



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET
Časopis "EKONOMSKE TEME"
Godina izlaza XLVIII, br. 1, 2010., str. 105-116
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 601 Fax: +381 18 4523 268

SAVREMENE METODE VREDNOVANJA PREDUZEĆA METE U POSTUPKU AKVIZICIJE

Vladimir Dženopoljac *

***Rezime:** Kod donošenja investicionih odluka, kvalitetno odlučivanje pretpostavlja pravilnu procenu vrednosnog potencijala određene investicione alternative. Preuzimanje preduzeća se može tretirati kao svojevrsan investicioni poduhvat. Za adekvatnu procenu vrednosnog potencijala takve strategijske akcije, bitno je proceniti potencijal stvaranja vrednosti preduzeća mete i mogućnost uklapanja u strategijske planove preduzeća inicijatora preuzimanja. Kvalitet procene vrednosti ciljanog preduzeća ima direktan i neosporan uticaj na uspeh poslovanja novonastale poslovne kombinacije, bez obzira da li se radi o spajanju ili pripajanju. U radu će se prezentovati savremene metode vrednovanja ciljanog preduzeća, i to metod realnih opcija, koji promoviše strategijsko učenje i menadžersku fleksibilnost u odlučivanju, i metod vrednovanja baziran na dodatoj ekonomskoj vrednosti, koja predstavlja široko primenjivano savremeno merilo performansi akcionarskih preduzeća. Radi boljeg uočavanja prednosti i nedostataka navedenih metoda procene vrednosti ciljanog preduzeća biće dati praktični primeri vrednovanja.*

***Ključne reči:** vrednovanje, akvizicija, realne opcije, dodata ekonomska vrednost*

Uvodne napomene

Vrednovanje različitih strategijskih alternativa je bitna aktivnost strategijskog menadžmenta i predstavlja osnovu kvalitetnog menadžerskog odlučivanja i strategijske akcije. Investiciona aktivnost preduzeća je neodvojiva od problematike vrednovanja različitih investicionih alternativa.

* Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet; e-mail: dzenopoljac@kg.ac.rs
UDK 005:330.133; Pregledni rad
Primljeno 05.10.2009.; Prihvaćeno: 16.11.2009.

Kao i svaki drugi poslovni poduhvat, tako i preduzimanje strategija spajanja i pripajanja (engl. *mergers & acquisitions, M&A*) iziskuje upotrebu određenih modela vrednovanja preduzeća mete. Vrednovanje strategija spajanja i pripajanja u svojoj biti ima procenu vrednosnog potencijala ciljanog preduzeća, kako u sadašnjem trenutku, tako i u budućem periodu.

Savremenu paradigmu upravljanja preduzećem možemo okarakterisati kao intenziviranje orijentacije ka konceptima menadžerske fleksibilnosti i maksimizacije vrednosti za vlasnike (akcionare). Menadžerska fleksibilnost podrazumeva dinamičan odnos prema procesu poslovnog odlučivanja, nasuprot tradicionalnom koji je podrazumevao nepromenljivost donetih odluka bez obzira na okolnosti koje su nastupile. Koncept menadžerske fleksibilnosti se konkretizuje kroz primenu metode realnih opcija.

S druge strane, neophodnost stvaranja vrednost za vlasnike podrazumeva uvođenje novog sistema merila poslovnog uspeha koji je sadržan u okviru koncepta menadžmenta zasnovanog na vrednosti (engl. *Value Based Management, VBM*). VBM propagira primenu tzv. savremenih merila performansi koja se baziraju na konceptu ekonomskog, a ne računovodstvenog dobitka. Najznačajnije i našire korišćeno savremeno merilo poslovnog uspeha jeste dodata ekonomska vrednost.

Ovaj rad ima za cilj da predstavi praktičnu primenu savremenih metoda vrednovanja investicionih alternativa, prilagođenu situaciji preuzimanja određenog preduzeća (preduzeća mete, ciljanog preduzeća, engl. *target company*). Pored tradicionalnih metoda vrednovanja baziranih na knjigovodstvenoj vrednosti, tržišnoj vrednosti, slobodnom i diskontovanom novčanom toku, menadžment treba da primenjuje metodu realnih opcija (engl. *Real Options*) i metodu vrednovanja na bazi dodate ekonomske vrednosti (engl. *Economic Value Added, EVA*). Inkorporiranje pomenute dve metode vrednovanja u koncept upravljanja će svakako pozitivno uticati na kvalitet poslovnih odluka, kako u celini tako i u konkretnim slučajevima preuzimanja preduzeća.

