



STRATEGIJSKI MENADŽMENT

GLAVA 9: OD MENADŽMENTA DO STRATEGIJSKOG MENADŽMENTA

Dr Vukašin Kuč

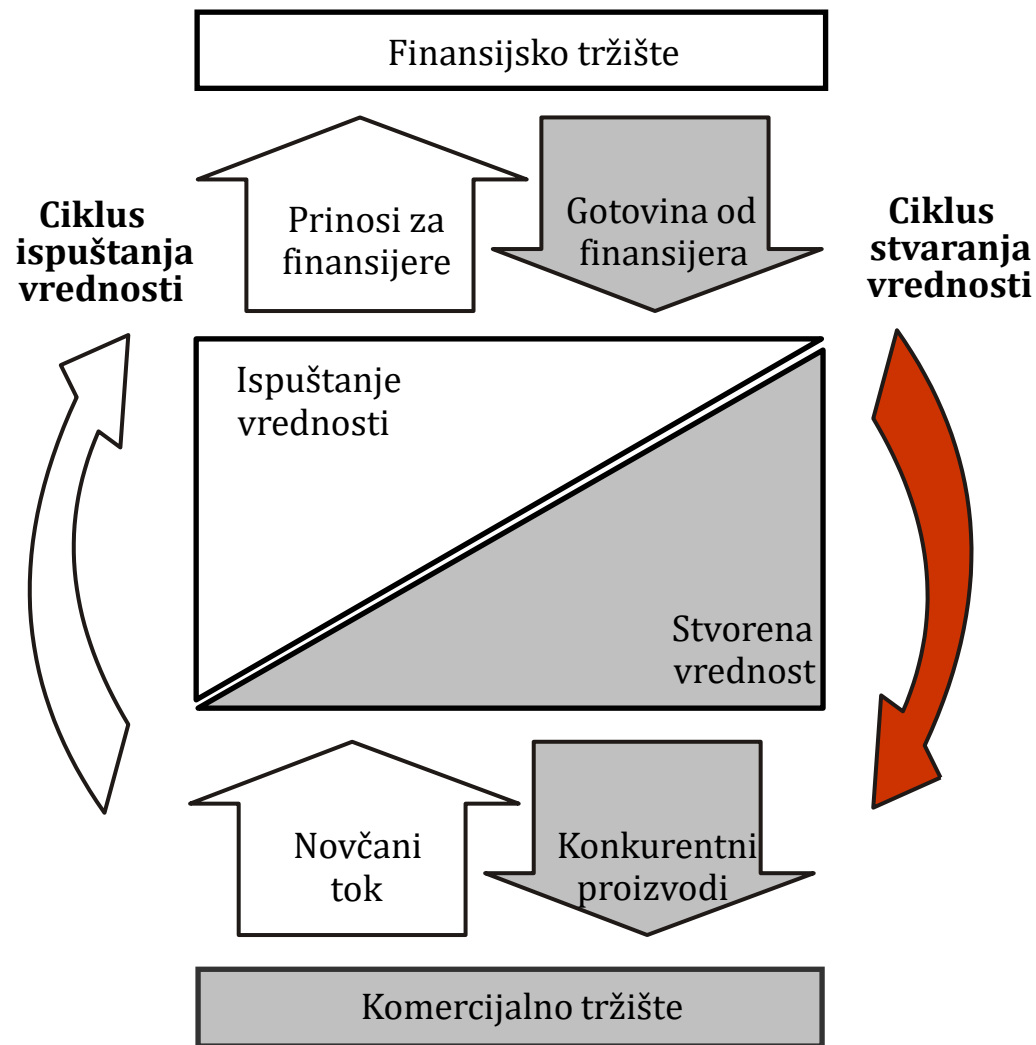
MENADŽMENT VREDNOSTI (VBM)

