

UNIVERZITET SINGIDUNUM
POSLOVNI FAKULTET U BEOGRADU

DIPLOMSKI RAD

**Analiza finansijskih izveštaja: Imlek AD,
Mlekara Subotica AD i Somboled doo**

Mentor:

Prof. dr Nemanja Stanišić

Kandidat:

Nino Vesković

Beograd, 2015

Analiza finansijskih izveštaja: Imlek AD, Mlekara Subotica AD i Somboled doo

Nino Vesković^{1a}

^aPoslovni fakultet u Beogradu, Univerzitet Singidunum, Danijelova 32, Beograd, Srbija

Apstrakt

U ovom radu izvršili smo analizu finansijskih izveštaja tri privredna društva koja su, po vrednostima pokazateljima tržišnog učešća ocenjena kao lideri mleinarske industrije Republike Srbije. Analiza je zahtevala detaljno istraživanje kako bi se kroz proces kvantifikacije i deskripcije najbitnijih finansijskih pokazatelja došlo do zaključaka o finansijskom položaju i uspešnosti poslovanja analiziranih društava. Zaključci analize su prezentovani u kontekstu interesa svih značajnih stejkholdera društva.

Ključne reči: analiza finansijskih izveštaja, zaduženost, likvidnost, profitabilnost, operativni leveridž, periodi konverzije, kreditna analiza, DuPont analiza, Z skor.

Financial Statement Analysis: Imlek Inc, Mlekara Subotica Inc and Somboled Ltd

Nino Vesković

^aFaculty of Business in Belgrade, Singidunum University, 32 Danijelova St., Belgrade, Serbia

Abstract

In this paper we analyzed the financial statements of three companies which are, in the values of indicators of market share estimated as leaders of the dairy industry of the Republic of Serbia. Analysis requested detailed survey to be through the process of quantification and description of the most important financial indicators to reach conclusions regarding the financial position and operating performance of the analyzed companies. The conclusions of the analysis are presented in the context of the interests of all relevant stakeholders in society.

Keywords: financial statement analysis, debt, liquidity, profitability, operating leverage, conversion period, credit analysis, DuPont analysis, Z-score.

¹ nino.veskovic.12@singimail.rs

Sadržaj

Apstrakt.....	2
Abstract.....	2
1 Uvod.....	7
2 AD Imlek – Osnovni podaci	7
2.1 Bitni detalji iz prošlosti	8
2.2 Bitni detalji za razumevanje trenutne finansijske situacije	9
2.3 Utvrđivanje društava u kontrolnoj grupi	9
2.3.1 Osnovni podaci o društvu AD Mlekara Subotica.....	10
2.3.1.1 Bitni detalji iz prošlosti.....	10
2.3.2 Osnovni podaci o društvu Somboled doo	11
2.3.2.1 Bitni detalji iz prošlosti.....	12
2.3.2.2 Bitni detalji za razumevanje trenutne finansijske situacije.....	12
3 Finansijska analiza	13
3.1 Tržišno učešće	13
3.1.1 Herfindahl – Hirshman indeks	14
3.2 Materijalno značajne stavke iz bilansa.....	15
3.2.1 Materijalno značajne stavke aktive bilansa stanja – AD Imlek.....	15
3.2.1.1 Nekretnine, postrojenja i oprema.....	16
3.2.1.2 Učešće u kapitalu	16
3.2.1.3 Zalihe	17
3.2.1.4 Potraživanja.....	17
3.2.2 Materijalno značajne stavke pasive bilansa stanja – AD Imlek	18
3.2.2.1 Osnovni kapital.....	18
3.2.2.2 Dugoročni krediti	19
3.2.2.3 Kratkoročne finansijske obaveze	19
3.2.2.4 Obaveze iz poslovanja.....	20
3.2.3 Materijalno značajne stavke bilansa uspeha – AD Imlek.....	20
3.2.3.1 Prihodi od prodaje	21
3.2.3.2 Poslovni rashodi	21
3.2.3.2.1 Troškovi materijala	23