Vrednovanje preduzeća mete primenom metode realnih opcija

Realne opcije predstavljaju savremen model vrednovanja investicionih projekata koji je prikladan za upotrebu u neizvesnom i teško predvidivom okruženju. Osnovna vrednost modela je to što uvažava tzv. menadžersku fleksibilnost. Menadžerska fleksibilnost je diskreciono pravo menadžera da uslovljava donošenje budućih odluka prikupljanjem dodatnih

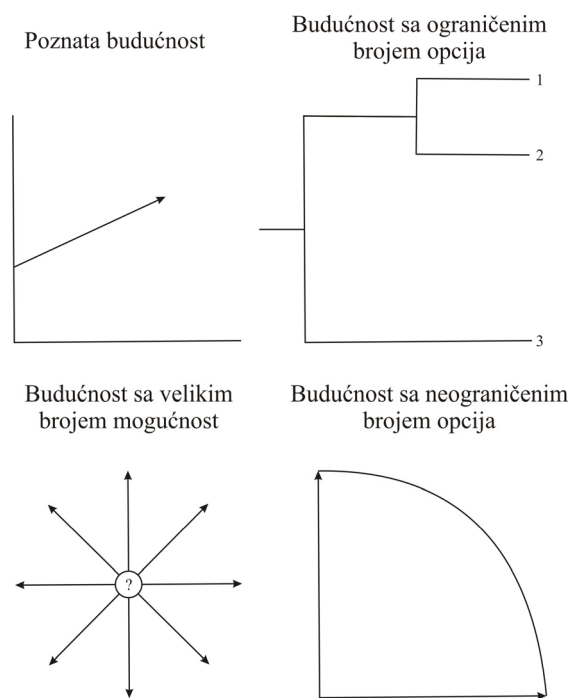
Savremene metode vrednovanja preduzeća mete u postupku akvizicije

informacija o izvoru neizvesnosti projekta [1, str. 374]. Drugim rečima, prilikom vrednovanja određene strategijske opcije koja stoji preduzeću na raspolaganju, neophodno je inicijalnoj proceni vrednosti dodati i moguće promene u odlukama koje su posledica određenih novonastalih okolnosti, a koje mogu doprineti da vrednost datog projekta poraste ili se smanji. Veliki je broj preduzeća koja u svom strategijskom odlučivanju koriste metod realnih opcija. Neke od najpoznatijih kompanija koja primenjuju ovaj metod su *General Motors*, *HP-Compaq*, *Boeing*, *AT&T*. S obzirom da spajanja i pripajanja predstavljaju specifičan vid investicionog projekta preduzeća, pristup realnih opcija se može uspešno primenjivati na vrednovanje ciljanog preduzeća.

Kako bi se na najbolji način prikazao pristup vrednovanja na bazi realnih opcija, prikazaćemo različite vidove strategijske budućnosti preduzeća. Krećući se od najjednostavnijeg oblika strategijske budućnosti pa sve do najneizvesnijeg, raste potreba za korišćenjem modela vrednovanja koji konkretne forme budućnosti na adekvatan način inkorporira u analizu. Osnovne četiri kategorije strategijske budućnosti su [2, str. 504-507]:

- poznata budućnost,
- budućnost sa ograničenim brojem opcija,
- budućnost sa velikim brojem opcija i
- budućnost sa neograničenim brojem opcija.