- VBM – *Value-based management*: metoda upravljanja koja je usmerena na stvaranje vrednosti
- Svrha strategijskog menadžmenta: formulisanje i implementacija strategije koja dovodi do rasta vrednosti preduzeća
 - Jack Welch je u svom 20-godišnjem mandatu uvećao vrednost GE 40 puta
- **VBM je finansijski deo strategijskog menadžmenta**
 - U srcu VBM je procena finansijskih efekata strategije : **da li se stvara vrednost?**
- Vrednost se stvara ako se ostvarenim prinosom pokriva cena kapitala angažovanog u stvaranju tog prinosa ($ROI > CC$)

Merila stvaranja vrednosti

- **EKONOMSKA MERILA** koja baziraju na novčanom toku i ceni kapitala – vodeći indikatori (*lead indicators*)
 - Umesto **računovodstvenih merila** koja baziraju na obračunatom profitu (govore o prošlom uspehu – indikatori sa kašnjenjem) – EPS, P/E
 - “Novčani tok je činjenica, profit je iluzija”
- **Ciklus vrednosti** iz dve perspektive (Ilustracija)
 - “Stvaranje vrednosti” na komercijalnom tržištu
 - Ostvaruje se kupovinom proizvoda od strane kupaca
 - “Ispuštanje (realizacija, oslobađanje) vrednosti” na finansijskom tržištu
 - Ostvaruje se kroz podelu dividendi i rast cene akcija
 - Dinamički balans interesa kupaca i interesa vlasnika

Stvaranje i ispuštanje vrednosti



Vrednost preduzeća

- **Vrednost je stvorena ukoliko je prinos veći od cene kapitala.**
 - $CFROI > CC$ (za one koji mere stvorenu vrednost preko NNT)
 - $ROI > CC$ (za one koji mere stvorenu vrednost preko EVA)
 - Rezultati su komplementarni
- **Imanentna vrednost** = vrednost preduzeća na bazi internog vrednovanja (intrinzična, unutrašnja vrednost)
 - Procena diskontovanog novčanog toka (očekivanog NNT u budućnosti) koju vrši menadžment
- **Tržišna vrednost** = vrednost preduzeća na bazi eksternog vrednovanja
 - Broj običnih akcija x cena akcije
 - Diskontovana vrednost svih budućih novčanih tokova koje predviđaju investitori
 - Cena akcije treba da bude jednaka diskontovanoj vrednosti svih budućih dividendi koje će biti isplaćene vlasnicima

Nova metrika poslovnog uspeha

- Nekada se stvaranje vrednosti merilo pokazateljima kao što su EPS ili P/E
- Novo merilo stvaranja vrednosti je **novčani tok**
- Konzistentan pokazatelj
 - Indikator uspeha prošlih odluka (*lag indicator*)
 - Vodeći indikator (*lead indicator*): projektovanje efekata buduće strategije
 - Indikator uspeha tekućih odluka (*current indicator*)

Merilo 1 stvaranja vrednosti za vlasnike

Dodata tržišna vrednost (MVA)

MVA je razlika između tržišne i knjigovodstvene vrednosti preduzeća

Tržišna vrednost običnih akcija

+ Tržišna vrednost prioriternih akcija

+ Tržišna vrednost duga

- Korigovana knjigovodstvena vrednost kapitala i duga

Dodata tržišna vrednost (MVA)

Preduzeće koje nema dužničke HOV	Broj običnih akcija	Vrednost akcije	Ukupna vrednost
Tržišna vrednost kapitala	100.000	150	15.000.000
Knjigovostvena vrednost kapitala	100.000	110	11.000.000
MVA			4.000.000

Nedostaci MVA

- Izložena uticaju šumova (informacija) na tržištu kapitala (nekontrolabilni faktor vrednosti)
- Ne uvažava eksplicitno cenu kapitala
- Ne može se koristiti u merenju vrednosti manjih organizacionih delova (divizija, SPJ, na primer)
- Nedostaci se prevazilaze upotrebom:
 - EVA
 - UPA (TSR)
 - CFROI

Dodata ekonomska vrednost (EVA)