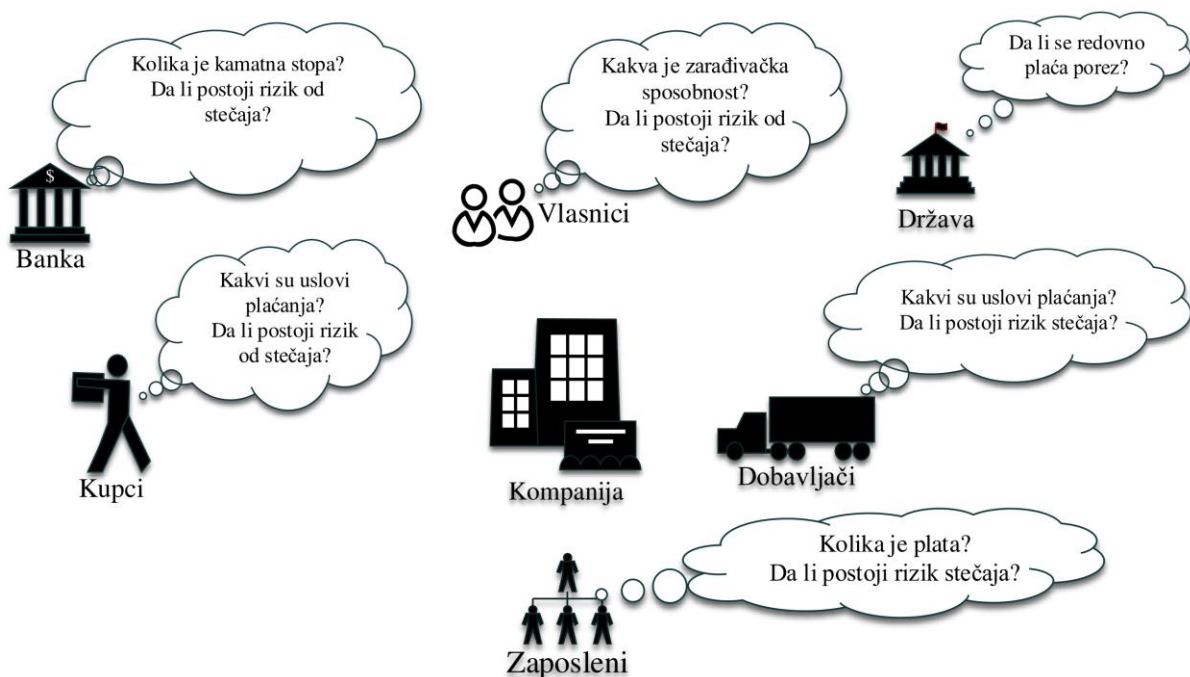
3.2.3.2.2	Troškovi zarada, naknada zarada i ostalih ličnih rashoda.....	23
3.2.4	Materijalno značajne stavke aktive bilansa stanja – AD Mlekara Subotica	24
3.2.4.1	Nekretnine, postrojenja i oprema.....	24
3.2.4.2	Zalihe	25
3.2.4.3	Potraživanja.....	25
3.2.5	Materijalno značajne stavke pasive bilansa stanja – AD Mlekara Subotica.....	25
3.2.5.1	Osnovni kapital.....	26
3.2.5.2	Kratkoročne finansijske obaveze	26
3.2.5.3	Obaveze iz poslovanja	27
3.2.6	Materijalno značajne stavke bilansa uspeha – AD Mlekara Subotica.....	27
3.2.6.1	Prihodi od prodaje	28
3.2.6.2	Poslovni rashodi	28
3.2.6.2.1	Troškovi materijala	30
3.2.7	Materijalno značajne stavke aktive bilansa stanja – Somboled doo	30
3.2.7.1	Nekretnine, postrojenja i oprema.....	31
3.2.7.2	Zalihe	31
3.2.7.3	Potraživanja.....	31
3.2.8	Materijalno značajne stavke pasive bilansa stanja – Somboled doo.....	32
3.2.8.1	Osnovni kapital.....	32
3.2.8.2	Obaveze iz poslovanja	33
3.2.9	Materijalno značajne stavke bilansa uspeha – Somboled doo	33
3.2.9.1	Poslovni prihodi	34
3.2.9.2	Poslovni rashodi	34
3.2.9.2.1	Troškovi materijala	36
3.2.9.2.2	Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi.....	36
3.3	Osnovni pokazatelji.....	37
3.3.1	Poslovna imovina.....	37
3.3.2	Neto kapital.....	37
3.3.3	Poslovni prihodi.....	38
3.3.4	Poslovni rezultat	38
3.3.5	Neto rezultat	38
3.3.6	Broj zaposlenih	39

3.3.7	Zaključak sekcije	39
3.4	Zaduženost	40
3.4.1	Racio zaduženosti	40
3.4.2	Racio kamatonosne zaduženosti.....	41
3.4.3	Zaključak sekcije zaduženosti	42
3.5	Likvidnost.....	42
3.5.1	Neto obrtni fond (sredstva)	42
3.5.2	Tekući pokazatelj likvidnosti – Tekući racio	43
3.5.3	Pokazatelj raducirane likvidnosti – Brzi racio.....	44
3.5.4	Racio gotovine.....	45
3.5.5	Zaključak sekcije likvidnosti	46
3.6	Profitabilnost.....	46
3.6.1	Neto margina	46
3.6.2	Stopa prinosa na kapital	47
3.6.3	Poslovna margina	48
3.6.4	Stopa prinosa na imovinu	49
3.6.5	Stopa prinosa na investirani kapital	49
3.6.6	Stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti	51
3.6.7	Zaključak sekcije profitabilnosti	51
3.7	Operativni leveridž.....	52
3.8	Periodi konverzije	54
3.8.1	Periodi naplate potraživanja.....	54
3.8.2	Periodi plaćanja obaveza	54
3.8.3	Periodi konverzije zaliha.....	55
3.8.4	Periodi konverzije gotovine	56
3.8.5	Zaključak sekcije	57
3.9	Kreditna analiza	57
3.9.1	Z skor za privatna privredna društva.....	58

3.9.2	Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju	59
3.9.3	Zaključak sekcije kreditne analize	61
3.10	Analiza gotovinskih tokova	61
3.10.1	Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala	61
3.10.2	Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima	62
3.10.3	Zaključak sekcije analize gotovinskih tokova	63
3.11	DuPont analiza	63
3.12	Ostali pokazatelji	65
3.12.1	Racio pokrića kamate	65
3.12.2	Učešće stalne u poslovnoj imovini	66
3.12.3	Procenat stranog vlasništva	67
3.12.4	Racio isplate dividende	67
3.12.5	Efektivna poreska stopa	68
3.12.6	Kamatna stopa	69
3.12.7	Kapital investiran u primarnu poslovnu delatnost po zaposlenom	70
3.12.8	Prosečna neto zarada	71
3.12.9	Implicirana stopa rasta	72
3.12.10	Održiva stopa rasta	72
3.12.11	Zaključak sekcije ostalih pokazatelja	73
4	SWOT analiza	74
5	Porterov model od „pet sila“	75
5.1.1	Rivalitet između postojećih konkurenata	75
5.1.2	Opasnosti od ulaska novih konkurenata	75
5.1.3	Substituti	75
5.1.4	Pregovaračka moć kupaca	76
5.1.5	Pregovaračka moć dobavljača	76
6	Zaključak	76
	Literatura	77

1 Uvod

Na pitanje da li je određena kompanija dobra ili ne, prikladno je uzvratiti potpitanjem: Gledano sa čijeg aspekta? Kako su kompanije koje podjednako dobro zastupaju interese vlasnika, države, zaposlenih, poverilaca, dobavljača i kupaca izuzetno retke, odgovor na prethodno pitanje će se razlikovati u zavisnosti od tačke gledišta. Sledeći prikaz (Stanišić 2015) ilustruje (često naizgled suprotstavljene) interese najbitnijih interesnih grupa (stejkholdera) jednog privrednog društva.



