

UNIVERZITET SINGIDUNUM

**Departman za
poslediplomske studije**

MASTER RAD

**Računovodstvene analize kao osnova za
poslovno odlučivanje i praćenje rezultata u
akvizicijama i merdžerima**

Mentor:
Prof. dr Milovan Stanišić

Kandidat:
Marija Momčilović 26/2007

Beograd, 2008. god.

SADRŽAJ

Uvodna razmatranja.....	4
-------------------------	---

Prvi deo

Merdžeri i akvizicije kao nosioci razvoja ekonomije i globalizacije tržišta

1.1. Globalizacija tržišta.....	7
1.2. Akvizicije i merdžeri.....	8
1.2.1. Razlika između merdžera i akvizicija.....	9
1.2.2. Talasi merdžera.....	10
1.2.3. Pokretački faktori akvizicija i merdžera.....	12
1.2.4. Razlozi zbog kojih se jedna kompanija odlučuje na prodaju.....	13
1.2.5. Sukobi interesa rukovodstva i deoničara.....	13
1.2.6. Zajednička ulaganja i manjinski interesi.....	14
1.2.7. Valuacija – procenjivanje.....	14
1.2.8. Računovodstveni aspekt.....	15
1.3. Upravljački sistemi u akvizicijama i merdžerima.....	17

Drugi deo

Pojam i značaj Cash flow-a i Analize finansijskih pokazatelja

2.1. Pojam i značaj Cash flow-a.....	19
2.1.1. Sastavni delovi analize Cash flow.....	19
2.1.2. Metode za izradu Cash flow-a.....	20
2.1.3. Modeli procene vrednosti kompanije zasnovani na nov. toku.....	22
2.2. Pojam i značaj Analize finansijskih pokazatelja.....	21
2.2.1. Primena Analize finansijskih pokazatelja.....	21
2.2.2. Nedostaci Analize finansijskih pokazatelja.....	22

Treći deo

Značaj računovodstvenih standarda u funkciji Analize finansijskih pokazatelja i Cash flow-a

3.1. Značaj MRS-a u funkciji finansijskih analiza i primena MRS na kompaniji Carrefour S.A.....	22
---	----

Četvrti deo

Profil kompanije Carrefour S.A.

4.1. Profil kompanije Carrefour S.A.....	26
4.1.1. Finansijski pregled.....	26
4.1.2. Upravljačka struktura.....	27
4.1.3. Pregled tržišta.....	28
4.1.4. Zastupljenost Carrefour-a na ostalim tržištima.....	29

Peti deo

Instrumenti analize kompanije Carrefour S.A.

5.1. Analiza finansijskih pokazatelja na primeru kompanije Carrefour.....	32
5.1.1. Pokazatelji likvidnosti.....	35
5.1.2. Pokazatelji aktivnosti.....	37
5.1.3. Pokazatelji profitabilnosti.....	41
5.1.4. Pokazatelji solventnosti.....	44
5.2. Cash flow analiza.....	47
5.2.1. Poslovne aktivnosti.....	48
5.2.2. Aktivnosti investiranja.....	49
5.2.3. Aktivnosti finansiranja.....	49
5.2.4. Ukupna promena u Cash flow-u.....	51
5.3. Rezultati Analize finansijskih pokazatelja i Cash flow-a.....	53
Zaključna razmatranja.....	56

Uvodna razmatranja

Cilj ovog istraživanja je da pruži osnovni uvid u kompleksnu problematiku transakcija poslovnih kombinovanja i restrukturiranja preduzeća i da razvije sposobnosti ocene stratejske potrebe za istim i efekata pojedinih transakcija kombinovanja i restrukturiranja na vrednost preduzeća.

Kao polazna osnova koristi se sama finansijska analiza, koja je zasnovana na bilansima stanja i uspeha, novčanih tokova i promena na kapitalu koja za cilj ima ispitivanje finansijskog položaja, uspeha i rentabiliteta kompanije. Ona pruža informacije koje su polazna tačka za razna ispitivanja poslovanja i performansi kompanija u funkciji donošenja poslovnih odluka.

U ove svrhe koriste se različiti instrumenti analize, a u centru pažnje ovog istraživanja je Cash flow analiza, kao i Analiza finansijskih pokazatelja. Njima će se tumačiti akvizicije i merđžeri, kako u periodu evaulacije ciljnih kompanija, tako i u postakvizicionom periodu.

Hipotetički okvir za istraživanje zavisi od karakteristika ekonomskog sistema i od prirode pravnog sistema koji daju smernice u procesu restrukturiranja preduzeća, tj kao glavnu hipotezu postavljamo zavisni odnos samih elemenata kombinovanja preduzeća i njenu uspešnost u odnosu na razvijenost ekonomskog i pravnog sistema države. Pravne regulative, međunarodni standardi finansijskog izveštavanja i računovodstva

omogućavaju globalni razvoj tržišta, kontrolu nad takvim globalnim poslovanjem i merljivost rezultata koji su osnova za poslovno odlučivanje.

U okviru ovog istraživanja obrađuju se pitanja vezana za pojedine oblike poslovnog kombinovanja preduzeća, uključujući i merđžere i akvizicije. Sadržaj istraživanja predstavlja razrada pitanja globalizacije tržišta, talasa merđžera i odgovarajuća neophodna podloga u vidu Međunarodnih Računovodstvenih Standarda koje omogućavaju primenu ekonomske i strategijske suštine restrukturiranja; načina procene isplativosti različitih transakcija kombinovanja u skladu sa strategijom preduzeća pomoću Analize finansijskih pokazatelja i Cash Flow-a; razmatranja i ocene internih i eksternih prilika i ograničenja finansiranja, likvidnosti preduzeća; uloge menadžera i mehanizama korporativnog upravljanja u procesima poslovnog kombinovanja preduzeća; očekivanje odgovarajućih efekata transakcija prekombinovanja na akcionare u vidu dividendi i rasta akcija, i dr.

Naučni cilj ovog rada jeste naučna deskripcija u procesu primene osnovnih i izvedenih finansijskih analiza u upravljačkom računovodstvu kompanija. Empirijski deo istraživanja na studiju slučaja daje osnove za izvođenje zaključaka o spoznaji primena analiza kao osnova za poslovno odlučivanje i kontrolu poslovanja.

Društveni cilj ovog istraživanja je da analiza finansijskih pokazatelja i novčanih tokova na studiju slučaja Carrefour kompanije nađe praktičnu primenu i omogući bolje shvatanje:

- uloge menadžera i mehanizama korporativnog upravljanja u procesu kreiranja vrednosti i procesima kombinovanja;
- uticaja ekonomskih, poreskih i zakonskih okolnosti na izbor i ishode merđžera i akvizicija, kao i divesticija;
- primene osnovne procedure procene vrednosti preduzeća i analiziraju uticaj merđžera i akvizicija na vrednost preduzeća pre i nakon istih kroz ocene likvidnosti, profitabilnosti, aktivnosti i solventnosti kompanije;

- prognoza budućeg poslovanja kompanije;

Kako bismo bolje protumačili ove instrumente analize, vrši se istraživanje sadržaja dokumenata na uzorku od 3 uzastopne godine hipotetičko-deduktivnom i statističkom metodom, kao i komparativnom metodom poređenje sa glavnim konkurentom kompanije Carrefour S.A., Tesco-m PLC.

Polazeći od postavljene hipoteze i ciljeva istraživanja proistekla je i odgovarajuća struktura rada.

Prvi deo istraživanja, nakon uvoda o globalizaciji kao posledici neuzastavnog rasta ekonomije, daje detaljnija objašnjenja o merdžerima i akvizicijama, počevši od objašnjenja osnovnih pojmova, preko valuacije preduzeća i računovodstvenog aspekta.

Drugi deo, pod nazivom „Pojam i značaj Cash flow-a i Analize finansijskih pokazatelja“ nastavlja sa predstavljanjem osnovnih pojmova instrumenata analize, podelu, kao i prednosti i nedostatke Cash flow analize i Analize finansijskih pokazatelja i njihovu ulogu u merdžerima i akvizicijama.

Treći deo rada je posvećen međunarodnim računovodstvenim standardima i njihovom značaju u funkciji Analize finansijskih pokazatelja i Cash flow analize. U ovom delu je dat i pregled direktnog uticaja MRS na konsolidovani izveštaj Carrefour-a od 2004. god.

Četvrti deo nas upoznaje sa kompanijom Carrefour, njenom upravljačkom strukturom i kretanjima tržišta. Poseban deo je posvećen akvizicijama i divesticijama Grupe u 2006. god.

Peti deo je konkretna primena Analize finansijskih pokazatelja i Cash flow-a. Poslednji segment ovog rada nosi naziv „Rezultati Analize finansijskih pokazatelja i Cash flow-a“ i u njemu je izvršena prezentacija zaključaka analize o poslovnoj sposobnosti kompanije i uticajima poslovnih kombinacija na istu.

Prvi deo

Merdžeri i akvizicije kao nosioci razvoja ekonomije i globalizacije tržišta

1.1. Globalizacija tržišta

Ekonomska i industrijska globalizacija je povećala internacionalnu konkurenciju rezultirajući neophodnosti promena i prilagođavanja pravnih i ekonomskih sistema država, kako bi mogli da podrže nove zahteve globalnog tržišta.

Do pre 50 godina, SAD je bio najveća industrijska i ekonomska sila. Kompanije u SAD nisu bile ugrožene od stranih kompanije, pa tako nisu morale da budu ni efikasnije, jeftinije i brže od ostalih. Pritom, ekonomija SAD-a je beležila konstantan rast zahvaljujući kapitalnoj moći, pravnim regulativama i tehničkim dostignućima.

Danas je situacija potpuno drugačija. Kompanije iz ostalih zemalja dolaze na američko tržište i obratno. Sve to rezultira jačom konkurencijom na domaćem i stranom tržištu jer su kupcima pružene nove i napredne komunikacione tehnologije, mnogo veći diverzitet proizvoda koji se konstanto menja i napreduje.

„Svet brzo prerasta u jedno jedino tržište“ *

Fluidno globalno tržište kapitala, značajna smanjenja poreza na uvoz i bescarincke zone, tehnička dostignuća, kao i elektronska trgovina, kupcima su omogućili dostupnost inostranih tržišta koja su im nekada bila van domašaja.**

*www.antitrust.com

**Michael Porter, Competition in Global Industries 2-3 (1986)

Takođe, pad komunizma i konsekvantne reforme tržišta tranzicione ekonomije dale su osnovu za multilateralne organizacije poput World Trade Organization (WTO), sporazume poput North American Free Trade Agreement (NAFTA) kojim je regulisana zona slobodne trgovine, kao i interesne zajednice poput European Union (E.U.)

Razvojem globalnog tržišta, države su promovisale globalnu konkurentnost kroz povećanje međunarodne trgovine, dok su sa druge strane morale da podrže razvoj pravnog i regulacionog sistema kako bi obezbedili industrijsku konkurentnost.

„Antitrust laws“ ili antimonopolski propisi tj zakoni o zaštiti potrošača i konkurencije, stvoreni su kako bi promovisali konkurentnost i zaštitili tržište od monopolizma.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)* proučavaju indekse kojima se pokazuje učešće internacionalnih korporacija:

- odnos stranog kapitala i ukupnog kapitala
- odnos prodaje stranih kompanija i ukupne prodaje
- odnos zaposlenih u stranim kompanijama u odnosu na ukupnu zaposlenost

1.2. Akvizicije i Merdžeri

U ovom radu istraživanje će biti fokusirano na akvizicije i merdžere (skraćeno: M&A). Kao takvi, zahtevaju definiciju pojmova.

Merdžeri i akvizicije su termini koji se odnose na aspekt korporativne strategije, korporativnih finansija i upravljanja kojim se kombinuju dva ili više zasebnih

*UNCTAD, World Investment Report 2004, The Shift Towards Services, Overview, United Nations, New York/Geneva, 2004

kompanija u jednu sa jedinstvenim rukovodstvom i jednim vlasništvom sa ciljem pomoći i finansijskoj podršci razvoja date kompanije u određenoj industriji.

Klasifikacija merdžera:

- Horizontalne integracije – odnose se na dve kompanije koje se spajaju, a imaju sličan proizvodni program u istoj industriji, tj istu vrstu poslovanja.
- Vetikalne integracije – nastaju kada se kombinuju dve kompanije koje se bave proizvodnjom u istoj delatnosti, ali u različitim stadijumima proizvodnje
- Kongenerički merdžeri – nastaju kod dve kompanije iz iste industrije koje nemaju iste kupce/prodavce ili dobavljače (npr banka i lizing kompanija)
- Konglomeratski merdžeri – nastaju kada se kombinuju dve kompanije iz različitih industrija

1.2.1. Razlika između Merdžera i Akvizicija

Iako se ova dva izraza često koriste kao sinonimi, između njih postoji razlika.

Akvizicija je proces statusne promene korporativnih preduzeća kod kojeg jedna kompanija preuzima drugu i jasno proglašava sebe za novog vlasnika ili sticaoca. Sa pravne tačke gledišta, stečena kompanija prestaje da postoji.

Sa druge strane, merdžeri nastaju kada se dve kompanije, često slične veličine, spoje u jednu kompaniju. Ovakav način statusne promene se često naziva „spajanje jednakih ili prijateljsko preuzimanje“. Pritom, akcije nekadašnje dve kompanije postaju zamenjene novoizdatim akcijama novonastale kompanije (npr Daimler-Benz i Chrysler su prestali da postoje kada je nastala nova merdžovana kompanija Daimler Chrysler).

Glavna odlika merdžera je da je takav način kombinovanja u najboljem interesu obe kompanije. Međutim, čest je slučaj da neki oblik restrukturiranja bude

proglašen merdžerom iako u suštini dolazi do klasične akvizicije, dakle stečena kompanija ne želi da bude kupljena.

Imajući u vidu da je SAD zemlja koja je do pre 50 godina bila vodeća ekonomska sila, koreni akvizicija i merdžera potiču upravo odatle.

1.2.2. Talasi merdžera

Za akvizicije i merdžere je tipično da su se javljali u ciklusima sa veoma jakom aktivnošću iza kojih su sledili periodi veoma retkih akvizicija i merdžera.

Sledi pregled talasa M&A prema M. Liptonu*.

Takvih ciklusa ili talasa je bilo 5 od njihovog nastanka:

1. Prvi talas merdžera (1897-1907)

Prvi talas merdžera je sledio nakon Velike Depresije 1883. god. On je uključivao mnogo horizontalnih merdžera, tako da su pogođene industrije postale dosta koncentrisane. Klasičan primer je U.S. Steel sa Carnegie Steel i više od 700 manjih firmi, tako da su kontrolisali 70-80% proizvodnje gvožđa u SAD-u. Tako su mnoge velike kompanije u SAD-u proglašene za monopoliste gde su pritom prekršile odredbe Sherman Antitrust zakona.

2. Drugi talas merdžera (1916-1929)

Počeo je za vreme I Svetskog rata sve do kraha američke berze 29. oktobra 1929. Vlada, poučena iskustvom iz prvog talasa, donosi na snagu još jedan antimonopolski akt, Clayton Act, tako da su merdžeri drugog talasa bili uglavnom vertikalni.