Poznata budućnost se javlja u retkim situacijama. Radi se o tipu budućnosti gde se primenom logike ekstrapolacije prošlosti može, sa visokim stepenom sigurnosti, predvideti određena pojava. *Budućnost sa ograničenim brojem opcija* podrazumeva da postoji mali broj mogućih ishoda određene strategijske odluke. U okviru tog broja opcija, moguće je izdvojiti prihvatljivije od manje prihvatljivih, što olakšava donošenje odluka. *Budućnost sa velikim brojem opcija* se karakteriše višim stepenom neizvesnosti i potrebom menadžmenta da u značajnoj meri u svoje ponašanje uključi aspekt fleksibilnosti. Ovakva situacija odlikuje grane industrije koje se nalaze u fazi nastajanja. *Budućnost sa neograničenim brojem opcija* je svakako najteža za suočavanje i predviđanje. Radi se o takvim situacijama gde prethodno znanje i iskustvo ne igraju značajnu ulogu, s obzirom da se radi o novim okolnostima i situacijama. Neizvesnost je na najvišem mogućem nivou. Krećući se od poznate budućnosti ka budućnosti sa neograničenim brojem opcija, raste neophodnost postojanja menadžerske fleksibilnosti, a samim tim i značaj upotrebe realnih opcija. Grafički prikaz različitih kategorija strategijske budućnosti je dat na Ilustraciji 1.



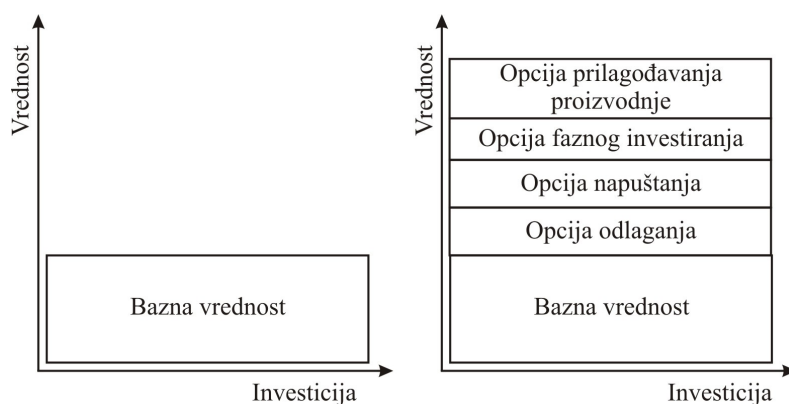
Ilustracija 1 – Kategorije strategijske budućnosti preduzeća [2, str. 505]

Metod vrednovanja na bazi realnih opcija se oslanja na koncept učenja kao veoma bitan element donošenja odluka. Pretpostavlja se da je menadžment preduzeća u stanju da donosi kvalitetnije strategijske odluke kada se smanji nivo neizvesnosti projekta sa proticanjem vremena. Primera radi, analiza bazirana na diskontovanom novčanom toku pretpostavlja donošenje statičke investicione odluke i situaciju gde menadžment kada donese konkretnu odluku nema opciju da je kasnije revidira ili izmeni [3, str. 10]. Međutim, realnost poslovnog odlučivanja je drugačija. Zahvaljujući postojanju menadžerske fleksibilnosti, donete odluke se mogu menjati ukoliko se proceni da će promena doprineti povećanju vrednosti projekta kao celine. Kategorije menadžerske fleksibilnosti (tj. realnih opcija) se odnose na [1, str. 377]:

- opciju odlaganja,
- opciju napuštanja,
- opciju faznog investiranja i
- opciju prilagođavanja proizvodnje.

Savremene metode vrednovanja preduzeća mete u postupku akvizicije

Ove opcije „stoje“ menadžmentu na raspolaganju prilikom ulaganja u spajanja odnosno pripajanja. U situaciji kada se vrši vrednovanje preduzeća mete, menadžment preduzeća inicijatora treba da baznu vrednost investicije uveća za vrednosti koje se mogu realizovati ukoliko se u kasnijem periodu vremena sprovede neka od navedenih strategijskih opcija. Ovo objašnjava situacije preuzimanja preduzeća uprkos činjenici da obračun na bazi diskontovanog novčanog toka ima negativnu vrednost. Menadžerska fleksibilnost doprinosi podizanju potencijala stvaranja vrednosti određenog projekta u budućnosti (Ilustracija 2).