Prikaz 1 Cilj i svrha analize (Stanišić 2015)

Usvajajući prethodni prikaz kao okvir analize definisane grupe kompanija, u zaključku ovog rada ćemo pokušati da pružimo što tačnije odgovore na postavljena pitanja.

Zaključku će prethoditi tri zasebne celine rada. U prvom delu ćemo u sažetom obliku pružiti informacije za koje smatramo da su najbitnije za razumevanje trenutne situacije društva koja su predmet analize. U drugom delu rada ćemo prezentovati rezultate kvantitativne finansijske analize, dok će treći deo biti posvećen kvalitativnom aspektu analize.

2 AD Imlek – Osnovni podaci

- Naziv društva: AD Imlek Beograd²
- Adresa sedišta društva: Industrijsko naselje bb, Padinska skela
- Matični broj društva: 07042701

² Zvanična internet prezentacija društva na: <http://www.imlek.rs/>

- Pravna forma: Akcionarska društva
- Delatnost društva: 1051 – Prerada mleka i proizvodnja sireva
- Veličina za 2013. godinu (prema podacima za 2012. godinu): 4 – Veliko
- Vrsta revizorskog mišljenja u poslednoj dostupnoj godini: Pozitivno (*Revizorska kuća: BAKER TILLY WB REVIZIJA*³)



Prikaz 2 Korporativni logo društva AD Imlek

Izvor: <http://www.serbianlogo.com/>

2.1 Bitni detalji iz prošlosti

Mlekarska industrija Imlek formirana je 1953. godine u gazdinstvu „Lepušnica“ u Glogonjskom Ritu gde je podignuta prva priručna mlekara u PKB-u⁴.

Tabelom br. 1 dat je prikaz bitnijih događaja u poslovanju društva po godinama.

1957
UNICEF dodeljuje liniju za pasterizaciju i flaširanje 30.000 litara mleka dnevno.
1963
Proizvodnja premašuje 21 milion litara godišnje.
1972
Sprovedena je integracija Gradskog Mlekarstva Beograd u Imlek. Sistemu Imlek priključuju se mlekare u Kraljevu, Požarevcu, Gornjem Milanovcu, Velikoj Plani, Šidu i Beogradu.
1977 - 1982
U pogonima Imleka godišnje se preradi između 140 i 160 miliona litara mleka.
1992
AD Imlek i kompanija Alfa Laval iz Beča sklapaju ugovor o poslovno-tehničkoj saradnji. Partneri od tada zajednički nastupaju na svetskom tržištu u projektovanju i podizanju mlekara i opremanju tehnoloških linija, a 1987. godine i prave mlekaru u Krasnodaru u Rusiji.

Tabela 1 Bitni detalji iz prošlosti društva AD Imlek po godinama

³ Opširnije na: <https://baker-tilly-wb-revizija.ls.rs/rs/>

⁴ Poljoprivredna korporacija Beograda, opširnije na: <http://www.pkb.rs/>

2.2 Bitni detalji za razumevanje trenutne finansijske situacije

Imlek AD je regionalna kompanija koja posluje na teritorijama Srbije, Crne Gore, Bosne i Hercegovine i Makedonije. Otkupljuje mleko od više hiljada farmera-kooperanata u Srbiji i sa njima ostvaruje evropske standarde i kriterijume kvaliteta.

Pored tržišne orijentisanosti kompanija se bavi i socijalnim pitanjima. Imlek se odavno opredelio da najveću podršku pruža deci i socijalno ugroženim kategorijama. Imlek neguje partnerstvo sa Unicefom podržavajući suzbijanje nasilja u školama i edukaciju roditelja, donira centar za integraciju mladih, popularno Svratište, podržava i organizuje sportske manifestacije za decu, obezbeđuje zabavno-edukativni program za obdaništa širom Srbije i obezbeđuje zdravu mlečnu užinu, donirajući osnovne škole širom zemlje mlečnim proizvodima u cilju podsticanja zdravog razvoja dece i čitave nacije.

Prikazom br. 3 data je mapa regionalnih centara društva.

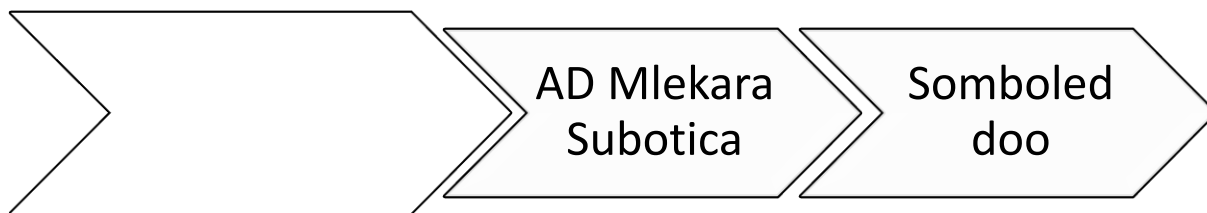


Prikaz 3 Imlek mapa regionalnih distributivnih centara

Izvor: <http://www.imlek.rs/>

2.3 Utvrđivanje društava u kontrolnoj grupi

Radi komparativne analize u kontrolnu grupu društava uključili smo: Društvo AD Mlekara Subotica, i društvo Somboled doo, koja uz AD Imlek predstavljaju stub mlekarske industrije RS. Navedena društva takođe posluju pod šifrom delatnosti 1051 – Prerada mleka i proizvodnja sireva.