*Martin Lipton, Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries, 2006

3. Treći talas merdžera (1965-1969)

Treći talas se odlikuje ekonomskim prosperitetom SAD-a koji je dao ekonomsku moć kompanijama da mogu da preuzimaju druge kompanije. Ovaj talas karakterišu merdžeri između nepovezanih kompanija, poznati kao konglomeratarni. Takođe, horizontalni merdžeri ovog talasa, bili su pod strogom kontrolom novodonesenog akta Celler-Kefauver.

4. Četvrti talas merdžera (1981-1989)

Sa predsedništvom R.Regana i ekonomskim prosperitetom ovog perioda, kreće i četvrti talas merdžera, koji su znatno veći od svih prethodnih i mere se u milijardama. Iako je većina ovih merdžera komunicirana kao „prijateljska“, pretpostavka je da se zaista radilo o neprijateljskim preuzimanjima kada je i izraza „corporate raider“ (korporativni jahač) ušao u američke rečnike. Dug je postao naširoko povezan sa finansijskim merdžerima.

5. Peti talas merdžera (1993-2000)

On kreće sa predsedništvom Bila Klintona. I njega kao i četvrti talas odlikuju veliki merdžeri, ali ovog puta, neprijateljska spajanja su svedeni na minimum.

Takođe, dok su merdžeri četvrtog talasa bili vođeni kratkoročnim ciljevima, peti talas odlikuje dobro planirana dugoročna strategija.

Trenutno po nekim procenama traje i šesti talas merdžera čije se transakcije mere i do 3.4 biliona dolara u 2006.god. Među glavnim faktorima su globalizacija, podrška vlade pojedinih zemalja (npr Francuska, Italija, Rusija) da se stvore moćni nacionalni i globalni šampioni, zatim finansiranje uz male kamate, kao i ogromni rast kapitalnih i investicionih fondova.

Upravo kroz ovaj prikaz talasa merdžera, vidi se njihov razvoj tokom

vremena, ali se mora priznati da akademska istraživanja ovih pojava nisu uspela da održe korak za njima. Da bi se u potpunosti proučila jedna ovakva pojava, neophodno bi bilo da se obavi jedno interdisciplinarno istraživanje koje bi dalo kompletan pregled sa svih strana uključujući strategijski menadžment, međunarodno pravo, menadžment ljudskih resursa i naravno, finansijski i računovodstveni aspekt.

1.2.3. Pokretački faktori akvizicija i merđžera

Sledeći razlozi* su se pokazali kao ključni za odlučivanje kompanija da je vredno ući u proces poslovnog kombinovanja, bilo akvizicija, bilo merđžera:

- ekonomija okvira ili diverzifikacije, ekonomija obima, akvizicija tehnologije i vertikalna integracija iz razloga upravljanja kvalitetom ili snabdevanja, niži troškovi za istraživanja.
- proširivanje tržišnog udela, širenje izbora proizvoda, sticanje pristupa novim tržištima, eliminisanje konkurencije, vertikalna integracija iz razloga i potreba distribucije.
- veća tržišna vrednost nove kompanije od tržišne vrednosti kompanije koje posluju kao nezavisni entiteti, sinergija kompanija, smanjenje proizvodnih troškova (dupliranih odeljenja, itd) nasuprot istom prilivu novca i prodaji što rezultira povećanju neto dobitka, deonice i aktiva ciljne kompanije su ispod cene, deonice kompanije koja vrši akviziciju su precenjene, primena upravljačkih veština na poslovanje ciljne kompanije, akvizicija veština i umeća za primenu na poslovanje usvajačke firme, sprečavanje nekog konkurenta da usvoji ciljnu kompaniju, poreske koristi i olakšice, izbegavanje uplitanja vlade, diversifikacija poslovnog rizika, građenje imperije, tehnička podloga, akcijski kapital ima veću ulogu i nije spreman da toleriše slabe performanse menadžmenta.

* Dr Milutin Ćirović, Fuzije i akvizicije, Prometej, Novi Sad 2004

1.2.4. Razlozi zbog kojih se jedna kompanija odlučuje na prodaju

Ovo kratko poglavlje obrazlaže šta je to što savremenog samosvesnog vlasnika, menadžera ili akcionare odlučuje na korak prodaje kompanije:

Vlasništvo: 1) vlasnik želi da diverzifikuje rizik 2) vlasnik želi da smanji probleme sa porezom

Menadžment: 1) menadžer pred povlačenjem bez očiglednog naslednika 2) slabi poslovni izgledi pod upravljanjem trenutnog rukovodstva

Deo grupacije: 1) ne uklapa se u poslovanje/strategiju grupacije koja će da izvrši prodaju 2) prodaja čini da grupacija koja prodaje bude manje privlačna za grabljivice 3) ima neodložnu potrebu za ekstra izvorom finansiranja

Mešoviti razlozi: 1) potreba za ekonomijom obima 2) akcije grupacije koja prodaje su "iznad cene" 3) povećava se cena akcijskog kapitala i jača afirmacija akcijske vrednosti čime se smanjuje rizik za postojeće poverioce. Smanjivanjem ukupnog rizika jednog preduzeća integracija može da podstakne menadžerstvo da uveća finansijski leveridž.

1.2.5. Sukob interesa rukovodstva i deoničara

Grupacije koje vrše akviziciju moraju da plate licitacionu premiju od oko 25% na prodavčevu cenu deonice (pre licitacije), što može da apsorbuje skoro sve dobiti od integracije, ostavljajući nimalo ili možda malo dobiti, za deoničare u grupaciji koja vrši akviziciju. Menadžeri uglavnom dobijaju bonuse vezane za performanse kompanije koje utiču na akcijsku vrednost kompanije i veličinu iste, dok deoničari žele dobru stopu povraćaja, tj prinosa na akcijski kapital. Iz tog razloga deoničari više od menadžera priželjkuju viši ratio isplate dividende. Menadžeri koji ne uspeju da maksimiziraju deoničarski imetak moraju da raspišu licitaciju. Upravo raspisivanje licitacije bi mogla da bude dobit za one koji je organizuju. Njima se otvara mogućnost da uposle nove menadzere da vode bolje poslovanje ili da sami to učine ili da prodaju delove preduzeća.

1.2.6. Zajednička ulaganja i manjinski interesi

Ukoliko neka kompanija želi da se proširi ili prodre u neku stranu zemlju može to učiniti putem zajedničkog ulaganja ili manjinskog interesa. Kod zajedničkog ulaganja svaki od partnera drži 50% akcijskog kapitala. Prema "akcijskoj osnovi", bilansi prikazuju tu investiciju po ceni/trošku plus bilo koji udeo zadržane dobiti, dok račun dobitka i gubitka tj. bilans uspeha izveštava o udelu dobiti ili gubitaka (ne samo o dividendi koja je primljena). Kod manjinskog interesa, primenjuje se "akcijska osnova" samo ako je udeo akcijskog kapitala najmanje 20% (u združenoj kompaniji).

1.2.7. Valuacija - procenjivanje

Kompanija koja vrši akviziciju može da posmatra akviziciju kao projekat kapitalnog investiranja. Iznos te investicije je nabavna cena, plus bilo koji ekstra iznos koji kupac planira da investira u poslovanje, uključujući prestruktuiranje troškova, umanjeno za očekivane raspoložive iznose bilo kakvih sredstava koja se pokaže u višku.

Prema prof. dr. S. Đorđeviću*, navešćemo samo nekoliko modela sa podkategorijama po kojima može da se proceni vrednost preduzeća bez daljeg zalaženja u definicije:

1. Modeli fer vrednosti imovinskih delova i obaveza zasnovanih na proceni imovine i obaveza

- knjigovodstvena vrednost preduzeća
- korigovana (prava) vrednost preduzeća
- reprodukciona vrednost preduzeća
- likvidaciona vrednost preduzeća

*Prof.dr Slaviša M. Đorđević „Poslovne kombinacije-računovodstveni aspekt“, Ekonomski fakultet Priština, 2007

2. Modeli procene zasnovani na neto dobitku (mere vrednost preduzeća na osnovu zarađivačke moći)
3. Modeli procene zasnovani na novčanom toku (najčešće se koristi kod procenjivanja nadoknade kada je ciljno preduzeće deoničarsko društvo). Prof S. Đorđević navodi i shvatanje Allday,J, po kome je ovaj model korisniji za ocenu efikasnosti kapitalnih projekata, što jeste stav i ove teze o čemu će više reći biti kasnije.

1.2.8. Računovodstveni aspekt

MRS 22 *Računovodstveno obuhvatanje poslovnih kombinacija* je standard čiji je cilj računovodstveni tretman poslovnih kombinacija, bilo sticanja jednog preduzeća od strane drugog ili u ređim slučajevima udruživanje interesa kada se sticalac ne može prepoznati, dok je u *MSFI 3 – Poslovne kombinacije* uređeno procenjivanje imovine i obaveza u finansijskim izveštajima u slučaju statusnih promena.

Jednostavna definicija je data u knjizi *Poslovne finansije** u kojoj se navodi da kada preduzeće kupuje sve deonice u nekom drugom, računovodstveno se takva integracija obrazlaže kao akvizicija. Razlika između kupovne i nabavne cene tretira se kao nematerijalna fiksna aktiva (goodwill) i otpisuje se kao trošak na teret dobiti posle oporezivanja tokom perioda od najviše 20 godina.

Prema navodima u Privrednom Savetniku br. 13 iz 2008. god. daje se sledeća definicija akvizicije, tj „spajanja uz pripajanje“: Spajanje uz pripajanje je statusna promena kojom jedno društvo prestaje da postoji bez likvidacije prenoseći drugom postojećem društvu celu svoju imovinu i obaveze (društvo sticalac), u zamenu za izdavanje akcija ili udela akcionarima ili članovima društva preostalog spajanjem od strane društva sticaoca, a ako je potrebno i novčanu doplatu koja ne prelazi 10% nominalne vrednosti tako izdatih akcija ili njihove računovodstvene vrednosti kod akcija bez nominalne vrednosti.

*Poslovne finansije, Prof. Dr D. Krasulja i Prof. Dr M. Ivanišević, Ekonomski fakultet u Beogradu, 1999

Kada dve grupe deoničara u različitim preduzećima A i B koja se kombinuju dobijaju deonice u novonastaloj grupaciji C to se tretira kao integracija ili merdžer ako ni A ni B ne nosi dominaciju u novoj grupaciji, zatim ako vlasnici deonica i firme A i B dobijaju akcije u novoj grupaciji za svoje ranije deoničarske udele.

Menadžeri Firmi A i B združuju se u rukovođenju novonastalom grupacijom i pritom niko ne portretiše ni A ni B kao “pribavljača” ili “aktiviranu stranu”.

Drugim rečima, prema Privrednom Savetniku, za ovakvu vrstu integracije, koristi se termin „spajanje uz osnivanje” ili „fuzija” po dr Milutinu Ćiroviću, po kome dva ili više privrednih društava prestaju da postoje bez likvidacije prenoseći celu svoju imovinu i obaveze u zamenu za izdavanje od novog društva akcija ili udela akcionarima ili članovima preostalog društva.

Računovodstvo u slučaju merdžera razlikuje se od računovodstva akvizicije po sledećem: 1. Kombinuje sredstva A i B i njihove poverioce uvažavajući ranije knjigovodstvene vrednosti, pa nema razlike koje se obrazlaže reputacijom. 2. Kombinuje profite A i B za čitav period integracije i vrši preformulaciju profita za ranije periode 3. Ostavlja kombinovanu zadržanu dobit A i B na raspolaganju za plaćanje dividendi od strane nove grupacije 4. Uključuje sve nove deonice čije je izdavanje deo ukupnog sporazuma po njihovoj nominalnoj vrednosti 5. Kao promenu u rezervama tretira svaku razliku između akcijskog kapitala nove grupacije i ukupnog akcijskog kapitala A i B.

Odredbom člana 379. Zakona o privrednim društvima propisano je da svako privredno društvo koje učestvuje u statusnoj promeni sačinjava finansijski izveštaj prema stanju na dan obračuna spajanja, podele ili odvajanja, a prijava za registraciju statusne promene podnosi se najkasnije u roku od 8 meseci od dana navedenog obračuna.

1.3. Upravljački sistemi u Akvizicijama i Merdžerima

U ovom radu, akcenat će biti stavljen na finansijski i računovodstveni aspekt A&M, a imajući u vidu da internacionalni merdžeri predstavljaju još veći izazov i dinamičniji su od domaćih, upravo zbog razlika u pravnim, ekonomskim i kulturološkim sistemima zemalja, kako se navodi u jednom istraživanju Žurnala internacionalnog menadžmenta*. Ovakav pristup i opštiji strategijski, kulturološki aspekt menadžmenta daje i Roberts,1990.

Po ovo istraživanje, relevantniji je rad profesora M. Granlund sa Univerziteta u Finskoj** koji je na studiju slučaja, koji prolaze proces integracije dve kompanije Proco i Unico u jednu kompaniju, izvodio zaključke.

Njegovo istraživanje se fokusira na dva glavna problema:

1. Uloga upravljačkog računovodstvenog sistema u procesu spajanja dve kompanije, a posebno u korporativnoj kulturi (tvrdjenje je da upravljački računovostveni sistem može znatno da olakša proces integracije dve kompanije posebno imajući u vidu da nastaju mnogi problemi u kontroli poslovanja kada kompanija raste pošto dolazi do sukoba različitih korporativnih kultura)
2. Kako nastaje novi upravljački sistem nakon spajanja dve jake kompanije koje su imale podjednako dobro učvršćene upravljačke sisteme?

Podaci za ovo istraživanje dolaze iz nekoliko izvora. Prvi su iz rezultata finansijskih analiza, drugi iz internih kompanijskih izveštaja kao što su interni bileti, budžeti, investicioni planovi, interne analize profitabilnosti, treći izvor su intervjui,...

*Journal of International Management, „Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions”, K. Shimizu, M.A.Hitt, D.Vaidyanath, V.Pisano

** “Managment accounting system integration in corporate mergers”, case study

Zaključak je da je proces integracije računovodstvenih sistema ove dve kompanije bio veoma dug i komplikovan iako je sam tehnički proces bio veoma jednostavan i sprovodila ga je jedna osoba, Kontrolor grupe. Krajnji zaključak istraživanja je da danas postoji jedan sistem koji dobro funkcioniše, ali je trebalo dosta vremena da se postigne željeni efekat.

Na osnovu ovog istraživanja, dolazi se do zaključka da postoje mnogi nedostaci i problemi nakon integracija kompanija, poput kulturnih razlika između dve posmatrane kompanije, nedostatka integracionog planiranja po obavljenoj fuziji, ali da dobro integrisan sistem interne kontrole, procesa i poštovanja standarda pomažu kontroli poslovanja ovako velikih kompanija.

