iz praktičnih razloga, jer ih je teško predvideti za nekoliko decenija unapred, koliko nekada traju efekti kapitalnih ulaganja. Profesori *Lundholm* i *Sloan* smatraju da se *FCF* pre može koristiti kao merilo raspodele stvorene vrednosti, nego kao generator vrednosti kapitala kompanije [7]. Kratkoročno *FCF* predstavlja slabo merilo vrednosti, ali na dugi rok obični akcionari dobijaju upravo taj iznos kao prinos na postojeća ulaganja.

U situacijama kada korišćenje *FCF* koncepta vrednovanja nije prihvatljivo, kao merilo budućeg poslovnog uspeha, umesto sadašnje vrednosti očekivanih slobodnih novčanih tokova, može se koristiti sadašnja vrednost očekivanih dobitaka. Dobitak zasnovan na obračunskom računovodstvu (*Accrual Accounting*) ima veću iskaznu moć prirasta ekonomske vrednosti kompanije nego slobodni novčani tok, pod uslovom da iskazani dobitak predstavlja realno isposlovani rezultat preduzeća [11]. Računovodstvo zasnovano na obračunskoj osnovi može biti u prednosti kada je u pitanju proces vrednovanja, jer se kapitalna ulaganja ne oduzimaju, a kategorije koje su rezultat negotivinskih investicionih i finansijskih transakcija takođe čine deo dodate vrednosti.

5. ZAKLJUČAK

Novčani tokovi predstavljaju relevantan instrument za analizu i ocenu performansi kompanija, naročito zbog nižeg stepena subjektivnosti i manje verovatnoće manipulisanja prilikom iskazivanja. Koncept slobodnog novčanog toka je sve češće u upotrebi, kako prilikom vrednovanja, tako i za potrebe kreditora, vlasnika kapitala i menadžmenta. Sposobnost generisanja

novčanih tokova i tokova rentabiliteta i njihov stabilan odnos su pretpostavke dugoročno održivog poslovanja preduzeća. Kratkoročno *FCF* predstavlja slabo merilo vrednosti, ali je na dugi rok opravdano diskontovanje slobodnih novčanih tokova u cilju utvrđivanja vrednosti poslovanja i kapitala preduzeća. Vrednovanje po *FCF* konceptu se smatra najprihvatljivijim u kompanijama koje kontinuirano generišu pozitivan slobodan tok gotovine.

LITERATURA

- [1] Agencija za privredne registre Republike Srbije (2014): *Sto naj ... privrednih društava u Republici Srbiji u 2013. godini*, (pristup: 03.10.2014.), [dostupno na <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/Makrosoapstenja/2013/Binder1.pdf>]
- [2] Agencija za privredne registre Republike Srbije (2013): *Sto naj ... privrednih društava u Republici Srbiji u 2012. godini*, (pristup: 12.10.2014.), [dostupno na <http://www.apr.gov.rs/Portals/0/GFI/Makrosoapstenja/2012/Saopstenje%20TOP%20100-komplet.pdf>]
- [3] Agencija za privredne registre Republike Srbije, *Finansijski izveštaji i bonitet*, (pristup: 31.10.2014.), [dostupno na <http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/objavlivanje.asp>]
- [4] Beogradska berza, *Istorijski podaci tržišnih cena* (pristup: 23.10.2014.), [dostupno na <http://www.belex.rs>]
- [5] Brigham, E., Houston, J., *Fundamental of Financial Management*, Thomson, South-Western USA, 2004, str. 52
- [6] Damodaran, A., *Damodaran o valuaciji – analiza sigurnosti za ulaganje i korporativne financije*, Mate d.o.o., Zagreb, 2010, str. 115
- [7] Lundholm, R., Sloan, R., *Equity Valuation and Analysis with eVal*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2007, str. 128
- [8] Malinić, D., *Cash Flow kao instrument otkrivanja poslovno - finansijskih rizika*, zbornik radova: 40 računovodstva i poslovnih finansija – dometi i perspektive, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2009, str. 53
- [9] Mulford, C., Comiskey, E., *Creative Cash Flow Reporting: Uncovering Sustainable Financial Performance*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, 2005, str. 361
- [10] Penman, S. H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Mc Graw Hill, New York, 2007, str. 125-127
- [11] Stevanović, N., *Koncepti, uloga i konvencionalna analiza dobitka*, Ekonomika preduzeća, spec. br. Tajne bilansa, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2009, str. 101
- [12] Stickney, C.P., Brown, P.R., Wahlen, J.M., *Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation, A Strategic Perspective*, Thompson, South-Western USA, 2007, str. 873-874
- [13] White, G., Sondhi, A., Fried, D., *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey, 2003, str. 87
- [14] Wild, J., Subramanyam, K., Halsey, R., *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2007, str. 37 i 389

USE OF FREE CASH FLOW IN VALUATION – STRENGTHS AND WEAKNESSES

Slavica Stevanović

Institute of Economic Sciences, Zmaj Jovina 12, Belgrade, Serbia, slavica.stevanovic@ien.bg.ac.rs

Abstract:

The cash flow concept provides relevant information that help investors and other stakeholders to make key decisions. Usefulness of the free cash flow concept is primarily related to the valuation of company and common equity. Several models for determining the amount of free cash flow have been identified in the literature and practice, where the choice of the method depends on the purpose of free cash flow. This paper aims to analyze the use of free cash flow in valuation, emphasizing advantages and disadvantages of the concept. In the first part of the paper we focus on the analysis of determinants and uses of free cash flow. After the presentation of calculation methods, in the separate part of the paper author analyzes the acceptability of this accounting category as a measure of the value creation.

Key words:

free cash flow, cash flow from operation, capital expenditures, valuation.