Grafik 1 Utvrđivanje društava u kontrolnoj grupi

2.3.1 Osnovni podaci o društvu AD Mlekara Subotica

- Naziv društva: AD Mlekara Subotica⁵
- Adresa sedišta društva: Tolminska 10, Subotica
- Matični broj društva: 08057036
- Pravna forma: Akcionarska društva
- Delatnost društva: 1051 – Prerada mleka i proizvodnja sireva
- Vrsta revizorskog mišljenja u poslednoj dostupnoj godini: Pozitivno (*Revizorska kuća: BAKER TILLY WB REVIZIJA*)



Prikaz 4 Korporativni logo društva AD Mlekara Subotica

Izvor: <http://www.mlekara.rs/>

2.3.1.1 Bitni detalji iz prošlosti

AD Mlekara Subotica posluje od 1955. godine na prostoru Republike Srbije (RS), i jedno je od tržišnih lidera u mlekarskoj industriji. Društvo je osnovano 4. marta 1955. godine pod imenom samostalna privredna organizacija “Zadružna mlekara”.

Kolektiv od dvadesetak ljudi, sa svega par mlekarskih kanti i jednom konjskom zapregom, imao je ambiciozan zadatak da snabdeva grad Suboticu mlekom i mlečnim proizvodima. AD “Mlekara” je tada raspolagala samo sa jednim parnim kotlom i jednim postrojenjem za led.

⁵ Zvanična internet prezentacija društva na: <http://www.mlekara.rs/>

Tabelom br. 2 dat je taksativan prikaz bitnih događaja iz prošlosti društva po godinama.

1963
Prva značajnija prekretnica u postojanju i poslovanju AD "Mlekare". Umesto kanti uvodi se staklena ambalaža za mleko i jogurt. Sklapaju se ozbiljni poslovi sa Gradskim mlekarsvom iz Beograda i Sarajevskom mlekarnom. Saradnju sa Sarajevskom mlekarnom karakteriše porast proizvodnje sa 10.000 litara mleka na 30.000 litara mleka dnevno.
1968
Mlekara dobija jugoslovenski Oskar za ambalažu i to za model plastične čaše za kiselu pavlaku
1978
Mlekara nabavlja kombinovano postrojenje i još jednu sprej sušaru za preradu mleka, voća i povrća.
1985
Mlekara Subotica obeležava tri decenije uspešnog kontinuiranog razvoja poslovanja
1989
Instantizacija praškastih proizvoda. "Mlekara" Subotica je pronašla tržišnu nišu osvajajući Beograd! "Mlekara" Subotica otvara predstviništvo i prodavnicu u Beogradu i ostvaruje saradnju sa "C marketom"
1995
Mlekara doživljava svoju četvrtu deceniju poslovanja
2003
Završena je investicija za potpuno automatizovanu proizvodnju kiselo-mlečnih proizvoda koja se sastoji od nove opreme za standardizaciju mleka, pasterizaciju i homogenizaciju mleka i pavlake, proizvodnju kiselo-mlečnih proizvoda (jogurta, kiselog mleka, kisele pavlake, novih probiotskih i niskokaloričnih napitaka).
2005
Mlekara je dobila sertifikat ISO 9001: 2000. Uveden je i HACCP sistema za obezbeđenje kontrolisane proizvodnje, čime će se omogućiti izvoz u zemlje Evropske unije i u zemlje regiona.
2008
Oblast primene standarda BRC je proširen na ceo proizvodni program.
2009
Implementiran HALAL standard za sve proizvode, kojim su definisani uslovi za proizvođače prehrambenih proizvoda namenjenih za izvoz u zemlje sa pretežno muslimanskim stanovništvom.

Tabela 2 Bitni detalji iz prošlosti društva AD Mlekara Subotica po godinama

2.3.2 Osnovni podaci o društvu Somboled doo

- Naziv društva: Somboled doo
- Adresa sedišta društva: Gakovački put bb, Sombor
- Matični broj društva: 0867953
- Pravna forma: Društvo sa ograničenom odgovornošću
- Delatnost društva: 1051 – Prerada mleka i proizvodnja sireva
- Vrsta revizorskog mišljenja u poslednoj dostupnoj godini: Pozitivno (*Revizorska kuća: EY⁶*)



Prikaz 5 Korporativni logo društva Somboled doo

Izvor: <http://www.somboled.rs/>

⁶ Opšitnije na: <http://www.ey.com/CS/en/Home/EY-Serbia>

2.3.2.1 Bitni detalji iz prošlosti

Istorija društva počinje 1934. godine kada je i osnovano pod tadašnjim nazivom "Švajcarska sirana". Godinu dana nakon osnivanja, Mlekara "Švajcarska sirana" dobila je novog vlasnika, čuvenog poslodavca i veleposednika, Eugena Grabinskog, koji je velikim investiranjem u izgradnju novih pogona i topionice sira značajno proširio kapacitete ove mlekare. Za vreme Eugena Grabinskog, započet je proces ulaganja u otkup sirovog mleka i stvaranje ozbiljne sirovinske baze u Somboru i okolini, koja će u kasnijem periodu značajno uticati na dalji razvoj ove mlekare.