Upravo zbog toga nije redak slučaj da pored redovne revizije na kraju godine, u septembru ili oktobru tekuće godine pred-revizija obavi kontrolu procesa u kompaniji koja obuhvata celokupno poslovanje kompanije od nabavke, prodaje, IT sistema i podrške, računovodstva, pa sve do kontrolisanja procesa u kontrolingu. Na taj način se obezbeđuje transparentnost poslovanja i smanjenje informacione asimetrije koja je česta u slučajevima odnosa internih i eksternih korisnika podataka.

Razvoj ekonomskih procesa prati u stopu i razvoj informacione tehnologije koji svojim usavršavanjem omogućava efikasno poslovanje. Tako je razvijen je sistem SAP koji omogućava istovremeni rad više klijenata/kompanija, laku izradu konsolidovanih izveštaja kao i kastomizaciju po standardima IFRS i američkog GAAP, pored lokalnih zakona.

Pored M.Granlunda, korporativnim merdžerima i njihovim računovodstvenim sistemima su se bavili još i Gaughan, Kapel, Bethel, Jensen, Grant, DeAngelo, Lubatkin, Datta, Jones, i drugi. Od naših domaćih stručnjaka, monografija dr S. Dorđevića „Poslovne kombinacije-računovodstveni aspekt“ je ta koja je dala inspiraciju za ovo istraživanje, kao i rad profesora Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Prof. dr Milorada Ivaniševića.

Drugi deo

Pojam i značaj računovodstvenih analiza Cash flow-a i Analize finansijskih pokazatelja

2.1. Pojam i značaj Izveštaja o novčanim tokovima*:

Pošto je postalo jasno da Bilans uspeha ne može da pruži adekvatne informacije o novčanim tokovima, 1991. Velika Britanija uvodi standard FRS 1 kojim obavezuje sve osim malih preduzeća da izrađuju i objavljuju Izveštaj o novčanim tokovima. Ovaj standard je i internacionalno priznat 1994. od strane International Accounting Standards Committee-a (IASC) i obelodanjen u okviru MRS 7**.

2.1.1. Sastavni delovi Izveštaja o novčanim tokovima:

1. *Poslovne aktivnosti* (sadrži sve novčane prilive i odlive koji se odnose na poslovne aktivnosti).
2. *Aktivnosti investiranja* (ovaj deo izveštaja o novčanim tokovima se bavi svim aktivnostima kojima se stiče/otuđuje dugoročno sredstvo. Takođe, ovaj deo obuhvata i sve prilive/odlive koji dolaze kao posledica dugoročnih finansijskih ulaganja u druge kompanije, što je za ovaj rad posebno značajno).
3. *Aktivnosti finansiranja* (obuhvata sve novčane transakcije koje se bave dugoročnim finansiranjem kompanije i dovode do promene u visini sopstvenog i pozajmljenog kapitala. MRS 7 dozvoljava da se u ovaj sektor uključe isplate dividendi).

*Pojmovi Izveštaj o novčanim tokovima i Cash flow imaju potpuno isto značenje i biće podjednako zastupljeni u ovom radu.

**Peter Atrill & Eddie McLaney, "Accounting and Finance for Non-Specialists, fifth edition, (Prentice Hall, Financial Times), Essex, England 2006

Kao završni deo Izveštaja o novčanim tokovima imamo *neto povećanje ili smanjenje u novcu i novčanim ekvivalentima za dati period.*

2.1.2. Metode za izradu Izveštaja o novčanim tokovima:

1. *Direktna* (tok odliva ili priliva za određeni period).
2. *Indirektna* (koristi podatke iz Bilansa uspeha i Bilansa stanja i polazeći od Neto profita, koriguje za iznos amortizacije koja je negotovinska poslovna promena, zatim korekcija obrtnih sredstava (kupci, zalihe i dobavljači), da bi se na kraju korigovali troškovi poreza, kamata i dividendi).

Razlika između Direktne i Indirektne metode je samo u Poslovnom delu Izveštaja, dok su Investicioni i Finansijski isti kod obe metode.

2.1.3. Modeli procene vrednosti kompanije zasnovani na novčanom toku

Već ranije je spomenuto da je jedan model procene vrednosti preduzeća zasnovan na novčanim tokovima. Procene budućih gotovinskih tokova tog projekta trebalo bi da uzmu u obzir sinergiju, ili druge očekivane promene, kao i da dopuste dalje investicije. Onaj ko aktivira možda takođe hoće da predvidi neku terminalnu vrednost vezanu za neki datum u dogledno vreme.

Da bi se procenila maksimalna nabavna cena koju vredi da plati, kupac može da eskontuje procenjene buduće gotovinske tokove na sadašnju vrednost. Diskontna stopa bi trebalo da predstavlja stopu povraćaja koja se koristi za konvertovanje budućih novčanih priliva i odliva na sadašnju vrednost. Prema Gaughan-u*, što je investicija rizičnija, diskontna stopa je viša i daje nižu sadašnju vrednost projektovanih tokova gotovine. Krajnji je zaključak da je diskontovana vrednost prospektivne ciljne korporacije na dan procene, korigovana za iznose priliva i odliva gotovine, daje vrednost sopstvenog kapitala ciljne korporacije.

*Prof.dr Slaviša M. Đorđević „Poslovne kombinacije-računovodstveni aspekt“, Ekonomski fakultet Priština, 2007, 136 str

Ona međutim ne daje njenu vrednost kao samostalnog entiteta, već vrednost koju će ona imati kao sastavni deo ili podružnica sticateljske korporacije.

2.2. Pojam i značaj Analize finansijskih pokazatelja

Analiza finansijskih pokazatelja „bazira se na određenim komponentama položaja bilansa stanja i bilansa uspeha i sračunata je na identifikovanje i ocenu finansijskog položaja (likvidnosti, sigurnosti i aktivnosti) i rentabiliteta poslovanja preduzeća“*.

2.2.1. Primena analize finansijskih pokazatelja

Finansijski pokazatelji imaju takve karakteristike da omogućavaju širok spektar primene koja koristi kako menadžmentu, tako i eksternim korisnicima, tj kreditorima koji planiraju ulaganje u kompaniju ili kupovinu iste:

- Uporedivost rezultata različitih kompanija
- Uporedivost rezultata iste kompanije kroz period od više godina – *trend poslovanja*
- Uporedivost rezultata iste kompanije pre i nakon akvizicija
- Uporedivost prema grani industrije izražena statističkom metodom
- Procena rizika ulaganja, tj predviđanje stope prinosa
- Procena finansijskih performansi ciljne kompanije
- Procenat zaduženosti
- Sposobnost kompanije da odgovori budućim obavezama
- Prognoze budućeg poslovanja
- Prognoze stečaja kompanije
- Pokazatelj tržišne vrednosti akcija
- Otkrivanje slabih tačaka poslovanja
- Otkrivanje uzroka slabih tačaka poslovanja ili slabijih performansi delova kompanija

* Prof. Dr R. Radovanović, Prof. Dr Kata Škarić-Jovanović, „Finansijsko računovodstvo“, Ekonomski Fakultet, Beograd, 1999.godine

2.2.2. Nedostaci Analize finansijskih pokazatelja

Ograničenja Analize finansijskih pokazatelja su sledeća:

- o Pokazatelji su verodostojni samo onoliko koliko su verodostojne i finansijske analize koje su njihova osnova.
- o Pokazatelji imaju ograničeno polje posmatranja.
- o Za pojedine pokazatelje teško je naći odgovarajući predmet poređenja.
- o Neki pokazatelji mogu da vode pogrešnim zaključcima upravo zbog „trenutne“ prirode bilansa stanja.
- o Nije precizna nauka, pa rezultati moraju biti tumačeni situaciono.

Treći deo

Značaj računovodstvenih standarda u funkciji Analize finansijskih pokazatelja i Cash flow-a

3.1. Značaj MRS u funkciji finansijskih analiza i primena MRS na kompaniji Carrefour S.A

MRS 1 se od jula 1998. godine primenjuje na sve finansijske izveštaje. Kao cilj navodi se da se propisuje „osnov za prikazivanje finansijskih izveštaja opšte namene, da bi se obezbedila uporedivost kako sa sopstvenim finansijskim izveštajima preduzeća iz prethodnih perioda, tako i sa finansijskim izveštajima drugih preduzeća“.

Uporedivost dobijena na ovaj način postaje veoma značajna, posebno kod internacionalnih kompanija gde se postiže merljivost rezultata i profitabilnosti, kao i kontrola poslovanja. To je upravo i osnova i preduslov za konzistentnost i tačnost u Analizi finansijskih pokazatelja. Sticateljske kompanije na taj način

imaju mogućnost da uporede pokazatelje svojih performansi pre i nakon pripajanja određenih ciljnih kompanija.

U ovom delu, pravimo poseban osvrt na *Napomene* koje su išle uz Konsolidovane finansijske izveštaje za Carrefour 2006. Još jedna publikacija Carrefour-a je dala osnovu za ovaj deo istraživanja: *Impacts IFRS_29 juin 2005* koji pokazuju na konkretnim primerima kako je uticala primena Međunarodnih Računovodstvenih Standarda (IFRS) na završne izveštaje Carrefour-a 2004. godine (MRS 22 Poslovne kombinacije).

Odatle posebno izdvajamo delove koji se odnose na primenu Međunarodnih Računovodstvenih Standarda, smatrajući to neophodnim kao uvod u bolje razumevanje samih izveštaja, a znajući da imenilac i delilac u formuli analize finansijskih pokazatelja potiču iz pozicija bilansa stanja i uspeha.

S druge strane, ono što utiče na pozicije u bilansu stanja i uspeha je primena Računovodstvenih politika, gde isti standardi mogu da budu primenjeni na više načina i tako u nekim slučajevima znatno utiču na finansijski položaj i rentabilnost.

- **MRS 39** (Finansijski instrumenti-priznavanje i merenje) i **MRS 32** (Finansijski instrumenti-obelodanjivanje i prikazivanje) - konsolidovani izveštaji su bazirani na *istorijskom trošku*, osim finansijskih sredstava i obaveza koji su obrađeni prema MRS 32 i 39 od 1. januara 2005. (ovo se odnosi na kratkoročna sredstva i sredstva raspoloživa za prodaju koja su obračunata po vrednosti u knjigama od kojih su oduzeti direktni troškovi prodaje i rabati koji su priključeni vrednosti zaliha, a ne finansijskim instrumentima). Trezorski zapisi su morali da se direktno otpisuju ako izgube vrednost.

- **MRS 16** (Nekretnine, postrojenja i oprema) - Osnovna sredstva procenjena su prema nabavnoj ceni ili ceni koštanja, umanjenoj za trošak amortizacije. Trošak amortizacije obračunavaju prema linearnoj metodi*.
- **MRS 8** (Neto dobitak ili gubitak perioda, fundamentalne greške i promene računovodstvenih politika) - Grupa je odlučila 2005. da promeni procenu veka amortizacije zgrada od 20 na 40 godina, nakon procene nezavisnih procenitelja (MRS 40 - Investiciona nekretnina).
- **MRS 36** (Obezvredjivanje sredstava) - Goodwill prema **MRS 3** nije podlegao amortizaciji još od 1. januara 2004. (prema MRS 36 Goodwill mora da se rasporedi jedinici koja stvara novac), prema MSFI podleže umanjenju vrednosti.

NOTE 14: INTANGIBLE FIXED ASSETS

(in millions of euros)	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004
Net goodwill	10,852	10,235	9,329
Other gross intangible fixed assets	2,030	1,774	1,581
Amortization of other intangible fixed assets	(1,056)	(953)	(814)
Impairment of other intangible assets	(167)	(163)	(144)
Other net intangible fixed assets	807	657	623
Intangible fixed assets in progress	232	205	106
Net intangible fixed assets	11,890	11,097	10,059

■ Change to goodwill

(in millions of euros)	Net goodwill end 2004	Acquisitions 2005	Disposals 2005	Impairments 2005	Foreign currency translation adjustments 2005	Net goodwill end 2005	Acquisitions 2006	Disposals 2006	Impairments 2006	Foreign currency translation adjustments 2006	Net goodwill end 2006
France	3,340	281				3,621	438				4,059
Italy	2,971	140				3,111	21				3,132
Belgium	925	3				928	26				954
Spain	1,213	9		(4)		1,218	13				1,231
Brazil	273	53		(92)	85	319				(6)	313
Argentina	184				25	209				(24)	185
Other countries	423	390			17	830	182	(1)		(33)	978
Total	9,329	876	0	(96)	127	10,235	680	(1)	0	(63)	10,852

izvor : www.Carrefour.com

- **MRS 19** (Naknade zaposlenima) – Grupa je morala da uradi veća rezervisanja za naknade zaposlenima.

*Ostala nematerijalna sredstva su uglavnom softveri čiji je vek trajanja 1-5 godina.

- **MRS 2 - Zalihe** su procenjene prema metodi sličnoj FIFO metodi, koja je česta kod industrija sa velikim obrtom zaliha. Od 2005. su odlučili da po MRS u evaluaciju zaliha uključe sve direktne troškove dobavljača i logistike, kao sve dobijene rabate. Takva mera se odrazila na umanjenje zaliha 1. jan. 2004. od 363 miliona eura.
- **MSFI 5 - Stalna imovina namenjena prodaji i poslovanja koja prestaju**, Povlačenje sa tržišta u vidu zatvaranja marketa, takozvanih obustavljanja aktivnosti, Carrefour je postupajući prema MSFI 5 u Bilansu uspeha izdvojio „Net income from discontinued operation“ (Neto dobitak od obustavljenih aktivnosti).

Sledeća tabela predstavlja pregled uticaja IFRS na FR GAAP iz publikacije Carrefour-a objavljene juna 2005. god. :

Shareholders' equity at December 31st, 2004

FR GAAP (before appropriation)	8 329
IAS 2 (Inventories)	(455)
IAS 19 (Employee benefits)	(320)
IAS 27 (Integration of financial companies)	212
IAS 12 (Deferred taxes)	(94)
IAS 8 (accrued expenses)	(26)
IAS 17 (leases)	(44)
End of goodwill amortization	319
Others	(45)
IFRS (before appropriation)	7 876
Amortization of constructions / 40 years	114
IFRS pro forma	7 990

Source: impactsIFRS_29juin2005_EN

Četvrti deo

Profil kompanije Carrefour S.A.

4.1. Profil kompanije Carrefour S.A.*

Carrefour S.A. je danas drugi u svetu po veličini trgovinski lanac, a prvi u Evropi. Osnovan je pre 40 godina i za to vreme se Carrefour grupa rasprostranila najvećim delom na teritoriji Francuske 47%, ostatak Evrope 39%, Latinska Amerike 7,3% i u Aziji 5,8%. Sa tako bogatom istorijom, Carrefour se istakao težnjom da uvek bude najbolji u svojoj delatnosti i da stalno raste i napreduje. Danas je rasprostranjen u 29 zemalja sa kapacitetom od 12.547 prodajnih objekata i 456.295 zaposlenih.

Carrefour grupa je sve do 1998. imala samo hipermarkete, ali vremenom, osluškujući potrebe raznih tržišta, proširila je svoju delatnost i na supermarket, hipermarkete, cash&carry,... 2005. se menja upravljačka struktura koja unosi novine i agresivniju politiku želeći da Carrefour dovede do vodeće pozicije na francuskom tržištu.