Ilustracija 2 – Tradicionalni pristup vrednovanju projekta i pristup baziran na konceptu realnih opcija [1, str. 376]

Opcija odlaganja se odnosi na mogućnost odlaganja investicije u konkretan projekat (npr. ulaganje u određeni segment poslovanja preuzetog preduzeća nakon integracije) kako bi se prikupile dodatne informacije. U ovoj situaciji se javlja oportunistni trošak u visini izgubljenog gotovinskog priliva od projekta u situaciji da je investicija preduzeta odmah. *Opcija napuštanja* podrazumeva odustajanje od daljeg investiranja u projekat kako bi se izbegli pretpostavljeni budući gubici i realizovala likvidaciona vrednost projekta. *Opcija faznog investiranja* odgovara situacijama gde se investicije odigravaju u više sukcesivnih faza (npr. izgradnja građevinskog objekta). Ulazak u narednu fazu predstavlja opciju koja je određena kvalitetom završetka prethodne faze. Investitor može, u skladu sa novim informacijama, prekinuti ulazak u naredne faze projekta. *Opcija prilagođavanja proizvodnje* je kategorija opcije gde se vrši korigovanje prirode ili obima proizvodnje. Najznačajnije opcije ove kategorije su proširenje ili smanjenje kapaciteta u zavisnosti od kretanja tražnje, produženje ili skraćivanje trajanja proizvodnog procesa u skladu sa potezima konkurencije.

Vladimir Dženopoljac

Godina	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
OPCIJA PREUZIMANJA ODMAH										
NT preduzeća	<i>PROJEKTOVANI NOVČANI TOK PREDUZEĆA METE (milioni dolara)</i>									
Uspešna akvizicija	-300	30	35	40	45	50	55	60	65	
Neuspešna akvizicija	- 300	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	
Ponderisani NT										
Uspešna akvizicija (60%)	0	18	21	24	27	30	33	36	39	
Neuspešna akvizicija (40%)	0	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	
Očekivani NT	-300	16	19	22	25	28	31	34	37	
Očekivana NSV, godina 1-8, 15%										-166
Očekivana RV, 13%, stopa rasta 5%										159
Očekivana ukupna NSV										7

Ilustracija 3 – Vrednovanje spajanja i pripajanja primenom metoda realnih opcija – opcija preuzimanja odmah [4, str. 290]

Na Ilustracijama 3, 4 i 5 je prikazan praktičan primer korišćenja realnih opcija kod spajanja i pripajanja. Radi se o situaciji gde je preduzeće inicijator izvršilo preuzimanje i platilo iznos od 300 miliona dolara.

Neto sadašnja vrednost (NSV) se izračunava pod pretpostavkom da je diskontna stopa 15%. Rezidualna vrednost (RV) projekta se obračunava pomoću modela konstantnog rasta, gde je pretpostavljena stopa rasta 5%. Pored ovoga, treba napomenuti da je menadžment preduzeća inicijatora pretpostavio dva scenarija u pogledu visine gotovinskog toka: gotovinski tok u slučaju uspešne akvizicije i gotovinski tok u slučaju neuspešne akvizicije. Svaki scenario je doveden u vezu sa opcijama da se preuzimanje izvrši odmah, da se odloži ili da se preuzeta firma kasnije proda. NSV opcije odlaganja investicija je diskontovana na kraju prve godine, dok je za druge opcije diskontovanje vrešeno od nulte godine.

Godina	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
OPCIJA KASNIJE PRODAJE										
NT preduzeća	<i>PROJEKTOVANI NOVČANI TOK PREDUZEĆA METE (milioni dolara)</i>									
Uspešna akvizicija	-300	30	35	40	45	50	55	60	65	
Neuspešna akvizicija	- 300	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	
Ponderisani NT										
Uspešna akvizicija (60%)	0	18	21	24	27	30	33	36	39	
Neuspešna akvizicija (40%)	0	-2	-2	150	0	0	0	0	0	

Savremene metode vrednovanja preduzeća mete u postupku akvizicije

Očekivani NT	-300	16	19	174	27	30	33	36	39	
Očekivana NSV, godina 1-6, 15%										-75
Očekivana RV, 13%, stopa rasta 5%										167
Očekivana ukupna NSV										92

Ilustracija 4 – Vrednovanje spajanja i pripajanja primenom metoda realnih opcija – opcija kasnije prodaje [4, str. 290]

Iz pomenutih ilustracija se vidi da je opcija sa najvišim iznosom neto sadašnje vrednosti opcija kasnije prodaje preuzetog preduzeća. Naime, ukoliko se ciljano preduzeće proda ili likvidira NSV čitavog projekta je 92 miliona dolara. Dakle, akvizicija treba da se preduzme uz planiranje prodaje ili likvidacije preuzetog preduzeća [4, str. 291].