Tabelom br. 3 dat je prikaz vlasničke transformacije društva po godinama.

1991
Somboled postaje deoničarsko društvo
2000
Registruje se, po tada važećem zakonu, kao Akcionarsko društvo za proizvodnju i preradu mleka
2003
Somboled postaje deo Dukat mlečne industrije
2007
Dukat mlečna industrija pa tako i Somboled, ulaze u sastav francuske Lactalis grupe, danas jedne od vodećih mlečnih grupacija u svetu

Tabela 3 Vlasnička transformacija društva

2.3.2.2 Bitni detalji za razumevanje trenutne finansijske situacije

Društvo godišnje prerađuje 55 miliona litara mleka i plasira preko 45.000 tona gotovih proizvoda na tržište Srbije. Proizvodi društva se danas nalaze pod kapom robnih marki Dukat, President i Galbani koje su jedne od najpoznatijih robnih marki mlečnih proizvoda u Srbiji i vodeće u regiji. Kao što je već napomenuto u maju 2007. godine Dukat mlečna industrija pa tako i Somboled, dodatno jačaju svoje tržišne pozicije i poslovanje ulaskom u sastav francuske Lactalis grupe, danas jedne od vodećih mlečnih grupacija u svetu.

Prikazom br. 5 dat je prikaz brendova francuske Lactalis grupe koji su zastupljeni u regiji.



Prikaz 6 Lactalis u regiji

3 Finansijska analiza

Finansijska analiza baziraće će prevashodno na analizi finansijskih izveštaja preuzetih sa sajta agencije za privredne registre RS (APR⁷), kao i napomena priloženih uz iste (Agencija za privredne registre 2013b; Agencija za privredne registre 2013c; Agencija za privredne registre 2013a). Analiza će obuhvatiti najvažnije aspekte poslovanja društva, a to su:

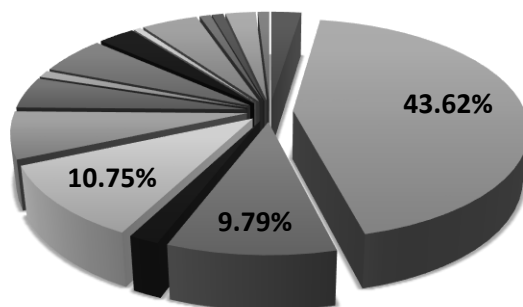
- ✓ Materijalno značajne stavke aktive i pasive bilansa stanja
- ✓ Materijalno značajne stavke bilansa uspeha
- ✓ Zaduženost
- ✓ Likvidnost
- ✓ Profitabilnost
- ✓ Operativni leveridž
- ✓ Periodi konverzije
- ✓ Kreditna analiza
- ✓ Analiza gotovinskih tokova
- ✓ DuPont analiza
- ✓ Ostali pokazatelji

Analiza će obuhvatiti period od 4 godine, počev od 2010. zaključno za 2013. godinom. Radi lakše analize, i sagledavanja dobijenih pokazatelja koristitićemo vrednosti preračunate u evre prema sledećim deviznim kursovima: 2010.-105.4982 Din.; 2011.-104.6409 Din.; 2012.-113.7183 Din; 2013.-114.6421 Din. Iskazane vrednosti su za 1 €.

3.1 Tržišno učešće

Analizu tržišnog učešća izvršili smo na osnovu poslovnih prihoda osamnaest privrednih subjekata koji posluju pod šifrom delatnosti 1051 – *Prerada mleka i proizvodnja sireva*, na prostoru Republike Srbije (RS). Na osnovu dobijenih vrednosti procenjeno je da najveća tržišna učešća imaju društva AD Imlek, AD Mlekara Subotica, i Somboled doo, iz kog razloga su i najpogodnija za analiziranje mlekarske industrije RS.

⁷ Zvanična internet prezentacija agencije za privredne registre: <http://www.apr.gov.rs/>



Grafik 2 Tržišno učešće procentualno iskazano

3.1.1 Herfindahl – Hirshman indeks

Nastanak Herfindahl-Hirshman indeksa vezuje se za Orris C. Herfindahl-a i Albert O. Hirschman-a, koji su radeći odvojeno razvili sličnu matematičku meru koncentracije, koja je kasnije i zvanično dobila naziv po njima (Miller 1982; Schramm & Renn 1984; Calkins 1983; Rhoades 1993). Naročito je postao popularan zbog svoje upotrebe od strane ministarstva pravde Sjedinjenih Američkih država (SAD) i Federalnih državnih rezervi (FED) prilikom analize efekata merdžera na konkurenciju (Cohen & Sullivan 1983; VanHoose 2009; Rittenberg 2008).

Kao pokazatelj tržišne koncentracije vrednost indeksa se izračunava sabiranjem pojedinačnih iznosa tržišnih učešća podignutih na kvadrat.

Na osnovu izračunatih vrednosti, tržište se klasifikuje kao (Knezevic et al. 2013):

1. Nekoncentrisano – HHI je ispod 15%
2. Umereno koncentrisano – HHI je između 15% i 25%
3. Visoko koncentrisano – HHI je iznad 25 %

Vrednost indeksa indicira da je tržište mlecarskih proizvoda RS umereno koncentrisano.