4.1.1. Finansijski pregled

Glavni strategijski ciljevi grupe za 2006. god. su bili porast tržišnog udela i profitabilni rast. Grupa je ostvarila svoje ciljeve tako što se:

- prodaja povećala za 6,4% što je skoro 2 procenta više u odnosu na rast u 2005. god.
- drugu godinu za redom je povećan procenat zastupljenosti na francuskom tržištu
- skoro hiljadu novih prodajnih objekata je otvoreno, od čega preko 100 hipermarketa – dva puta više u odnosu na 2004. god.

*Izvor- www.carrefour.com

Osnovni kapital grupe je porastao za 3,3% zahvaljujući rastu neto prodaje i povećanom potrebom kompanije za dodatnom kapitalnom infuzijom.

Presek formata prodaje Grupe i učešće formata prodaje u neto prodaji:

	Formati prodaje	Učešće u neto prihodima
1. Hipermarketi	58,7%	58,9%
2. Supermarketi	23,8%	7,4%
3. Hard Discounts	9,5%	9,1%
4. Mini-marketi/ Cash&Carry	8,0%	14,6%

Ukupno €77.901mil.

Pregled učešća u neto prihodima od prodaje prema geografskim oblastima:

	Geografska rasprostanjenost	Total €77.901mil.
1. Francuska	47%	47,8%
2. Ostatak Evrope	39%	38,3%
3. Latinska Amerika	7,3%	7,6%
4. Azija	5,8%	6,3%

4.1.2. Upravljačka struktura

Nov način upravljanja Carrefour-om je uveden od aprila 2005.god. Carrefour je dobio „Management Board and Supervisory Board“ čime je postignuto da upravljanje kompanijom i kontrolisanje iste ne može da vrši ista osoba. Carrefour-ov najveći akcionar je porodica Halley koja poseduje 13% akcija i ima prava na 20,8% glasova. 7. marta 2007. god., Colony Capital* i Group Arnault su objavili da su kupili 9,1% kapitala Carrefour-a preko kompanije JV Blue Capital.

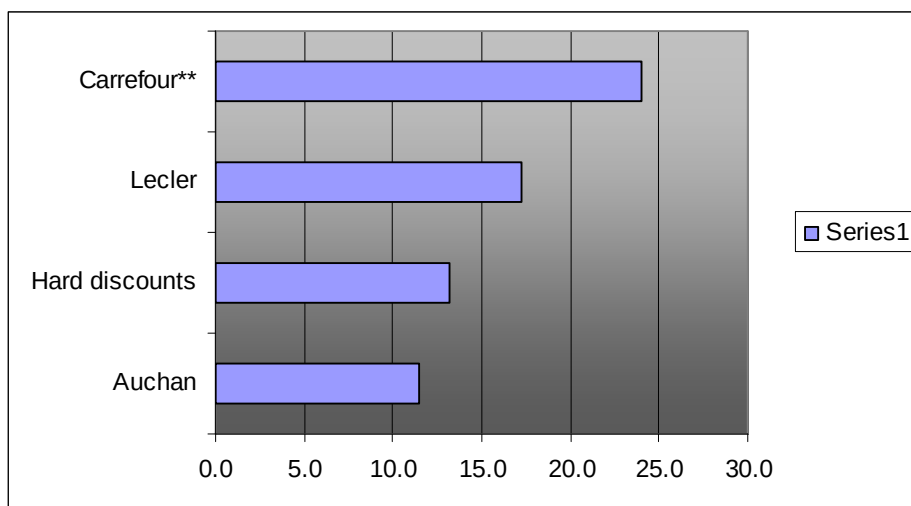
* Colony Capital je američki investicioni fond koji investira u nekretnine i ostale bliske grane.

** Udeo Carrefour-a uključuje brendove Carrefour, Ed i Champion.

4.1.3. Pregled tržišta

Pošto je Grupa najviše zastupljena na francuskom tržištu, dajemo sledeći pregled:

Zastupljenost Carrefour-a na francuskom tržištu



Izvor: LSA Maj 2007.

Ekonomska situacija Francuske se malo popravila 2006. što se odrazilo na kupovnu moć zemlje. Ovo je doprinelo jačanju supermarketa i hipermarketa. Međutim, konkurencija ostaje i dalje jaka, kao i pritisak na tržište cena.

Zato Carrefour grupa nastavlja istim i jačim tempom sa raznim promocijama u vidu lojalni kartica i raznih drugih dodatnih usluga kojima želi da privuče i zadrži vernost klijenata. Svi ti naponi su urodili plodom da Carrefour zadobije još 1% više tržišta u odnosu na 2005.

Po procenama mnogih stručnjaka, borba za prevlast na tržištu Francuske će ostati jaka i narednih godina.

4.1.4. Zastupljenost Carrefour-a na ostalim tržištima (akvizicije i divesticije)

Za reprezentativnu godinu za proučavanje poslovanja Carrefour-a uzeta je 2006.god. Do tada je Carrefour već ušao na tržišta 29 zemalja. U Napomenama 2. se navode kompanije koje je Carrefour kupio, kao i kompanije koje je prodao, tj sa kojih se tržišta povukao, bilo zbog strateških ili finansijskih razloga.

Akvizicije Carrefour-a:

1. Hypario (Francuska i Rumunija) - akvizicija počela još 31.12.2005. Ukupna osnovna sredstva u vrednosti od 212 mil. eura
2. Caprabo (Španija)
3. Dinosol (Španija)
4. Ahold (Poljska) – završetak pripajanja tek u leto 2007. tako da je prikazana akvizicija samo kao vanbalansna obaveza.

Divesticije Carrefour-a:

1. Povlačenje iz južne Koreje
2. Prodaja Puntocash-a kao posledica akta o konkurentnosti, Carrefour je prodao svoje Cash&Carry prodajne objekte grupaciji Miquel Alimentacio
3. Obustava rada i prodaja supermarketa u Španiji (2005. je Grupa odlučila da prestruktuirati supermarkete, pa je tim programom obuhvaćena i prodaja nekih marketa)
4. Obustava rada supermarketa u Kini i njihovo zatvaranje
5. Obustava rada supermarketa u Brazilu i njihovo zatvaranje
6. Povlačenje iz Češke – Carrefour je u dogovoru sa Tesco-m odlučio da se povuče iz Češke i Slovačke i proda ih Tesco-u, a da zauzvrat preuzme Tesco-ve operacije u Tajvanu. EU je odobrila planove vezane za Češku i Tajvan koji su realizovani 31.12.2006.
7. Povlačenje iz Slovačke – vlasti u Sloveniji su se usprotivile odlasku Carrefour-a sa njihovog tržišta navodeći kao razlog nezdravu konkurenciju.

Carrefour planira da uđe na rusko tržište u 2008.god. i proučava tržište u Indiji.

Prema analitičaru Johnny Da Silva „FitchRatings“* investiranje u nova tržišta očigledno sadrži brojne rizike kao što su pravne regulative država (Indonezija, Tajland), ali i operativni, finansijski, imovinski rizici između ostalih. Očekivanje jake trenutne profitabilnosti nije realno.

Prema MSFI 5 svi rashodi / prihodi od ovih poslovanja prikazani su odvojeno u bilansima kao „Prihodi od poslovanja koja prestaju“.

U tabeli 1. su dati ukupni prihodi od Poslovanja koja se obustavljaju, a podeljeni prema tome da li potiču iz konsolidovanih kompanija ili iz kompanija u kojima je Carrefour imao manjinski interes:

NOTE 12: NET INCOME FROM DISCONTINUED OPERATIONS

(in millions of euros)	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004
Discontinued operations, Group share	412	(362)	(142)
Discontinued operations, minority share	(0)	(4)	(1)
Total	411	(365)	(143)

Tabela 1. izvor: Carrefour.com

U tabeli 2. su dati raščlanjeno prihodi/rashodi od poslovanja koja prestaju, a po zahtevu MSFI 5 čime je omogućeno preciznije predviđanje budućih novčanih tokova:

Tabela 2. izvor: www.carrefour.com

NET INCOME FROM DISCONTINUED OPERATIONS - GROUP SHARE

This line represented Income of 412 million euros in the 2006 Income Statement and breaks down as follows:

(in millions of euros)	
Income from sale of Korea	430
Income from sale of Puntocash	17
Expense from Slovakia	(15)
Expense from sale of supermarkets in China	(9)
Expense from Champion supermarkets	(7)
Operating expense from closed Brazilian supermarkets	(6)
Expense from sale in the Czech Republic	(1)
Income from Supeco	1
Income from sale of Food service	1
Total	412

* „Carrefour S.A.“ by analysts Johnny Da Silva i Guilio Lombardi, Fitch Ratings 19 July 2007

U tabeli 3. su date investicije prema geografskoj oblasti nasuprot prihodima ostvarenim od prodaje proizvoda po tim geografskim oblastima:

SECTORAL INFORMATION BY REGION

■ Investments

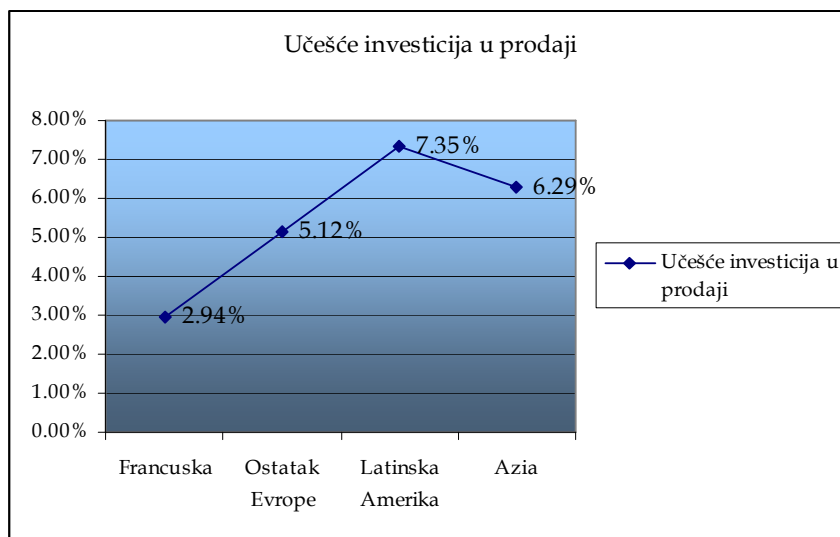
(in millions of euros)	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004
France	1,095	1,029	1,201
Europe (excluding France)	1,529	1,267	761
Latin America	436	332	166
Asia	309	272	237
Total	3,368	2,899	2,365

■ Net sales

(in millions of euros)	31/12/2006	31/12/2005	% Var.	31/12/2004
France	37,212	35,577	4.6%	35,167
Europe (excluding France)	29,850	28,102	6.2%	26,404
Latin America	5,928	5,075	16.8%	3,938
Asia	4,911	4,306	14.0%	3,603
Total	77,901	73,060	6.6%	69,113

Tabela 3. izvor: Carrefour.com

Postavljanjem u odnos ukupnih investicija prema ukupnoj prodaji, dolazi se do sledećeg pokazatelja učešća investicija u ukupnoj prodaji po geografskim oblastima za 2006. god:



Evidentan je rast investicija iz godine u godinu, ali i rast prodaje, kao i najveća stabilnost Francuskog tržišta gde je i osnovana Grupa nasuprot regionima u koje se tek investira.

Peti deo

Instrumenti analize kompanije Carrefour S.A.

5.1. Analiza finansijskih pokazatelja na primeru kompanije Carrefour

Analize koje slede će ispitivati finansijske performanse grupe Carrefour S.A. Da bismo mogli pravilno da ih shvatimo, posmatraćemo njenu profitabilnost, efikasnost, likvidnost, zaduženost, na bazi poređenja 3 uzastopne godine (2006-2004). Kroz finansijsku analizu pokušaćemo da se da poseban osvrt na tumačenja vezana za akvizicije kao i divestmente grupe Carrefour, nadovezujući se na primere iz prethodnog poglavlja, a imajući u vidu odluku Menadžmenta od 2005. o ekspanzivnoj politici grupe.

Uzimajući u obzir da je konkurentnost u ovoj grani industrije veoma jaka, a kako bismo bili u poziciji da što obuhvatnije shvatimo performanse ove kompanije, proširićemo sliku u pojedinim slučajevima davanjem komparantnih primera kompanije Tesco PLC (treća u svetu kompanija u maloprodaji sa vodećom pozicijom u UK sa 31% tržišta).

Radi preglednosti oko izračunavanja pokazatelja, prvo navodimo Bilans uspeha i Bilans stanja grupe Carrefour preuzetih sa internet stranice iste kompanije.

INCOME STATEMENT OF CONSOLIDATED COMPANIES			
Bilans uspeha konsolidovanih kompanija			
(in millions of euros)	31/12/06	31/12/05	31/12/04
Revenues (Prihodi)			
Net Sales (Prihodi od realizacije proizvoda)	77,901.10	73,059.50	69,112.60
Other Income (Ostali prihodi od poslovanja)	1,042.50	989.40	980.40
Total Income (Ukupni prihodi)	78,943.60	74,048.90	70,093.00
Expenses (Rashodi)			
COGS (Troškovi prodatih proizvoda)	(61203.5)	(57480.2)	(54264.2)
General, Selling and Administrative Expenses (Troškovi prodaje, administrativni i drugi poslovni rashodi)	(12894.8)	(11986.5)	(11140.6)
EBITDA (Bruto poslovni dobitak)	4,845.30	4,582.20	4,688.20
Depreciation, Amortization and Provisions (Troškovi amortizacije i rezervisanja)	(1586.9)	(1429.7)	(1497.9)
Non-recurring Income (Dobitak iz neredovnih aktivnosti)	256.50	264.20	219.70
Non-recurring Expenses (Gubitak iz neredovnih aktivnosti)	(240.6)	(285)	(274.7)
EBIT (Poslovni dobitak)	3,274.30	3,131.70	3,135.30
Interest Expense (Troškovi kamate)	(479.6)	(449.9)	(480.7)
Income before taxes (Dobitak pre poreza na dobit)	2,794.70	2,681.80	2,654.60
Income Tax Expense (Porez na dobit)	(810.2)	(785.1)	(806.7)
Net earnings (Dobitak posle poreza na dobit)	1,984.50	1,896.70	1,847.90
Net Income from Consol. Companies by equity method (Dobici po osnovu učešća u pridruženim preduzećima obračunati po metodi učešća)	35.80	50.60	40.70
Net Income from discontinued operations (Neto dobitak od obustavljenih aktivnosti)	411.30	(365.1)	(143.2)
Total Net earnings (Neto dobitak perioda)	2,431.60	1,582.20	1,745.40