Godina	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
OPCIJA ODLAGANJA INVESTICIJE/PREUZIMANJA										
NT preduzeća	PROJEKTOVANI NOVČANI TOK PREDUZEĆA METE									
Uspešna akvizicija	-300	30	35	40	45	50	55	60	65	70
Neuspešna akvizicija	-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ponderisani NT										
Uspešna akvizicija (60%)	0	0	21	24	27	30	33	36	39	42
Neuspešna akvizicija (40%)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Očekivani NT	-300	0	21	24	27	30	33	36	39	42
Očekivana NSV, 15%										-146
Očekivana RV, 13%, stopa rasta 5%										180
Očekivana ukupna NSV										34

Ilustracija 5 – Vrednovanje spajanja i pripajanja primenom metoda realnih opcija – opcija odlaganja preuzimanja [4, str. 290]

Najveća prednost primene metode realnih opcija se ogleda u činjenici da se uzima u obzir menadžerska fleksibilnost u donošenju poslovnih odluka. „Tradicionalne“ metode vrednovanja (npr. diskontovani novčani tok) najčešće pretpostavljaju statičnost i neopozivost donešenih odluka. Međutim, u realnom životu poslovne odluke se donose u veoma promenljivom okruženju koje obiluje izvorima neizvesnosti i menadžment

preduzeća je uvek obazriv u situacijama kada promene u okruženju zahtevaju promene u odlučivanju. Ukoliko bi se ovakve investicione odluke vrednovale primenom determinističkih metoda, čitava tzv. „unutrašnja“ vrednost projekta bi u značajnoj meri bila podcenjena [3, str. 66]. Jedina prepreka na putu efikasne primene metode realnih opcija jeste njena sofisticiranost i neophodnost posedovanja dodatnih znanja menadžment tima.

Vrednovanje preduzeća mete primenom dodate ekonomske vrednosti

Suština primene EVA na vrednovanje strategija spajanja i pripajanja se ogleda u identifikovanju izvora stvaranja vrednosti u ovim transakcijama, kao i vrednovanje strateških odluka. Naime, kompanije stvaraju vrednost tako što investiraju u projekte koji će doneti prinose iznad cene kapitala. Dakle, visina stvorene vrednosti predstavlja razliku između sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova preduzeća i iznosa investiranog kapitala. U ovom smislu, dodata ekonomska vrednost predstavlja periodično merilo stvorene vrednosti od strane preduzeća. Ovo merilo je našlo svoju primenu u okviru vrednovanja performansi kompanija i njihovih strateških poslovnih jedinica, kao i u oblasti formulisanja adekvatnih modela kompenzacija za menadžere koji su, primenom EVA, usaglašeni sa interesima vlasnika akcija.

EVA se dobija kao razlika između neto poslovnog profita nakon odbitka poreza (engl. *Net Operating Profit After Tax, NOPAT*) i troška kapitala (nivo investiranog kapitala pomnožen sa ponderisanom prosečnom cenom kapitala). Kompanija stvara vrednost za svoje vlasnike ukoliko je ova razlika pozitivna u određenom vremenskom periodu. U suštini, pristup vrednovanju baziran na EVA vrši alokaciju jednog dela ukupne neto sadašnje vrednosti projekta (iskazan pomoću sadašnje vrednosti slobodnog novčanog toka) na svaki vremenski period. Vlasnicima akcija će pripasti dodatna vrednost ukoliko se desi nepredviđeni porast u vrednosti EVA [5, str. 84].

Kao ilustraciju vrednovanja ciljanog preduzeća primenom EVA pristupa, koristićemo konkretan primer vrednovanja (Ilustracija 6). U cilju adekvatne procene vrednosti polazi se od dobiti pre odbitka kamata, poreza i amortizacije (engl. *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization, EBITDA*) posmatranog preduzeća za planski period. Nakon oduzimanja iznosa godišnje amortizacije i poreza (uz dodavanje iznosa za uštede u porezima) dobija se iznos neto poslovnog profita posle oporezivanja. Ukoliko se pretpostavi da je ponderisana prosečna cena kapitala 10,03%, dobijaju se odgovarajući iznosi za trošak kapitala koji nam je neophodan za obračun dodate ekonomske vrednosti ciljnog preduzeća.