Naziv	Poslovni prihodi u 2013. god.	Tržišno učešće	Kvadrat Tržišnog učešća
KUC-COMPANY doo	10,599 €	2.45%	0.06%
AD Imlek	188,895 €	43.62%	19.03%
AD Mlekara Subotica	42,405 €	9.79%	0.96%
Mlekara EKO-MLEK doo	7,721 €	1.78%	0.03%
Somboled doo	46,548 €	10.75%	1.16%
AD Mlekara Šabac	29,800 €	6.88%	0.47%
Mleko produkt doo	20,139 €	4.65%	0.22%
Valletta doo	10 €	0.00%	0.00%
Mlekara doo Leskovac	4,488 €	1.04%	0.01%
Meggle Srbija doo	24,091 €	5.56%	0.31%
Granice	12,937 €	2.99%	0.09%
Mlekara-Plana AD	2,571 €	0.59%	0.00%
Niška Mlekara AD	19,978 €	4.61%	0.21%
doo COMPANY	3,914 €	0.90%	0.01%
Mlekara AD Loznica	4,147 €	0.96%	0.01%
Lazar doo	10,736 €	2.48%	0.06%
Mlekara Gložane doo	4,031 €	0.93%	0.01%
PAX-MARKETI doo	1 €	0.00%	0.00%
Zbir	433,013 €	100.00%	22.64%

Tabela 4 Herfindahl – Hirshman indeks

3.2 Materijalno značajne stavke iz bilansa

U okviru ove sekcije ćemo prikazati materijalno značajne stavke iz aktive/pasive bilansa stanja, i bilansa uspeha. Prilikom sprovođenja istraživanja detaljno smo analizirali sve pozicije koje prelaze 5% ukupne vrednosti aktive, odnosno pasive, u bilansu stanja, i pozicije koje prelaze 5% ukupne vrednosti poslovnih prihoda u bilansu uspeha.

3.2.1 Materijalno značajne stavke aktive bilansa stanja – AD Imlek

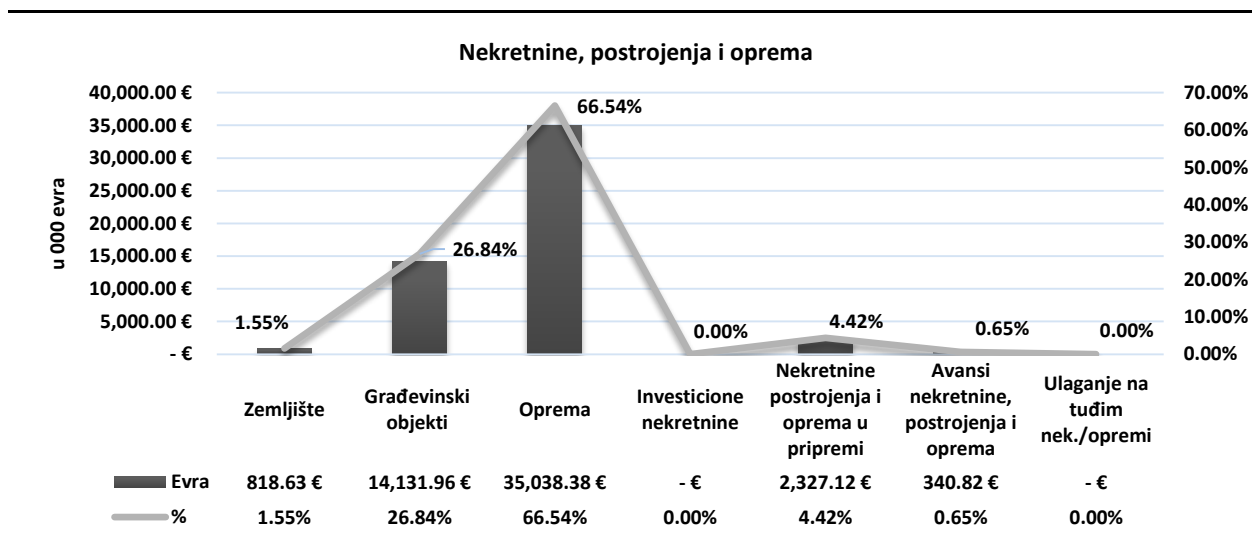
U sledećoj tabeli je dat pregled strukture aktive bilansa stanja AD Imlek, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti ukupne aktive su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2013.			
		AKTIVA	Tekuća godina Procenat
Stalna imovina	A. STALNA IMOVINA (002 + 003 + 004 + 005 + 009)		€ 161,151.41 68.76%
		III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	€ 485.21 0.21%
		IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006 + 007 + 008)	€ 52,984.67 22.61%
		1. Nekretnine, postrojenja i oprema	€ 52,656.91 22.47%
		3. Biološka sredstva	€ 327.76 0.14%
	V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)		€ 107,681.53 45.95%
		1. Učešća u kapitalu	€ 97,616.08 41.65%
		2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	€ 10,065.46 4.29%
	Obrtna imovina	B. OBRtnA IMOVINA (013 + 014 + 015)	€ 73,060.52 31.17%
		I. ZALIHE	€ 13,087.55 5.58%
		III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016 + 017 + 018 + 019 + 020)	€ 59,972.97 25.59%
		1. Potraživanja	€ 40,251.81 17.17%
		3. Kratkoročni finansijski plasmani	€ 9,915.68 4.23%
		4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	€ 7,142.11 3.05%
		5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	€ 2,663.38 1.14%
		V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	€ 153.56 0.07%
		G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)	€ 234,365.49 100.00%
		D. UKUPNA AKTIVA (022 + 023)	€ 234,365.49 100.00%

Tabela 5 Aktiva bilansa stanja na dan 31.12.2013. - AD Imlek

3.2.1.1 Nekretnine, postrojenja i oprema

Imaju vrednost od 52,656,91 hiljada evra, a detaljniji prikaz strukture pozicije dat je u nastavku.