*Izvor- www.carrefour.com

BALANCE SHEET / BILANS STANJA

(in milions of euros)	31/12/06	31/12/05	31/12/04
Assets			
<i>Current assets (Obrtna sredstva)</i>			
Cash (Gotovina i gotovinski ekvivalenti)	3,697	3,733	3,203
Accounts Receivable (Potraživanja iz poslovanja)	3,620	3,451	3,147
Other Assets (Druga potraživanja)	815	813	900
Inventories (Zalihe)	6,051	6,110	5,621
Consumer credit from fin. companies short term (Kratkoročni finansijski plasmani)	2,586	2,357	1,627
Tax Receivables (Odložena poreska sredstva)	553	598	423
Assets clasified as held for sale (Sredstva namenjena prodaji)	23	158	
<i>Total Current Assets (Ukupna obrtna sredstva)</i>	<i>17,346</i>	<i>17,220</i>	<i>14,921</i>
<i>Non-current assets (Osnovna sredstva)</i>			
Property, Plant & Equipment (Nekretnine, postrojenja i oprema)	13,736	13,401	12,617
Intangible assets (Nematerijalna sredstva)	11,890	11,097	10,059
Other non-current assets (Ostala dugoročna sredstva)	4,561	4,532	4,529
<i>Total Non-current Assets (Ukupna dugoročna sredstva)</i>	<i>30,187</i>	<i>29,030</i>	<i>27,205</i>
Total Assets	47,533	46,250	42,126
Equities			
<i>Liabilities (Obaveze)</i>			
Borrowings under 1 Year (Kratkoročne pozajmice)	2,474	2,895	2,632
Accounts Payable (Obaveze iz poslovanja)	16,449	16,025	14,721
Other (Ostale kratkoročne obaveze)	7,523	7,500	6,994
<i>Total Current Liabilities (Ukupne kratkoročne obaveze)</i>	<i>26,446</i>	<i>26,420</i>	<i>24,347</i>
Non-current Liabilities (Dugoročne obaveze)	10,584	10,444	9,902
<i>Total Liabilities (Ukupne obaveze)</i>	<i>37,030</i>	<i>36,864</i>	<i>34,249</i>
<i>Stockholders' Equity (Akcionarski kapital)</i>			
Shareholders' equity, Group Share (Upisani kapital)	9,486	8,385	6,947
Shareholders' equity, minority interest (Manjinski interesi)	1,017	1,001	929
<i>Total 'Stockholders' Equity (Ukupni akcionarski kapital)</i>	<i>10,503</i>	<i>9,386</i>	<i>7,876</i>
<i>Total equities</i>	47,533	46,250	42,126

5.1.1. Pokazatelji likvidnosti (Liquidity Ratios)

Liquidity Ratios / Pokazatelji likvidnosti		2006	2005	2004	Tesco 2006
<i>Current ratio</i> (Opšti pokazatelj likvidnosti)	Current assets/Current Liabilities (Obrtna sred./Kratkor.obaveze)	0.66	0.65	0.61	0.43
<i>Quick ratio</i> (Pokazatelj reducirane aktivnosti)	Curr.assets excl. Inv./Current Liab. (Obrtna sred. bez zaliha/Krat.obaveze)	0.43	0.42	0.38	0.23
<i>Cash/Current liabil. ratio</i> (Pokazatelj novčane likvidnosti)	Cash/Current Liab. (Gotovina/Kratkor.obaveze)	0.14	0.13	0.14	0.12

Pokazatelj likvidnosti se dobijaju na bazi podataka iz bilansa stanja i koriste se kao inicijalni pokazatelji sposobnosti preduzeća da likvidira svoje obaveze u roku dospelosti*.

Da bismo ovo postigli, naša analiza je bazirana na poređenju opšteg pokazatelja likvidnosti i reduciranog u 2006/05/04 godini. Urađeno je i poređenje sa likvidnošću kompanije Tesco, kao glavnog pratećeg konkurenta na tržištu, kako bismo bolje shvatili samu likvidnost Carrefour-a.

Iz analize se jasno vidi da se ***pokazatelj likvidnosti*** nije znatno menjao iz godine u godinu, dok je pokazatelj Tesca još niži (za 34% za 2006. u odnosu na Carrefour). Može se reći da su ovi pokazatelji nezadovoljavajući, s obzirom da su daleko od zahteva zlatnog pravila „2:1“ ili “rule of thumb”. Iako ovakav pokazatelj može biti zabrinjavajući, ipak je on viši od pokazatelja glavnog konkurenta Tesca.

Na ovakvu likvidnost najverovatnije najveći uticaj ima odnos potraživanja – obaveza prema dobavljačima, gde ukupna potraživanja čine samo 22% od obaveza prema dobavljačima.

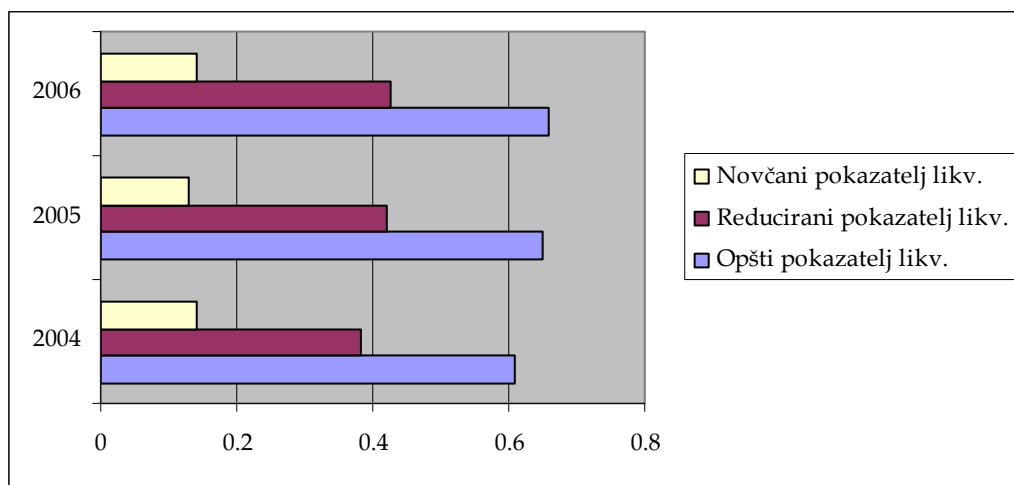
* Prof. Dr R. Radovanović, Prof. Dr Kata Škarić-Jovanović, „**Finansijsko računovodstvo**“, Ekonomski Fakultet, Beograd, 1999.godine

Takođe, ostale obaveze nisu zanemarljive, pa na primer ukupna potraživanja za 2006. čine samo 15.1% od dobavljača i ostalih obaveza.

Isti trend je primećen sve tri godine što daje ne baš optimističnu sliku za budućnost. Međutim, iz godine u godinu je primetan stabilan i postepeni rast aktive, pa je u odnosu na 2004. aktiva porasla za 11%. Ovakva likvidnost se objašnjava upravo ekspanzijom kompanije koja od 2005.god dosta investira. Razlozi za divesticije koji su poduzeti imaju za cilj poboljšanje performansi kompanije, pa time i pokazatelja likvidnosti.

Što se tiče *pokazatelja reducirane likvidnosti*, on je u sličnoj poziciji kao i opšti pokazatelj. Tokom godina beleži postepeni, ali stabilni rast, pa od 2004. sa 0.38, stiže u 2006. na 0.43. U odnosu na Tesco PLC (0.23), opet ima znatnu prednost, iako se oba nalaze ispod proseka, kao i ispod zlatnog pravila „1:1“. Na ovakve pokazatelje reducirane likvidnosti, odnos obaveze-potraživanja ima još veći uticaj, jer smo izuzeli uticaj zaliha.

Kao najstrožiji vid provere likvidnosti izračunava se *pokazatelj novčane likvidnosti*. On nam daje preciznu sliku sa koliko eura gotovine su pokrивene kratkoročne obaveze. Ukoliko je taj odnos 1, znači da je preduzeće likvidno. U slučaju Carrefour-a. ovaj odnos je 0.14:1 u proseku, u odnosu na parametar 1:1.



Ovakve pokazatelji likvidnosti delimično ublažava Cash flow, koji ćemo analizirati kasnije, koji je proučavanih godina bio pozitivan, ali sa negativnom promenom iz godine u godinu, sa izuzetkom 2005.

Prema analitičaru FitchRatings-a, Carrefour-ov stepen likvidnosti je adekvatan, što objašnjava i pristup tržištu kapitala od strane cele grupacije, ukupni odobreni krediti u banci iznose €3milijarde bez zaštitnih klauzula u ugovoru, a gotovina i gotovinski ekvivalenti €3.7miliona. U Maju 2007, grupa je imala ukupno €7.2milijarde dospelih obaveza sa prosekom od €1.1 milijarda godišnje. Otplata se vrši u narednih 5 godina, a u proseku €2.5 milijarde su potraživanja po osnovu hartija od vrednosti.

5.1.2. Pokazatelji aktivnosti (Activity/Efficiency Ratios)

Analizom pokazatelja aktivnosti kompanije Carrefour, analitičar pokušava da shvati kakva je sposobnost kompanije da efikasno koristi svoje izvore, kako bi postigla optimalnu prodaju.

<i>Activity Ratios / Pokazatelji aktivnosti</i>		2006	2005	2004	Tesco 2006
<i>AVERAGE PERIOD (Prosečni period)</i>	<i>*No of days in year (Br. dana u godini)</i>	365	365	366	365
RECEIVABLES TURNOVER DSO* (obrta kupaca)	Average Receivables/Net Sales*365/6 (Kupci/Prihodi od real.proiz.)*365/6	17.0	17.2	16.6	6.1
INVENTORY TURNOVER DIO** (obrta zaliha)	Average Inventory/COGS*365/6 (Zalihe/Nab. vred. prodate robe)*365/6	36.1	38.8	37.9	16.2
ACCOUNTS PAYABLE TURNOVER DPO*** (obrta dobavljača)	Average Accounts Payables/COGS*365/6 (Dobavljači/Nab. vred. prod robe)*365/6	98.1	101.8	99.3	29.3
TOTAL ASSET TURNOVER (Ukupni obrt poslov.sredstava)	Net Sales/ Average Total Assets (Prihodi od real.proiz/Prosečna Posl.sredstva)	1.6	1.6	1.6	1.7
FIXED ASSET TURNOVER (Obrt osnovnih sredstava)	Net Sales/ Average Total Fix. Assets (Prihodi od real.proiz/Prosečna osn. sred.)	5.7	5.5	5.5	2.5
OWNER'S EQUITY TURNOVER (Obrt akcionarskog kapitala)	Net Sales/ Average Total Owner's Equity (Prihodi od real.proiz/Ukupni akc. kapital)	7.4	7.8	8.8	4.0

*DSO Days Sales out

** DIO Days Inventory Out

***DPO Days Payable Out

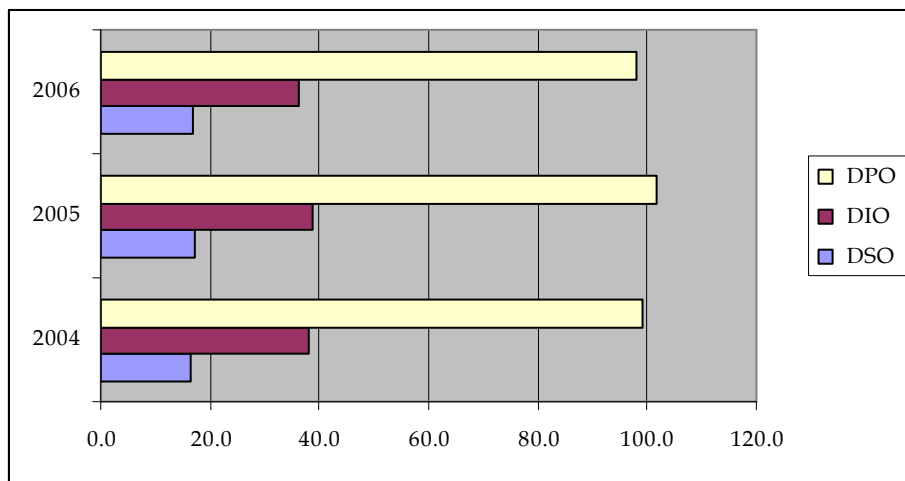
Kada se analizira *prosečno vreme trajanja obrta zaliha*, treba napomenuti da ono mnogo zavisi od tipa industrije, pa se tako kod maloprodaje kreće oko 30 dana, dok kod proizvodnje od 50-100 dana. Što se tiče Carrefour-a primetno je da se on poslednje tri godine kreće od 37.9 dana u 2004. do 36.1 dan u 2006. što beleži uzlaznu liniju u maloj meri, ali je zato prosečni period obrta zaliha Carrefour-ovog konkurenta Tesca 16.2 u 2006. Dosta stabilan obrt zaliha tokom godina govori i o stabilnosti kompanije, pošto je primetno da su i zalihe tokom godina skoro na istom nivou (€6.051 miliona u 2006. i €6.110 miliona u 2005. nakon nešto nižih zaliha u 2004. €5.621 miliona). Treba takođe napomenuti da su zalihe Tesca dosta manje (npr. najveće su bile 2006. €1.931 milion, što je opet mnogo manje od zaliha Carrefour-a), pa je zato i verovatniji veći obrt zaliha.

Prosečni period obrta zaliha, tj prodaje je baziran na obrtu zaliha koji se kod Carrefour-a kreće oko 10x godišnje. Da bismo bolje razumeli pokazatelj obrta zaliha, treba ispitati strukturu i delatnost kompanije, u odnosu na prirodu njenih zaliha. Carrefour je trgovačka kompanija koja se bavi maloprodajom robe, tako da je njena srž sposobnost da uvek ima robe na zalihama, ali da i ta ista roba dosta brzo cirkuliše.

Još jedan od načina da se analiziraju performanse kompanije je uzimanje u analizu pokazatelja *prosečnog perioda obrta kupaca*. I ovde je kao i kod zaliha prilično stabilna situacija tokom godina (od 16.6 dana u 2004. do 17 u 2006.). Opšte je poznato da maloprodaja uvek ima prilično brzu naplatu potraživanja. Zato su i ovi pokazatelji logični u odnosu na industriju, a kao primer navodimo i Tesco koji ima još kraći period obrta kupaca, od samo 6.1 dan u 2006. Inače se

prosečan period naplate kupaca kreće od 30 do 60 dana, gde je ispod 30 brzo, a preko 60 sporije, ali i ovde sve zavisi od tipa industrije.

Kada posmatramo *prosečni period obrta dobavljača*, za Carrefour se može reći da ne može da se pohvali ovim pokazateljem, pošto se period kreće 99.3 dana do 98.1 u 2006. godini, što govori o lošem kreditnom bonitetu Carrefour-a. Pošto je kompanija 2. u svetu po veličini, ovde se već poteže pitanje da li postoji takozvani monopolizam na tržištu, u smislu takozvanog „ucenjivanja“ dobavljača da moraju da pristanu na bilo kakve uslove, samo da bi se njihova roba prodavala u marketima. Tako je Tesco (čiji je period obrta dobavljača znatno bolji nego Carrefour-a 29.3 dana u 2006.), bio pod sumnjom CC (UK's Competition Commission) 23. januara 2007. godine zbog nezdrave konkurencije na tržištu. Čak im je u avgustu Komisija tražila celokupnu komunikaciju sa dobavljačima elektronskom poštom na uvid, zbog sumnje da su im slate preteće poruke u kojima se zahtevali rabate od dobavljača pre velikog letnjeg sniženja po marketima.