EVA je razlika između poslovnog dobitka i troškova kapitala

$$\text{EVA} = \text{NOPLAT} - \text{Trošak kapitala}$$

NOPLAT = Poslovni dobitak – Korigovani porez

NOPLAT = Investirani kapital × ROI

Trošak kapitala = Investirani kapital × CC

EVA = Investirani kapital × ROI - Investirani kapital × CC

EVA = Investirani kapital × (ROI - CC)

- Vrednost je stvorena ako je **EVA > 0** (ROI > CC)

Pojam cene kapitala

- Bez obzira na njegovo poreklo (sopstveni ili pozajmljeni), kapital ima svoju cenu.
- Cena kapitala predstavlja stopu prinosa koju potencijalni finansijeri (vlasnici kapitala), traže ili očekuju za uzvrat kako bi svoj novac investirali u preduzeće ili određeni projekat.
- U osnovi cene kapitala nalaze se očekivanja (zadovoljstvo/ nezadovoljstvo).
- Ključni parametar pri donošenju investicionih odluka: samo projekti/ulaganja koja obezbeđuju $ROIC >$ cene kapitala vode stvaranju vrednosti)

Obračun troškova kapitala i EVA

Izvori Finansiranja	Vrednost	Struktura Kapitala A	Cena Kapitala B	Prosečna cena kapitala (A·Bsk + A·Bk)
Sopstveni kapital	1.033.000	92%	15%	13,8
Kredit	90.000	8%	10%	0,8%
Ukupno	1.123.000	-	-	14,6%

Korigovani dobitak posle poreza NOPLAT	305.000
Prosečni troškovi kapitala (1.123.000 ·14,6%)	163.958
EVA	141.047

WACC po delatnostima (na globalnom nivou)

Delatnost	Ke	E/(E+D)	Kd (1-t)	D/(E+D)	WACC
Avio prevoz	9,65%	51,57%	4,01%	48,43%	6,92%
Čelik	11,67%	59,52%	4,29%	40,48%	8,68%
Električna energija	8,72%	49,75%	4,01%	50,25%	6,35%
Elektronika	12,83%	81,81%	4,29%	18,19%	11,27%
Građevinski materijal	9,83%	73,36%	4,01%	26,64%	8,28%
Hotelijerstvo	9,52%	65,44%	4,01%	34,56%	7,61%
Informacione usluge	11,52%	87,08%	4,29%	12,92%	10,58%
Lekovi (farmacija)	12,24%	84,15%	4,29%	15,85%	10,98%
Nafta i gas	12,50%	71,24%	4,01%	28,76%	10,06%
Nekretnine	10,23%	52,92%	4,01%	47,08%	7,30%
Obrazovanje	11,27%	77,72%	4,29%	22,28%	9,71%
Poljoprivreda	8,82%	60,51%	4,01%	39,49%	6,92%
Poluprovodnici	14,85%	86,83%	4,29%	13,17%	13,46%
Prehrambeni proizvodi	8,43%	76,56%	4,01%	23,44%	7,39%
Računari i oprema	13,47%	79,09%	4,01%	20,91%	11,49%
Servis računara	10,95%	80,10%	4,29%	19,90%	9,63%
Softveri (sistemi i aplikacije)	11,79%	89,33%	4,29%	10,67%	10,99%
Zdravstvo (bolničko lečenje)	9,01%	56,20%	4,01%	43,80%	6,82%

Izvor: Damodaran, januar 2020.

Zadatak

Ukupno investirani kapital iznosi 100.000 EUR. Preduzeće se 30% finansira iz kredita, a 70% iz sopstvenog kapitala. Kamatna stopa je 10%, očekivana stopa prinosa akcionara 15% dok poreska stopa iznosi 15%.

- 1) Izračunajte ponderisanu prosečnu cenu kapitala (WACC)
- 2) Izračunajte troškove kapitala
- 3) Izračunajte EVA ukoliko NOPLAT iznosi 20.000 EUR.
- 4) Da li je stvorena vrednost?