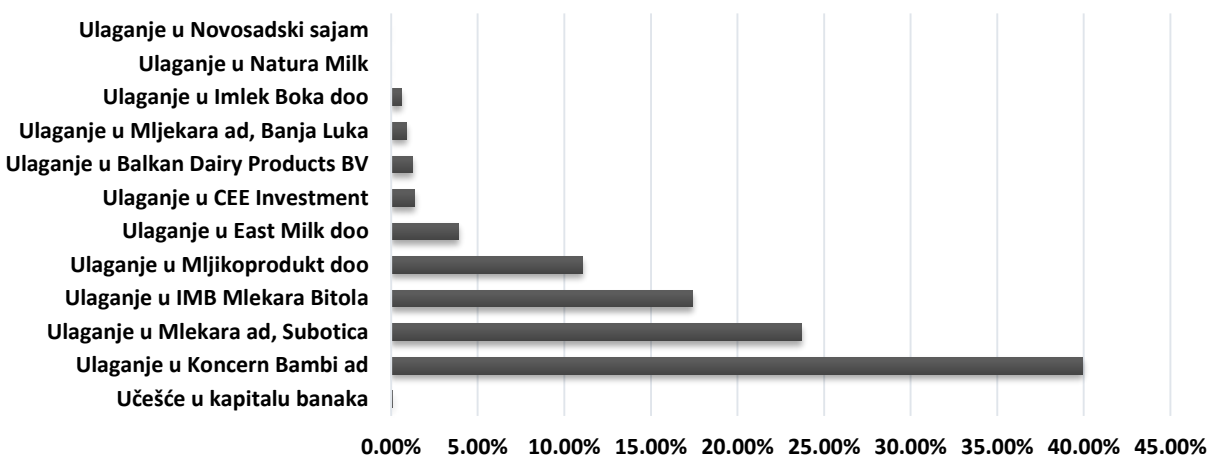


Grafik 3 Nekretnine, postrojenja i oprema

3.2.1.2 Učešće u kapitalu

Na sledećem grafiku dat je prikaz strukture pozicije, čija ukupna vrednost iznosi 97,616.08 hiljada evra.

Učešće u kapitalu

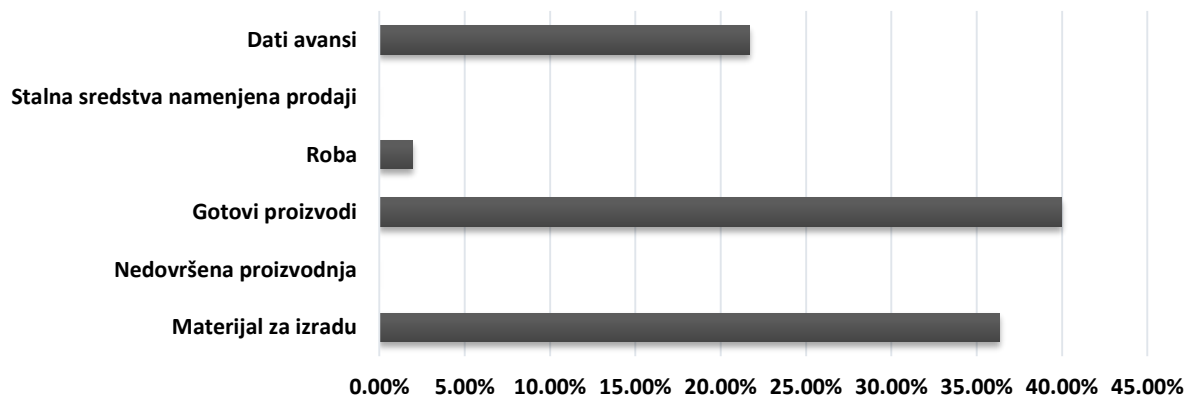


Grafik 4 Učešće u kapitalu

3.2.1.3 Zalihe

Ukupna vrednost pozicije iznosi 13,087.55 hiljada evra. Na grafiku br. 5 prikazana je struktura zaliha.

Zalihe

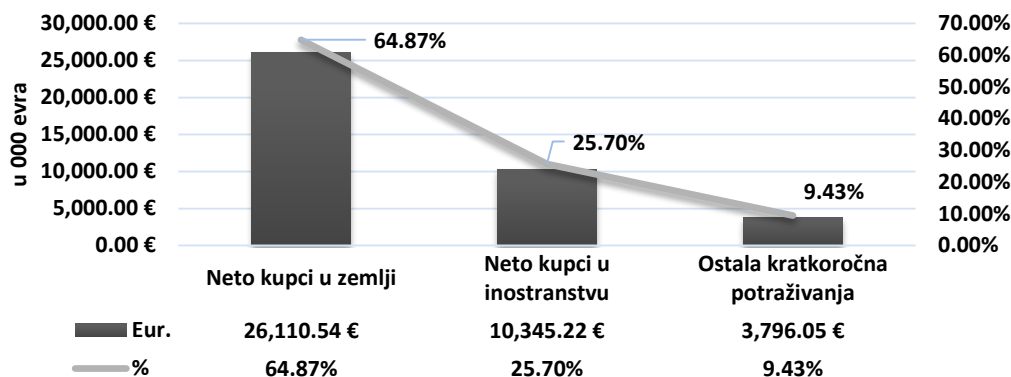


Grafik 5 Zalihe

3.2.1.4 Potraživanja

Imaju ukupnu vrednost od 40,251.81 hiljada evra. Struktura pozicije prikazana je grafikom br. 6.