Efikasnost kompanije određuje i *obrt osnovnih sredstava* koji je iznosio 5.48 u 2004., 5.45 u 2005. da bi se u 2006. nešto povećao na 5.67. Ovo je u svakom slučaju mnogo bolje iskorišćavanje osnovnih sredstava u odnosu na Tesco (2.5 u 2006.), kao i da su ulaganja u osnovna sredstva odgovarajuća u odnosu na mogućnosti plasmana proizvoda preduzeća na raspoloživom tržištu.

Efikasnost kompanije određuje i *obrt ukupnih sredstava*. Još jednom primećujemo gotovo neverovatnu stabilnost koja se za tri godine od 1.64 u 2004. promenila na 1.58 u 2005. da bi se u 2006. vratila na 1.64. Tu se negde nalazi i Tesco sa 1.7 u 2006. Može se reći da Carrefour prilično dobro „eksploatiše svoja sredstva“ u cilju povećanja prodaje i ostvaruje dobru produktivnost, s obzirom da finansijska sredstva u vidu kamata čine samo neznatan deo ukupnih sredstava (manje od 10%).

Prema navodima FitchRatings-a, prosečni ROCE (Return on Capital Employed) Carrefour grupe je 19,5% pre poreza, što je dosta više u odnosu na pripojene kompanije, gde je ROCE bio oko 10,5%. Međutim, ovaj pokazatelj je unapređen u odnosu na 2004. god. kada je bio oko 6,4%, a sve to zahvaljujući napuštanju neprofitabilnih tržišta.

Isto je primenljivo i za *ukupni obrt akcionarskog kapitala* koji kod Carrefour-a iznosi 7.42 za 2006. u odnosu na Tesco-vih 4.0 za istu godinu. Carrefour-ov pokazatelj obrta akcionarskog kapitala se nešto smanjio tokom godina (u 2004. je bio 8.78), ali na to sigurno utiče i povećanje ukupnog akcionarskog kapitala od 25,01% u odnosu na 2004. god.

Već smo napomenuli da je Carrefour u fazi investiranja i ekspanzije, tako da su pretpostavke da će on ostvarivati još veći obrt kapitala, kao i ukupnih sredstava. Takođe treba napomenuti činjenicu da akcionarski kapital čini nešto malo manje od 1/3 od ukupnih obaveza na primeru 2006.god, o čemu će biti više reči kasnije.

5.1.3. Pokazatelji profitabilnosti (Profitability Ratios)

<i>Profitability Ratios / Pokazatelji profitabilnosti</i>		2006	2005	2004	Tesco 2006
GROSS PROFIT MARGIN (Stopa poslovnog dobitka)	100*(Net Sales-CGS)/Net Sales 100*(Poslovni dobitak/Prihodi od realizacije proiz.)	21.43	21.32	21.48	10.20
NET PROFIT MARGIN (Stopa neto dobitka)	100*(Net Profits/Net Sales) 100*(Neto dobit/Prihodi od realizacije proiz.)	3.12	2.17	2.53	4.50
ROA (RETURN ON ASSETS) (Stopa prinosa na poslovna sred)	100*Net Profit/Total Assets 100*(Neto dobit/Ukupna poslovna sredstva)	5.12	3.42	4.14	8.90
ROE (RETURN ON EQUITY) (Stopa prinosa na sopstveni kapital)	100*(Net Profit/Total Owner's Equity) 100*(Neto dobit/Ukupni sopstveni kapital)	23.15	16.86	22.16	17.65

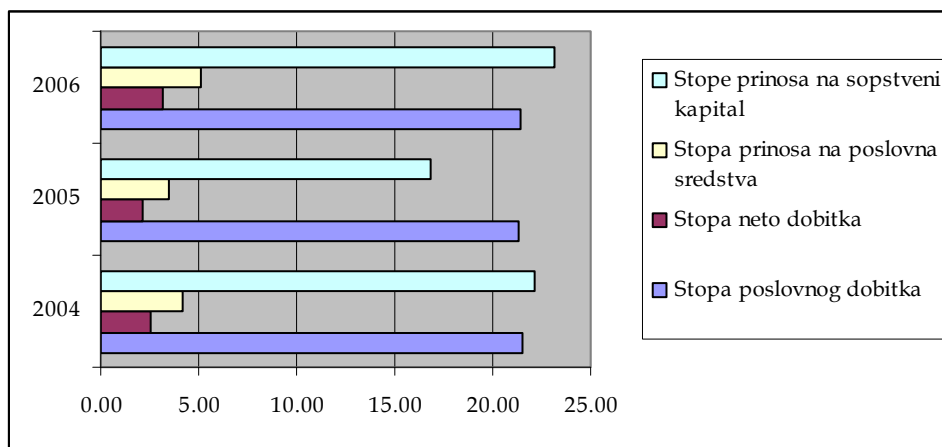
Da bismo ocenili nivo profitabilnosti Carrefour-a, trebalo bi da krenemo od analize stope poslovnog dobitka. *Stopa poslovnog dobitka* označava deo profita koji preostaje nakon što se od prihoda realizovanih proizvoda oduzmu direktni troškovi. Prvo što se primećuje je ponovo izuzetna stabilnost u poslovanju, tj rentabilitetu kompanije od godišnjih varijacija od samo $\pm 0,5\%$. Što je još bitnije, stopa poslovnog prinosa Carrefour-a je prilično visoka. U bukvalnom smislu reči na svakih €100 realizovanih proizvoda, ostaje čak 21,34€ poslovnog dobitka, u odnosu na Tesco gde je taj odnos 10€. Ukoliko bi se poredilo i sa pokazateljima prinosa industrije, on se kreće u najboljim slučajevima oko 25%. To sve dokazuje da je stopa poslovnog dobitka Carrefour-a izuzetno visoka. Carrefour je takođe uspeo da održi nivo troškova realizovanih proizvoda na $\approx 21,5\%$, dok prihodi od realizovanih proizvoda pokazuju uzlazni trend. Svake godine beleže povećanje u proseku za 6%, ali ovaj rast se može zahvaliti i ekspanziji kompanije.

Stopa neto dobitka takođe pokazuje rentabilnost kompanije i nastaje upoređivanjem određenih pozicija iz bilansa uspeha. Za razliku od stope poslovnog dobitka, ovde je dolazilo do varijacija u poslovanju kompanije. Godišnja promena u 2004. u odnosu na 2005. za stopu neto dobitka je bila -16,61%, da bi kompanija ostvarila godišnju promenu 2005-2006 god. od 30,62%. S obzirom da smo već prethodno utvrdili da troškovi realizovanih proizvoda nemaju uticaj kako na stopu prinosa, tako sada ni na stopu neto dobitka, ostaje pretpostavka nešto drugo utiče na stopu neto dobitka. U ovom slučaju, prihodi koji nisu nastali od prodaje utiču na stopu neto dobitka. Detaljnijim proučavanjem bilansa uspeha, neizbežno se nameće činjenica da je Net income from discontinued operations (Neto dobitak od aktivnosti koje se obustavljaju), koji je 2004. i 2005. bio negativan, u 2006. god. pokazao povećanje od čak 212.65% u odnosu na 2005. god.

I pored svog tog povećanja, Carrefour-ov pokazatelj za 2006. je niži od pokazatelja Tesca (3.12:4.50). Ovakav odnos je verovatno nastao pod uticajem politike Tesca za smanjenje administrativnih i ostalih troškova, koji su i pored godišnjeg povećanja prinosa od realizovanih proizvoda, uspeali da smanje troškove iz 2004. u odnosu na 2006. čak 38.22%.

Kada posmatramo parametre koji su relevantni za izračunavanje stope prinosa na poslovna sredstva tokom godina, primećujemo postepeni rast poslovnih sredstava, dok je neto dobit u 2005. imala pad u odnosu na 2004., da bi se u 2006. potpuno oporavili. Upravo taj pad u neto dobiti utiče i na stopu prinosa na poslovna sredstva. Kao rezultat proizlazi smanjenje stope prinosa za 17.43% u 2005. u odnosu na 2004., da bi se stopa od 2006. (5.12) povećala za 49.54% u odnosu na 2005. (kada je iznosila 3.42). I pored svega toga, **ROA ili stopa prinosa na poslovna sredstva** je dosta niža od stope Tesca (8.90). Međutim, ne treba nikako zaboraviti činjenicu da je Carrefour poslednjih godina dosta investirao i proširivao se, tako da bi tek trebalo da se očekuje povećanje profita na račun ovih investicija.

Potpuno isti rezultat se dobija kada se analizira *stopa prinosa na sopstveni kapital*. Primetna je prilična uravnoteženost uz blagi rast kada se porede 2006. i 2004. god., i primetan pad prinosa u 2005. od 23.93%. Međutim, u ovom slučaju, stopa prinosa je dosta veća od konkurentnog Tesca (za 2006. odnos pokazatelja je 23.15:17.65). Ovo govori samo da je kompanija sposobna da iskoristi svoja finansijska sredstva i da generiše profit iz njih.



U sledećoj tabeli je dat presek *operativne marže* po geografskim oblastima.

Carrefour's International Operating Margin (%)

	Yr-on-Yr (%)	FYE06	FYE05	FYE04
France (%)	0.3	4.6	4.8	5.6
Europe (%)	5.5	4.0	4.1	3.7
Latin America (%)	21.8	2.7	2.6	2.2
Asia (%)	5.4	3.5	3.8	4.7
Total group (%)		4.2	4.3	4.6

Source: Carrefour

Po ovom pokazatelju se tačno vidi da su poslovanja u Francuskoj i u ovom slučaju ta koja izvlače prosek pokazatelja, gde je i sedište Carrefour-a, tako da je očigledna njegova jačina na ovom tržištu. Može se povući i paralela sa stranom 27 ovoga istraživanja, gde se navodi sa kojih tržišta se povlačio Carrefour (J.Koreja, Kina, Brazil), što je sada dodatno objašnjeno slabim performansama kompanije u tim geografskim oblastima.

5.1.4. Pokazatelji solventnosti (Solvency Ratios)

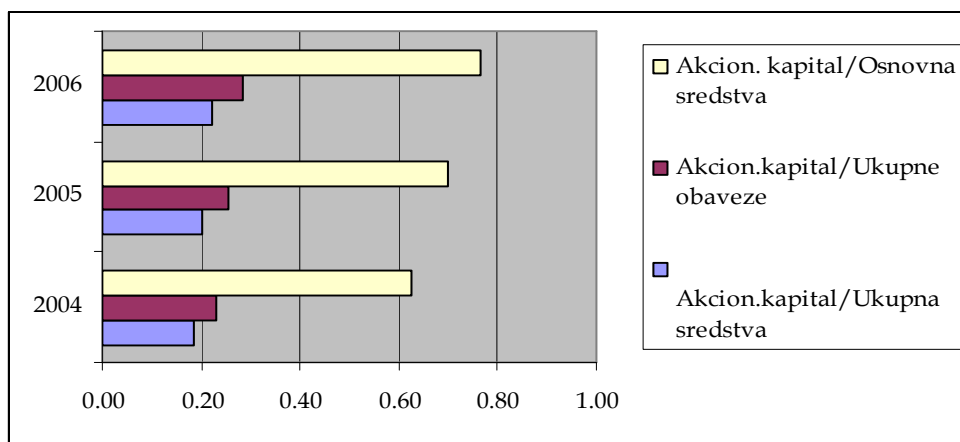
Da bismo bolje ocenili i identifikovali finansijski položaj ili strukturu preduzeća, ali na duži rok, poslužićemo se pokazateljima sigurnosti ili solventnosti. Jedna od naših već spomenutih opažanja se odnosi akcionarski kapital i ukupne obaveze koje za 2006. stoje u približnom odnosu 1/3. Dakle 2/3 sredstava kompanije je pokriveno kratkoročnim i dugoročnim zajmovima. Ova pretpostavka je jasno iznešena u *pokazatelju doprinosa akcionarskog kapitala na ukupna sredstva* i u *pokazatelju odnosa akcionarskog kapitala i ukupnih obaveza* u tabeli ispod.

<u>Solvency Ratios / Pokazatelji solventnosti ili sigurnosti</u>		2006	2005	2004	Tesco 2006
<i>Ratio of owner's equity on total assets</i> (Pokazatelj doprinosa akcion.kapitala na ukupna sredstva)	Owners equity/Total Assets (Akcionarski kapital/Ukupna sredstva)	0.22	0.20	0.19	0.43
<i>Debt/Equity Ratio</i> (Pokazatelj zaduženosti)	Total liabilities/Total equities*100 (Ukupne obaveze/Ukupni kapital)*100	77.90	79.71	81.30	57.39
<i>Ratio of owner's equity to Total obligations</i> (Pokazatelj odnosa akc.kapitala i ukupnih obaveza)	Owner's equity/Total obligations (Akcion. Kapital/Ukupne obaveze)	0.28	0.25	0.23	0.75
<i>Ratio of owner's equity to fixed assets</i> (Pokazatelj odnosa akcion. kapitala i osnovnih sredstava)	Owner's equity/Fixed assets (Akcion. Kapital/Osnovna sredstva)	0.76	0.70	0.62	0.63

Tok pokazatelja solventnosti tokom godina je bio dosta stabilan, uz neznatne varijacije, tako da ne zahteva dalje objašnjavanje. Ono na šta će biti stavljen akcenat je velika razlika između Tesca i Carrefour-a u svim pokazateljima, osim u odnosu akcionarskog kapitala i osnovnih sredstava. Dakle, finansiranje Tesca čini 0.43 od akcionarskog kapitala, što je 50% veće učešće akcionarskog kapitala nego u slučaju Carrefour-a. Zaduženost samo ili pretežno iz sopstvenih izvora finansiranja predstavlja u neku ruku konzervativizam jer ne omogućava kompaniji

da napreduje. To sve naravno nosi određenu dozu rizika, pa je zato uvek diskutabilno koliko je dobro zaduživati se previše.

Jedan od pokazatelja koji nam objašnjavaju u pravom smislu zaduženost je *D/E ratio ili pokazatelj zaduženosti* gde se u najčešćem slučaju iznosi odnos ukupnih obaveza kroz ukupni kapital. Ovo pokazuje u konkretnom slučaju za Carrefour 2006. da su investitori investirali ≈ 78 centi u zajmovima na svaki €1 akcionarskog kapitala. Ovo pokazuje prilično visoku zaduženost kompanije koja je razumljiva uzimajući u obzir agresivnu politiku menadžmenta od 2005. i velikih investicija. Ipak, samo takva, pomalo i rizična ulaganja i zaduživanja mogu da donesu profit. Sa druge strane, investitori i akcionari su u najmanjoj mogućnosti da povrate svoj osnivački kapital u slučaju likvidacije kompanije. Konačno, na primeru Carreour-a i već pomenute stope prinosa na sopstveni kapital, dolazimo do činjenice da analogno Carrefour ima mnogo veću stopu prinosa od Tesca.