Zadatak 2: Udžbenik str. 373 (rešenja na web strani predmeta)

Prednosti EVA

- Obračunava (uvažava) cenu kapitala
- Koriguje poslovni dobitak u finansijskim izveštajima kako bi se ta veličina maksimalno približila novčanim tokovima iz poslovanja (164 korekcije)
- Može se koristiti na nivoima nižim od celine preduzeća

Ukupan prinos za akcionare (TSR)

- Stavlja u odnos zaradu vlasnika sa njegovim ulaganjem u preduzeće
 - Zarada: dividenda i kapitalni dobitak
 - Ulaganje: nominalna vrednost akcija

Isplaćene dividende po akciji + (Cena akcija na kraju – Cena akcija na početku perioda)

Cena akcija na početku perioda

Novčani prinos na ulaganja (CFROI)

- Za razliku od klasičnog ROI, i efekti i ulaganja su izraženi novčanim tokovima

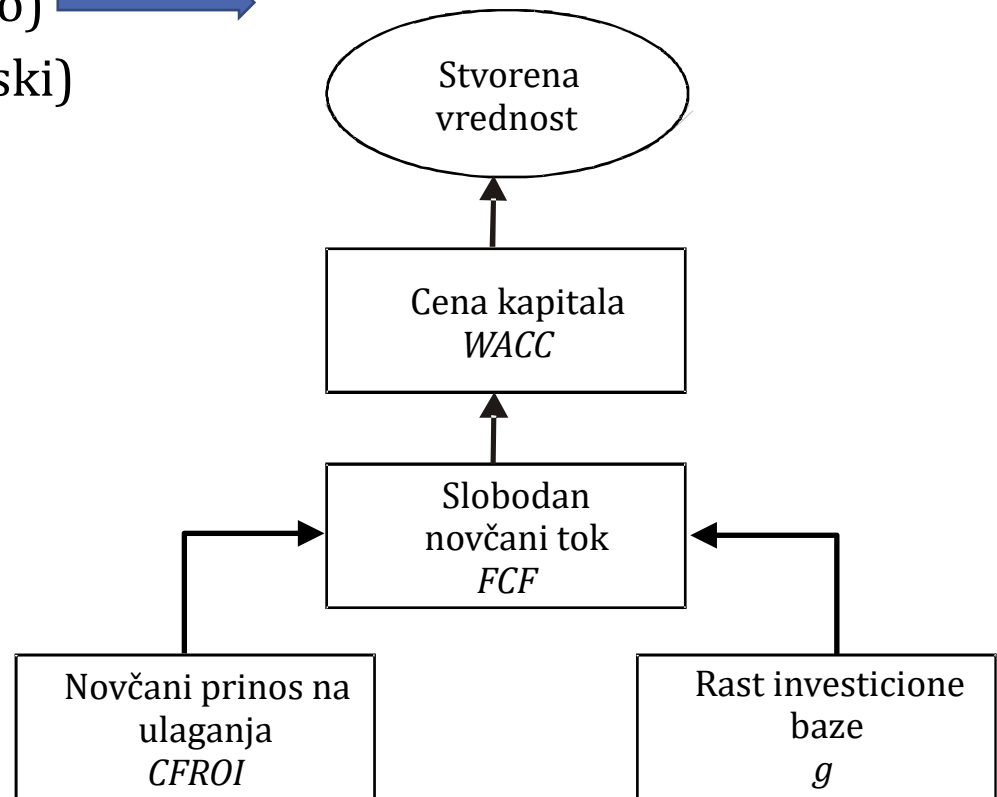
$$\text{CFROI} = \frac{\text{Diskontovani budući novčani tokovi}}{\text{Investirana gotovina}}$$

- Vrednost je stvorena ako je **CFROI** veći od **CC** (*cost of capital*)