Savremene metode vrednovanja preduzeća mete u postupku akvizicije

Diskontujući dobijene vrednosti za EVA stopom od 10,03% dobija se sadašnja vrednost EVA (6.377,44) u posmatranom planskom periodu.

Kraj godine	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA	19.901,00	28.699,00	34.711,00	36.205,00	39.112,00	42.052,00
Amortizacija	10.695,00	10.775,00	12.132,00	14.238,00	15.286,00	16.295,00
EBIT	9.206,00	17.924,00	22.579,00	21.967,00	23.826,00	25.757,00
Porez	3.521,00	6.856,00	8.636,00	8.402,00	9.113,00	9.852,00
Poreske uštede	0,00	402,00	331,00	281,00	301,00	322,00
NOPAT	5.685,00	11.470,00	14.274,00	13.846,00	15.014,00	16.227,00
WACC (10,03%)		11.327,00	11.521,00	12.278,00	13.012,00	13.920,00
EVA		143,00	2.753,00	1.568,00	2.002,00	2.307,00
Sadašnja vrednost EVA (10,03%)						6.377,44
Projekcija EVA posle 2011.						168.793,00
Sadašnja vrednost projekcije EVA posle 2011. (10,03%)						104.653,00
Ukupna sadašnja vrednost EVA						111.030,44
Početni kapital						112.906,00
Vrednost ciljanog preduzeća						223.936,44

Ilustracija 6 – Vrednovanje preduzeća mete primenom koncepta dodate ekonomske vrednosti [5, str. 86-87]

Obračun ne bi bio potpun bez uzimanja u obzir potencijala stvaranja vrednosti i nakon obračunskog perioda (posle 2011. godine), koji je izražen projekcijom EVA nakon 2011. godine.¹ Inicijalna vrednost kapitala kompanije je procenjena na bazi korigovanih knjigovodstvenih vrednosti i predstavlja jednu aproksimaciju, mada nema efekata na vrednost preduzeća. Ovo iz razloga jer visoka vrednost početnog kapitala uzrokuje nižu stvorenu vrednost na godišnjem nivou i obrnuto.

¹ Projekcija EVA nakon 2011. = $NOPAT_{2011}(1+g)/(WACC-g) - PV_{2012}(\text{Trošak kapitala})$, gde je g pretpostavljena buduća stopa rasta, a PV predstavlja sadašnju vrednost.

Dobijena vrednost preduzeća u iznosu od skoro 224 miliona dolara predstavlja kvalitetnu osnovu za donošenje odluke da li ući u pregovore o kupovini ili ne. Ovako obračunata vrednost daje jasniju sliku o potencijalu stvaranja vrednosti ciljnog preduzeća, dok istovremeno pruža okvir u kome će se kretati pregovori oko kupoprodajne vrednosti preduzeća mete. Menadžment preduzeća inicijatora svakako ne treba da bazira inicijalnu ponudu na dobijenom iznosu iz razloga što je tržišna vrednost preduzeća mete verovatno na znatno nižem nivou. Dobijena vrednost je korisna prvenstveno iz razloga adekvatnog ocenjivanja atraktivnosti posmatranog preduzeća i uklapanja istog u strategijske okvire preduzeća inicijatora. Glavni nedostatak vrednovanja na bazi dodate ekonomske vrednosti se sastoji u tome da ona ne iskazuje visinu tržišne premije koja treba da se plati. U ovom kontekstu, pristup baziran na EVA će se favorizovati u situacijama kada se preduzima organski rast [6, str. 88]. Ova primedba je upravo povezana sa malopredašnjom konstatacijom da EVA ne može da posluži menadžmentu za donošenje odluke o inicijalnoj ponudi za preuzimanje, već samo kao orijentir u pogledu vrednosnog potencijala mete.