Poslednji pokazatelj koji ćemo analizirati je *pokazatelj odnosa akcionarskog kapitala prema osnovnim sredstvima*. On ustvari izražava koji deo osnovnih sredstava je finansiran od sopstvenog kapitala. Tokom godina trend povećanja je postepen i stabilan, kao posledica uravnoteženog povećanja kako akcionarskog kapitala i dugoročnih zajmova, tako i vrednosti osnovnih sredstava. U ovom slučaju, udeo akcionarskog kapitala u osnovnim sredstvima u slučaju Tesca za 2006. je 0.63 dok je za Carrefour 0.76 za istu godinu. Treba naglasiti da osnovna sredstva u maloprodaji predstavljaju veoma bitan faktor i da su ulaganja u njih dosta velika, što potvrđuje i primer Carrefour-a.

Stope prinosi na akcionarski kapital su jedne od najbitnijih akcionarima, pošto pored rasta cene svojih akcija, očekuju i isplate dividendi. Zato je veoma bitno da određena investicija ili akvizicija donesu što pre odgovarajuću stopu prinosa. U suprotnom, akcionari se brzo odlučuju na divesticije kako bi obezbedili potrebna sredstva za dalje investicije i akvizicije. Savremena tehnička dostignuća u informacionim sistemima omogućavaju brz i efikasan prenos informacija i efikasnost u postakvizicionom periodu.

Tržišta u razvoju i tranziciona tržišta su ona koja su zanimljiva za akcionare upravo zbog niske cene akcija i velike mogućnosti rasta akcija ukoliko se u njih investira, tako da se često akcionari upuštaju u ovakve poduhvate iako su često veoma rizični.

O dividendama i vrednosti akcija kompanije Carrefour će biti više reči u sledećem poglavlju.

5.2. Cash flow analiza

SUMMARY OF CONSOLIDATED CASH FLOW STATEMENT			
PREGLED KONSOLIDOVANE CASH FLOW ANALIZE			
(in millions of euros)	31.12.06	31.12.05	31.12.04
Income before tax (Bruto profit)	2,795	2,682	2,555
<i>Operating activities (Poslovne aktivnosti)</i>			
Tax (Porez)	-783	-752	-827
Provision for amortisation (Amortizacija)	1,666	1,514	1,887
Capital gains and losses on sale of assets (Kapitalni dobici/ gubici od prodaje osnovnih sredstava)	-129	-160	-58
Changes in provision and impairment (Promene u rezervisanjima)	63	302	-157
Dividends on the companies accounted by the equity method (Dividende od ulaganja koja se obračunavaju primenom metode učešća)	8	6	-47
Impact of discontinued activities (Uticaj obustavljenih aktivnosti)	-34	-10	78
<i>Cash flow from operations (Operativni Cash Flow)</i>	<i>3,586</i>	<i>3,582</i>	<i>3,431</i>
Change in working capital (Promene u neto obrtnim sredstvima)	101	41	861
Impact of discontinued activities (Uticaj obustavljenih aktivnosti)	-227	153	14
Change in cash flow from operating activities (Promene u tokovima gotovine iz Poslovnih aktivnosti)	-126	194	875
Change in consumer credit commitments (Promene u zaduženjima kupaca)	10	-27	-5
<i>Change in total cash inflows (Promena u ukupnom prilivu novca)</i>	<i>4,542</i>	<i>4,698</i>	<i>5,395</i>
<i>Change in total cash outflows (Promena u ukupnom odlivu novca)</i>	<i>-1,072</i>	<i>-949</i>	<i>-1,094</i>
Net cash from operating activities CFO (Neto Poslovni Cash Flow)	3,469	3,749	4,301
<i>Investing activities (Aktivnosti investiranja)</i>			
Acquisition of tangible and intangible fixed assets (Odlivi od nabavke stalnih sredstava)	-3,368	-2,899	-2,463
Acquisition of financial assets (Odlivi od nabavke dugor. finansijskih instrumenata)	-65	-51	-123
Acquisition of subsidiaries (Odlivi od kupovine novih kompanija)	-529	-751	-315
Disposals of subsidiaries, fixed assets and investments (Prilivi po osnovu prodaje nekretnina, postrojenja i opreme)	2,078	1,277	938
Subtotal Investments net of Disposals (Neto investicije posle priliva od prodaje)	-1,884	-2,425	-1,963
Other uses (Ostale upotrebe)	-14	-85	-74
Impact of discontinued activities (Uticaj obustavljenih aktivnosti)	-135	-107	-110
<i>Change in total cash inflows (Promena u ukupnom prilivu novca)</i>	<i>2,078</i>	<i>1,277</i>	<i>938</i>
<i>Change in total cash outflows (Promena u ukupnom odlivu novca)</i>	<i>-4,111</i>	<i>-3,893</i>	<i>-3,085</i>
Net cash from investing activities CFI (Neto Investicioni Cash Flow)	-2,033	-2,617	-2,147
<i>Financing activities (Aktivnosti finansiranja)</i>			
Proceeds on issue of shares (Emisija akcija)	6	88	-368
Dividends paid by Carrefour (Isplata dividendi Carrefour-a)	-705	-656	-525
Dividends paid by consolidated companies to minority interests (Isplata dividendi kompanija koje ulaze u konsolidaciju manjinskim vlasnicima)	-109	-102	-152

Change in shareholders' equity and other instruments (Promene u vlasničkom kapitalu i drugim instrumentima)	-92		0
Change in borrowings (Promene u zaduženosti)	-799	125	-1,641
Impact of discontinued activities (Uticaj obustavljenih aktivnosti)	214	3	45
Change in total cash inflows (Promena u ukupnom prilivu novca)	220	91	45
Change in total cash outflows (Promena u ukupnom odlivu novca)	-1,705	-633	-2,686
Net cash from financing activities CFF (Neto Finansijski Cash Flow)	-1,485	-542	-2,641
Net change in cash and cash equivalents before currency impact (Neto promena u gotovini i ekvivalentima pre kursnih razlika)	-50	590	-487
Impact of currency fluctuations (Uticaj kursnih razlika)	14	-59	-27
Net change in cash and cash equivalents after currency impact (Neto promene u gotovini i ekvivalentima posle kursnih razlika)	-36	531	-514
Cash and cash equivalents at beginning of year*	3,733	3,202	3,717
Cash and cash equivalents at end of year	3,697	3,733	3,202

*Izvor- www.carrefour.com

Ova Cash flow analiza je pripremljena korišćenjem *indirektne metode*. Promene u prilivu i odlivu novca su podeljene u tri dela: poslovne aktivnosti, aktivnosti investiranja i aktivnosti finansiranja.

5.2.1. Poslovne aktivnosti

U 2006. god. kompanija je generisala €4,542mil. promene poslovnog priliva novca, dok je promena poslovnog odliva novca bila €1,072mil., ostvarujući pozitivnu razliku u Cash flow-u u iznosu od €3,469mil. Pozitivni Cash flow iz poslovnih aktivnosti pokazuje da je kompanija spremna da odgovori svojim kratkoročnim obavezama u vidu kamata, kao i dospelih kratkoročnih i dugoročnih obaveza. Pozitivni poslovni Cash flow pokazuje i sposobnost kompanije da naplati potraživanja i obezbedi sebi veći priliv novca iz osnovne delatnosti.

Treba takođe naznačiti da u poslednje 3 godine iako Carrefour beleži stalni rast prodaje i bruto profita, neto poslovni Cash flow je sve manji i manji, i to u

sledećoj proporciji u odnosu na bruto profit - 1.24:1.40:1.68 za godine 2006:2005:2004. Pažljivim proučavanjem uočavamo da su na ovakvu proporciju veliki uticaj imala amortizacija, promene u neto obrtnim sredstvima i uticaj obustavljenih aktivnosti, stavke koje su poslednje 2 godine poslovanja sve više širile svoj negativni uticaj.

5.2.2. Aktivnosti investiranja

Cash flow koji nastaje od Aktivnosti investiranja pokazuje kako jedna kompanija pokriva troškove nabavke i prodaje osnovnih sredstava. Carrefour SA je 2006.god. generisao razliku od €2,078mil. upliva keša od divesticija i €4,111mil. odliva, što rezultira negativni CFI u iznosu od €2,033mil.

Poslednje 3 godine Carrefour pokazuje negativan CFI upravo zbog pojačanog investiranja, tj agresivne politike njenog menadžmenta od 2005. god. u cilju što veće ekspanzije. Od €2,4 milijarde investicija u 2004.god., Carrefour je investirao €3,4 milijarde u 2006. god., što čini 4.3% od prodaje u istoj godini (u poređenju sa 3.4% u 2004.). I narednih godina, prema predviđanjima menadžmenta, kapitalne investicije bi trebalo da ostanu na visokom nivou, tj 4-5% od prodaje.

Međutim, zabeležen je i trend sve većih divesticija nastalih kao rezultat povlačenja Carrefour-a sa nedovoljno profitabilnih tržišta, a ujedno obezbeđujući finansijska sredstva za dalje investicije, tako da je sve to rezultiralo smanjenjem negativnog cash flow-a u 2006. u odnosu na prethodne 2 godine (€2,033mil: €2,617mil: €2,147mil.).

5.2.3. Aktivnosti finansiranja

Aktivnosti finansiranja za Carrefour S.A. u 2006. su rezultirale negativno, sa €1,485 mil. novčanog odliva. Novčani prilivi su ostvareni jedino kroz emisiju akcija i

kroz uticaj obustavljenih aktivnosti (ukupno €220mil.). Odlivi su uzrokovani najvećim delom isplatama dividendi i negativnim promenama u pozajmicama (ukupno odliva -1,705mil. €).

Izvođenjem pojedinih podataka iz osnovne analize Cash flow, dolazimo do *Slobodnog novčanog toka*. On je pozitivan sve 3 godine, uz osetan pad od 2005. u odnosu na 2004., najvećim delom zbog visine novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, ali je zato u 2006. ostao stabilan i pored povećanja isplate dividendi.

u mil. eur

<i>Neto novčani tok iz poslovne aktivnosti</i>	3,469	3,749	4,301
<i>Neto ulaganja u dugoročna stalna sredstva</i>	(1,290)	(1,622)	(1,525)
(Prilivi od prodaje stal.sred.-Odlivi od nabavke stal.sred)			
<i>Dividende</i>	(814)	(758)	(677)
Free Cash Flow FCF (Slobodni novčani tok)	1,365	1,365	2,099

Upravo visina slobodnog novčanog toka nakon isplaćenih dividendi daje smernicu da li je kompanija sposobna da podnese dalja investiranja i širenja.

Još jedan od pokazatelja uspešnosti i jačine kompanije je njena vrednost po akciji, tj tržišna vrednost kompanije. Da li iz godine u godinu akcije kompanije rastu zavisi od mnogo faktora, a jedan od glavnih je ubeđenje i poverenje ljudi, tj kreditora koji su spremni u nju da ulažu.

U slučaju Carrefour-a, primetno je da je isplata dividendi rasla iz godine u godinu, iako je bilo i dosta ulaganja. Pretpostavka je da je menadžment tim time želeo da zadovolji akcionare kompanije. Rast dividendi je prikazanu sledećoj tabeli, kao i prinos u procentima:

Carrefour stock

Carrefour is listed on the SRD Eurolist (Deferred Payment Service, ISIN code FR 0000120172). It is included in the following indices: CAC 40, DJ Euro Stoxx 50 and DJ Stoxx 50. On 29 December 2006, the share was in 9th position in the CAC 40 Index in terms of market capitalization, with a weighting of 2.87%.

(In euros)	2002	2003	2004	2005	2006
Quoted price: highest	58.15	46.34	44.11	41.75	51.15
lowest	38.07	29.35	33.70	35.36	38.10
on 31 December	42.43	43.52	35.04	39.58	45.94
Number of shares on 31 December	716,141,771	716,142,383	705,119,550	704,902,716	704,902,716
Market capitalization on 31 December (in billions of euros)	30.4	31.2	24.7	27.9	32.4
Average daily volume	2,567,064	2,513,291	3,028,232	2,613,756	3,117,619
Net income per share from recurring operations	-	-	2.56	2.58	2.64
Net dividend	0.64	0.74	0.94	1	1.03*
Yield	1.50%	1.70%	2.70%	2.53%	2.24%

* Subject to the approval of the shareholders at their Annual Meeting on 30 April 2007.

Sledi prikaz cene po akciji i tržišne cene po akciji (pored isplaćenih dividendi). Zabeleženi rast iz godine u godinu odaje utisak da menadžment Grupe uspešno vodi politiku ekspanzije i da su odluke kako o investicijama, tako i o divesticijama, bile dobro donošene. Ukoliko ovakav rast i stabilnost akcije budu održivi, dokazaće se da su ovakva ulaganja u strana tržišta dovela do dugoročne stabilnosti kompanije, a ne izazvala tek trenutni rast akcija, što će tek budućnost pokazati.

in euros / u eurima	31/12/06	31/12/05	31/12/04
Earnings per share from recurring operations			
(Cena po akciji)	2.64	2.57	2.49
Market price per share (Tržišna cena akcije)	45.94	39.58	35.04
Dividend per share (Dividenda po akciji)	1.03	1	0.94
Yield (Prinos)	2.24%	2.53%	2.70%

Izvor: www.carrefour.com

5.2.4. Ukupna promena u Cash flow-u

Posle analiza performansi poslovnog, investicionog i finansijskog Cash flow-a, ukupna promena CF Carrefour grupe je -36mil.€ za 2006. god., dok je u 2005. CF pokazao pozitivnu promenu 531mil.€, nasuprot 2004. kada je promena CF bila opet negativna -541mil.€.

Ovakve velike varijacije u profilu novčanih tokova se objašnjavaju najvećim delom promenama u Aktivnostima finansiranja gde promene u zaduživanjima variraju od -1.641mil.€ za 2004., 125mil.€ za 2005., da bi 2006. bilo -799mil.€ što čini godišnju promenu od čak 6 puta u odnosu na 2005. god. što opet objašnjavamo rizičnom politikom zaduživanja zbog ekspanzije. Takođe, primećuje se iz godine u godinu i smanjenje neto priliva iz poslovnih aktivnosti.

Smanjenje u neto prilivima iz poslovnih aktivnosti sugerise alarm imajući u vidu da su ukupni prihodi rasli iz godine u godinu. Za tako nešto je potrebno ući u dublju analizu odakle potiče razlog smanjenja novčanih priliva tj iz kog dela grupe, prateći na taj način tržišta koja loše posluju i pomoći menadžmentu u donošenju pravih odluka.

Treba međutim naznačiti da negativna promena od -36mil.€ za 2006. predstavlja razliku od 3,733mil.€ na početku godine i 3,697mil.€ na kraju godine, što je ustvari negativna promena od samo 0,96%. Za 2005. je ta promena bila 116.58% u pozitivnom smeru, a u 2004. 86.4% u negativnom u odnosu na početne i krajnje balanse novca i novčanih ekvivalenata.