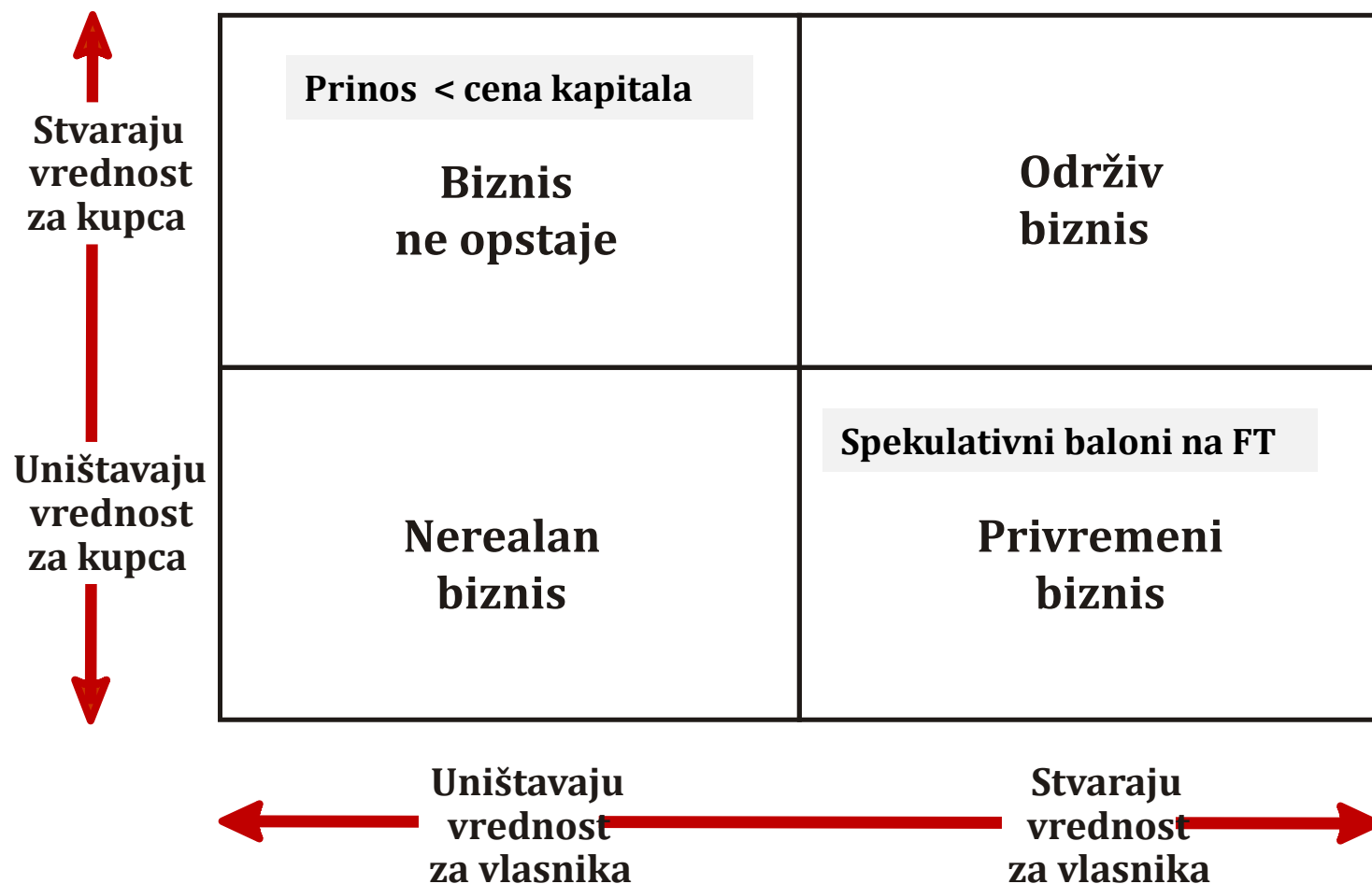
Pokretači vrednosti

- Tri vrste pokretača:

1. Operativni (mikro)
2. Finansijski (makro) →
3. Strategijski (granski)



Matrica intrerese kupaca/interese vlasnika



Matrica rast - vrednost