Srž vrednovanja potencijala preduzeća mete predstavlja proces koji obuhvata znatno više neophodnih inputa za odlučivanje nego što to obezbeđuju analize na bazi diskontovanog novčanog toka, vrednosti realne opcije ili pak vrednovanje na bazi dodate ekonomske vrednosti. Najbolja (i najteža) opcija koja bi dovela do realizacije savremenog ultimativnog cilja poslovanja (stvaranje vrednosti za akcionare) jeste biti korak ispred konkurencije, u smislu informisanosti i znanja prepoznavanja slabih signala, gde će menadžment preduzeća inicijatora biti bolji u uočavanju potencijala stvaranja vrednosti kod preduzeća mete i iskorišćavanju tih uočenih šansi. Naime, veoma često se događa da su premije za preuzimanje toliko visoke da ih je veoma teško nadoknaditi iz pozitivnih efekata nastale poslovne kombinacije [7, str. 30-37]. Veoma bitan element prepoznavanja izvora tzv. „skrivenih vrednosti“ u potencijalnim integracijama jeste kvalitetna analiza eventualnih sinergetskih efekata koje nije moguće uočiti analizom prinosnog potencijala ciljanog preduzeća.

Zaključna razmatranja

Preuzimanje preduzeća predstavlja značajnu investicionu aktivnost velikog broja preduzeća. Kao forma eksternog rasta kome je imanentan brži ritam i diversifikacija poslovanja, akvizicije mogu značajno uticati na stvaranje i uništavanje vrednosti celine preduzeća inicijatora. Stvaranje vrednosti direktno zavisi od vidljivih i skrivenih potencijala ciljanog preduzeća koji treba da se što preciznije procene i uključe u proces odlučivanja. Veliki broj metoda stoji menadžmentu na raspolaganju za ove

Savremene metode vrednovanja preduzeća mete u postupku akvizicije

svrhe. Nedostatak tradicionalnih pristupa baziranih na knjigovodstvenim pokazateljima i proceni novčanih tokova preduzeća mete u budućnosti jeste statičnost i nepoštovanje principa stvaranja vrednosti za vlasnike preduzeća inicijatora preuzimanja. Ovi nedostaci se u značajnoj meri minimiziraju primenom metoda realnih opcija i dodate ekonomske vrednosti. Međutim, kao što je to i prikazano u okviru ovog rada, ni ove metode nisu bez nedostataka. Metoda realnih opcija je savremena i, u značajnoj meri, sofisticirana metoda koja iziskuje posedovanje određenog seta dodatnih znanja, dok metoda bazirana na dodatoj ekonomskoj vrednosti poseduje nedostatak u tome što se menadžmentu ne daje jasna predstava o tome koji iznos treba da figurira u inicijalnoj ponudi za preuzimanje. Drugim rečima, EVA pristup daje orijentir menadžmentu u pogledu potencijala stvaranja vrednosti preduzeća mete u budućnosti. Zajednički nedostatak obeju metoda jeste nemogućnost uključivanja efekata po osnovu potencijalne sinergije u analizu. Ovo nikako ne znači da analizirane metode vrednovanja ne treba primenjivati u praksi preuzimanja preduzeća. Međutim, potrebno je proces vrednovanja poboljšati analizom sinergetskih potencijala poslovne kombinacije koja će nastati preuzimanjem.

Literatura

1. Đuričin, D. i Lončar, D. (2007): *Menadžment pomoću projekata*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Beograd
2. Haberberg, A. and Rieple, A. (2008): *Strategic Management – Theory and Application*, Oxford University Press, New York
3. Mun, J. (2002): *Real Options Analysis – Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions*, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey
4. DePamphilis, D. (2005): *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, Third Edition, Elsevier Academic Press, Amsterdam
5. Arzac, E. A. (2008): *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken
6. Pettit, J. (2007): *Strategic Corporate Finance – Applications in Valuation and Capital Structure*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken
7. Parsons, A. J. (1984): *The Hidden Value: Key to Successful Acquisition*, Business Horizons, March/April

**CONTEMPORARY TARGET COMPANY VALUATION METHODS
IN THE ACQUISITION PROCESS**

Abstract: The quality of strategic decision-making process depends on the quality of basic decision inputs. In terms of investment decision-making process, the quality of decision inputs is determined by the adequately evaluated value-creation potential of certain investment alternative. The acquisition of a company can be treated as an investment. In order to properly evaluate the value-creation potential of such an investment it is necessary to assess the value-creation potential of the target company and its alignment with strategic future of acquiring company. We will present two contemporary methods relevant for this field, real options technique, which promotes the concept of strategic learning and management decision flexibility, and method based on economic value added, which represents widely used modern performance measure within corporations.

Key words: valuation, acquisition, real options, economic value added