Negativna promena u Cash flow-u je nastala kao posledica velikog kapitalnog ulaganja, a zatim i finansijskih aktivnosti, pozajmica i isplata dividendi. Treba naglasiti da se ove investicije odnose na ekspanziju koje nose određeni rizik, tako da bi tek u budućnosti trebalo ubirati plodove trenutnih investicija. Malo nam sumnju unose velike varijacije koje alarmiraju na nedovoljnu likvidnost kompanije. S druge strane, dobro poslovanje i pozitivni poslovni Cash flow, vraćaju nadu da će kompanija još dugo moći da odgovara svim obavezama.

<u>Pokazatelji na osnovu novčanih tokova</u>		2006	2005	2004
<i>Ratio of CFO on Total Net Earnings (Odnos neto novčanog toka i neto dobiti)</i>	CFO/Total Net Earnings (Neto novčani tok iz posl. aktiv./neto dobit)	1.43	2.37	2.46
<i>Ratio of CFO on Net Sales (Učešće neto novčanog toka u prihodima od prodaje)</i>	CFO/Net Sales (Neto novčani tok iz posl. aktiv./neto prihodi od prodaje)	0.04	0.05	0.06
<i>Ratio of CFO on Total Assets (Odnos neto novčanog toka i ukupnih sredstava)</i>	CFO/Total Assets (Neto novčani tok iz posl. aktiv./Prosečna ukupna sredstva)	0.07	0.08	0.10

Pročavajući pokazatelje na osnovu novčanih tokova, primetno je da vrednosti u sva tri pokazatelja beleže opadajući trend iz godine u godinu.

Dok kompanija ostvaruje 1.43 eura na svaki 1 eur neto dobiti, što je izuzetno dobro, učešće gotovine u neto prihodima od prodaje je samo 0.04 eura.

Odnos neto novčanih tokova prema ukupnim sredstvima takođe beleži silazni trend, što govori da je kompanija ranijih godina bolje iskorišćavala svoju imovinu za generisanje gotovine.

Rezultati analize finansijskih pokazatelja i Cash flow-a

Nakon pažljivih analiza može se zaključiti da je kompanija Carrefour S.A. u relativno dobrom finansijskom položaju. Karakteristično je da se kod većine pokazatelja primećuje izuzetna stabilnost ili blagi porast, što je karakteristično za kompanije koje posluju na stabilnim tržištima.

Ono što joj na prvi pogled daje negativan rejting je činjenica da je u 2006. promena neto Cash flow-a bila negativna, što vodi zaključku da je kompanija malo teže generisala novčane prilive koji vode razvoju kompanije. Međutim, treba naglasiti da je visina promene negativnog iznosa Cash flow-a iznosila samo 1% od poslovnog Cash flow-a. Drugim rečima, prelomna tačka je na 1% više poslovnog Cash flow-a i u tom slučaju bi neto promena Cash flow-a bila pozitivna. Sa druge strane, investicioni i finansijski Cash flow su bili negativni, ali to je potpuno logično uzimajući u obzir kompanijsku politiku ekspanzije i ulaganja. Ovakva šema je karakteristična za stabilne kompanije koje se dugo nalaze na tržištu.

Uopšteno govoreći, sama sposobnost kompanije da generiše dosta novčanih tokova iz poslovne aktivnosti, omogućila joj je da dozvoli sebi „leverage“ ili zaduženost po osnovi širenja kompanije i ulaganja u nova tržišta. Međutim, pokazatelji kratkoročne likvidnosti nam pokazuju da novčana sredstva koja generiše od prodaje nisu dovoljna, ali zato tu stoji potkrepljenje da je kompanija uzela neophodne zajmove bez negativnih klauzula. Sa druge strane, kompanija

isplaćuje iz godine u godinu dividende, što je svakako čini interesantnom za ulaganje i ostavlja osećaj sigurnosti i stabilnosti.

Ukupna zaduženost kompanije je $\frac{2}{3}$ od ukupnog kapitala, što opet uzimajući u obzir ekspanziju kompanije, govori o tome da ona maksimalno koristi sva svoja sredstva kako bi došla do obrta profita u budućnosti. Treba naglasiti da ovako nešto nosi svakako i veliku dozu rizika da se investicije neće povratiti.

Kada govorimo o efikasnosti kompanije, a imajući u vidu da je maloprodaja grana industrije kod koje je veliki obrt kupaca i zaliha, iznosimo zaključak da je i Carrefour dosta efikasan po svim ovim pitanjima. Međutim, period obrta dobavljača od 100 dana daje negativam kreditni bonitet kompaniji. Ovo svakako ide u prilog Carrefour-u jer prosečan period obrta kupaca iznosi 17 dana, što je drastična razlika. Možda je upravo ovo stavka koja u neku ruku na jedan pomalo nepravedan način nadoknađuje nedovoljnu likvidnost, a pritom nosi značajan rizik od narušavanja antimonopolskih propisa.

Kada govorimo o iskorišćavanju ostalih resursa u cilju što bolje prodaje, primećuje se da je Carrefour dao znatno bolje rezultate u odnosu na Tesco. Naročito po pitanju obrta osnovnih sredstava, Carrefour pokazuje duplo veći obrt od Tesca. To se verovatno može zahvaliti i podatku koji se nalazi u investicionom Cash flow-u, gde primećujemo da i pored značajnih ulaganja u osnovna sredstva i politike ekspanzije, Carrefour takođe povlači sa nekih tržišta, evidentno sa onih koja se ne uklapaju u buduće planove i nisu se pokazala dovoljno efikasna i profitabilna.

Isti stav se može primeniti i na profitabilnost. Carrefour iz godine u godinu ostvaruje zadovoljavajuću stopu bruto dobitka, a što se tiče neto stope, radi na njenom poboljšanju, naročito na faktorima koji utiču na sam neto dobitak (kao što su administrativni troškovi i troškovi iz redovnog poslovanja koji se smanjuju iz godine u godinu). Ovo samo pojačava činjenicu da je celokupna efikasnost

kompanije dobra jer izbegava preterane troškove koji bi svakako negativno uticali na profitabilnost.

Uzevši u obzir sve gore navedene komponente, kao što su likvidnost, efikasnost, solventnost i profitabilnost, može se ponovo potvrditi činjenica da je Carrefour kompanija sa zavidnim performansama. Kao krajnji zaključak iznosimo da je kompanija obezbedila sredstva kojima može da odgovori na svoje obaveze. Sa druge strane, dobro iskorišćava resurse i generiše adekvatan Cash flow koji joj omogućava da finansira svoje poslovanje. Pomenuto joj omogućava da bude 2. vodeća sila u svetu u maloprodaji, kao i da očekuje, ovakvim svojim zalaganjima i hrabrom ekspanzivnom politikom, još svetliju budućnost.

Zaključna razmatranja

Nakon svega izloženog, može se potvrditi postavljena hipoteza: proces primene finansijske analize i finansijskih instrumenata zavisi od ekonomskog i pravnog sistema države tako što njihova stabilnost direktno utiče na stabilnost finansijskih analiza. Razvijenost pravnih regulativa, kao i primene međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja i računovodstva omogućavaju globalni razvoj tržišta, kontrolu nad takvim globalnim poslovanjem i merljivost rezultata koji su osnova za poslovno odlučivanje.

Dalje, uočljivo je šta Analiza finansijskih pokazatelja može da pruži od informacija kako menadžmentu, tako i eksternim korisnicima. Od svih njih, najbitnije su sledeće: o stanju finansijskih izvora, o sposobnosti kompanije da odgovara budućim obavezama i o profitabilnosti same kompanije. Upravo ovi podaci daju menadžmentu snagu, volju i podstrek da nastave dalje. S druge strane, kreditorima ove informacije govore da li u kompaniju treba ulagati ili ne i smanjuju informacionu asimetriju.

Performanse kompanije koje nisu poželjne signaliziraju crveno svetlo za analitičara i predstavljaju znak da nešto treba da se uradi u cilju poboljšanja položaja likvidnosti, rentabilnosti ili finansijske strukture (zaduženosti).

Menadžment dobija bolju predstavu o finansijskom statusu kompanije ako poredi više različitih pokazatelja zajedno, nego pojedinačno. Sami pokazatelji nikada nisu eksplicitni, već uvek mora da se izvrši odgovorajuće poređenje da bi se došlo do tačno evaulacije.

Finansijskim pokazateljima samo analiziramo trendove pokazatelja po vremenskoj liniji i uočavamo indikatore uspešnosti ili potrebe za poboljšanjem. Trendovima dobijamo i informacije na osnovu koje možemo da predvidimo budućnost kompanije, kao i da proverimo da li se naša investicija isplatila i da li ima uzlazni trend.

Međutim, treba takođe naglasiti da je Analiza finansijskih pokazatelja nešto na čemu se treba još raditi i generalizovati da bi sami rezultati bili pouzdaniji. To prvenstveno zavisi od pokazatelja koji su nestabilni i nedosledni ako se posmatraju kroz različite vremenske periode i industrije. Da bi eksterni korisnici zaista mogli da donose odluke prema njima, mora da postoji veća stabilnost i preciznost, što je za sada nemoguće utvrditi.

U ovom radu, analizom Cash flow-a, dobijamo konkretne informacije o sposobnosti kompanije da generiše novčane tokove, kao i njene potrebe da istim raspolaže, čime možemo da projektujemo buduće poslovanje.

U isto vreme, proveravamo verodostojnost tvrdnji koje možemo da pročitamo u Izveštaju o finansijskom poslovanju rukovodstva kompanije Carrefour S.A. gde uvek stavljaju akcenat na neto prodaju.

Cash flow nam daje bitne podatke o slobodnom novčanom toku koji je često veoma značaja menadžmentu kompanije pri donošenju odluka o investiranjima i akvizicijama.

Kreditori dobijaju značajne informacije o odnosu isplata dividendi i akumuliranju neto dobitka, kao i o ceni akcija.

Ovo su glavni zaključci koji su se mogli izvući nakon analize studija slučaja u ovom istraživanju. Zato ovaj rad, nakon kraćeg uvoda o osnovnim pojmovima, prikazuje na studiju slučaja jedan način praćenja tog globalnog poslovanja pritom znajući da su neki delovi tek delimično objašnjeni, ali je bilo neophodno dotaći ih se kako bi rad dobio jedan sveobuhvatan karakter.

U vreme globalizacije i enormnog rasta i razvoja ekonomije, često se ogromne korporacije i hiljade zaposlenih nalaze u rukama nekolicine ljudi. Ovim radom je pokušano da se još jednom potvrdi sledeća teza: da bi se vodilo uspešno, a dugoročno poslovanje, koje zbog zahteva tržišta i kreditora mora da beleži stalni rast, neophodno je da se uspostavi adekvatna kontrola, poštovanje procesa i propisa i pošteno prikazivanje finansijskih izveštaja.

LITERATURA I OSTALI IZVORI

LITERATURA:

1. Prof.dr Slaviša M. Đorđević „**Poslovne kombinacije-računovodstveni aspekt**“, Ekonomski fakultet Priština, 2007
2. Dr Milutin Ćirović, „**Fuzije i akvizicije**“, Prometej, Novi Sad 2004
3. Peter Atrill & Eddie McLaney, „**Accounting and Finance for Non-Specialists**“, fifth edition, (Prentice Hall, Financial Times), Essex, England 2006
4. Thomas P. Edmonds, Cindy D. Edmonds, Bor-Yi Tsay, „**Fundamental Managerial Accounting Concepts**“, second edition, (McGraw-Hill/Irwin), New York, 2003
5. Gaughan, Patric A., „**Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring**“, John Willey&Sons, Inc New York, 1996
6. Prof. Dr Milan I. Miljević, „**Skripta iz metodologije naučnog rada**“, Filozofski Fakultet Univerziteta u Sarajevu, Pale, 2007.godine
7. Dr Goranka Knežević, „**Ekonomsko-finansijska analiza**“ (Teorija i analiza bilansa), Interni materijal, Univerzitet Singidunum, Beograd, oktobar 2007.god.
8. Dr V. Milićević, Dr D. Malinić, Prof. Dr N. Stevanović „**Upravljačko računovodstvo**“, Ekonomski Fakultet, Beograd, 2006.godine
9. Prof. Dr D. Krasulja i Prof. Dr M. Ivanišević, „**Poslovne finansije**“, Ekonomski fakultet u Beogradu, 1999
10. Prof. Dr R. Radovanović, Prof. Dr Kata Škarić-Jovanović, „**Finansijsko računovodstvo**“, Ekonomski Fakultet, Beograd, 1999.godine

NEAUTORIZOVANI IZVORI:

11. **International Financial Reporting Standards** (IFRSs™), 2004
12. **MRS 1-41** („Sl. Glasnik RS“, br. 133/2003-rešenje)
13. **Zakon o računovodstvu i reviziji** („Sl. Glasnik RS“, br. 46/2006)

14. **Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike** („Sl. Glasnik RS“, br. 114/2006 i 5/2007-ispr.)
15. **Privredni savetnik**, Časopis za računovodstvo i poslovne finansije, Beograd, 2008
16. **Zakon o privrednim društvima**, „Sl. Glasnik RS“, br. 125/04
17. **Zakon o preuzimanju akcionarskih društava**, „Sl. Glasnik RS“, br. 46/06

INTERNET ADRESE I IZVORI:

18. www.slglasnik.com - **SLUŽBENI GLASNIK**
19. <http://www.carrefour.com/cdc/finance/> - **ZVANIČNI SAJT KOMPANIJE CARREFOUR S.A.**
20. <http://www.bized.co.uk/compact/ratios/ror12.htm>
21. <http://lipas.uwasa.fi/~ts/ejre/ejre.html#s10> - **“A Review of Theoretical and Empirical Basis of Financial Ratio Analysis”**, by Timo Salmi i Teppo Martikainen, University Vaasa, Helsinki, Finland
22. <http://retailowner.com/> - Available benchmarkes for stores in NAISC
23. <http://www.tesco.com/> - **ZVANIČNI SAJT KOMPANIJE TESCO PLC**
24. <http://www.fitchratings.com/> - **„Carrefour S.A.“** by analysts Johnny Da Silva i Guilio Lombardi, Fitch Ratings 19 July 2007

NAUČNE PUBLIKACIJE I OSTALI IZVORI:

25. **“Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future”**, by K. Shimizu, M. A. Hitt, D. Vaidyanath, V. Pisano, Journal of International Management, July 2004
26. M. Granlund, **“Management accounting system integration in corporate mergers”** Turku School of Economics and Business Administration, Finland, 2002
27. Martin Lipton, **“Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries”**, 2006
28. **„Carrefour S.A.“** by analysts Johnny Da Silva i Guilio Lombardi, Fitch Ratings 19 July 2007
29. Ben Perkins, **“The European retail grocery market overview”**

30. Jarrad Harford, „**What drives merger waves?**“, Journal of Financial Economics, May 2004
31. Inga Bergel, „**Effects of Globalization on Antitrust Policy**“, Economics of Regulation, November 1997
32. Jinghua Yan, „**Merger Waves: Theory and Evidence**“, December 2006
33. Supermarket Strategic Alert, Special report 001, „**Consolidation&Globalization**“
34. Michael Porter, „**Competition in Global Industries 2-3**“, 1986
35. UNCTAD, World Investment Report 2004, The Shift Towards Services, Overview, United Nations, New York/Geneva, 2004