Potraživanja



Grafik 6 Potraživanja

3.2.2 Materijalno značajne stavke pasive bilansa stanja – AD Imlek

U narednoj tabeli je dat pregled strukture pasive bilansa stanja AD Imlek, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti ukupne pasive su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

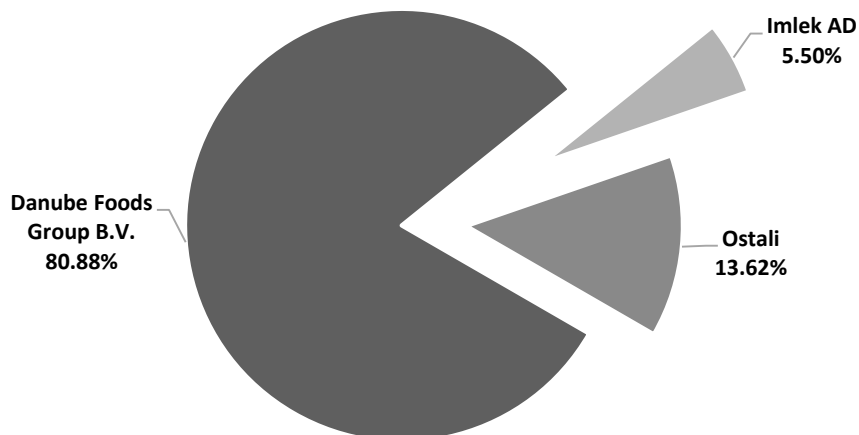
Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2013.				
		PASIVA	Tekuća godina	Procenat
Sopstveni izvori	A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)		€ 89,709.51	38.28%
	I. OSNOVNI KAPITAL		€ 37,917.48	16.18%
	III. REZERVE		€ 14,988.94	6.40%
	V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI		€ 8.76	0.00%
	VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI		€ 11.91	0.01%
	VII. NERAS POREĐENI DOBITAK		€ 38,893.29	16.60%
	IX. OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE		€ 2,087.04	0.89%
Pozajmljeni izvori	B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112 + 113 + 116)		€ 144,655.98	61.72%
	I. DUGOROČNA REZERVISANJA		€ 1,386.65	0.59%
	II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)		€ 20,056.38	8.56%
	1. Dugoročni krediti		€ 12,136.20	5.18%
	2. Ostale dugoročne obaveze		€ 7,920.18	3.38%
	III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117 + 118 + 119 + 120 + 121 + 122)		€ 123,212.96	52.57%
	1. Kratkoročne finansijske obaveze		€ 95,067.16	40.56%
	3. Obaveze iz poslovanja		€ 22,346.60	9.53%
	4. Ostale kratkoročne obaveze		€ 683.12	0.29%
	5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja		€ 4,620.62	1.97%
	6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak		€ 495.45	0.21%
G. UKUPNA PASIVA (101 + 111 + 123)			€ 234,365.49	100.00%

Tabela 6 Pasiva bilansa stanja na dan 31.12.2013. - AD Imlek

3.2.2.1 Osnovni kapital

je u visini od 37,917.48 hiljada evra, i u većinskom je vlasništvu *Danube Foods Group B.V.* Na dan 31. decembra 2013. godine akcijski kapital se sastojao od 8,037,570 običnih akcija i 12,317 prioriternih akcija čija je nominalna vrednost RSD 540 po akciji (Agencija za privredne registre 2013b). Oko 96% kapitala je u vlasništvu pravnih lica (Centralni registar HOV 2013).

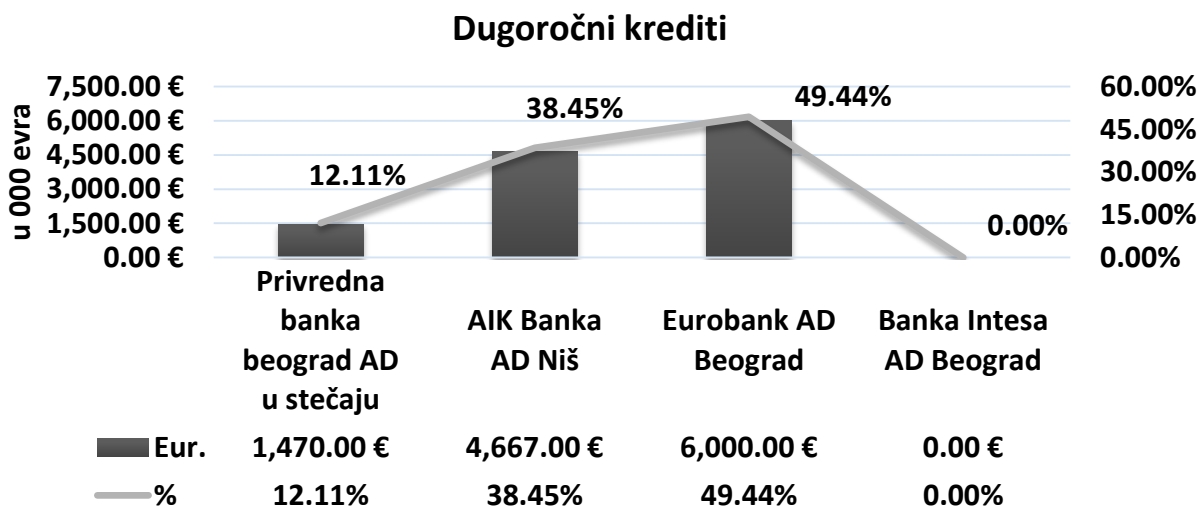
VLASNIČKA STRUKTURA IMLEK AD



Grafik 7 Vlasnička struktura Imlek AD

3.2.2.2 Dugoročni krediti

Iznose 12,136.20 hiljada evra, a najveći deo vrednosti odnosi se na obaveze prema Eurobank AD Beograd.

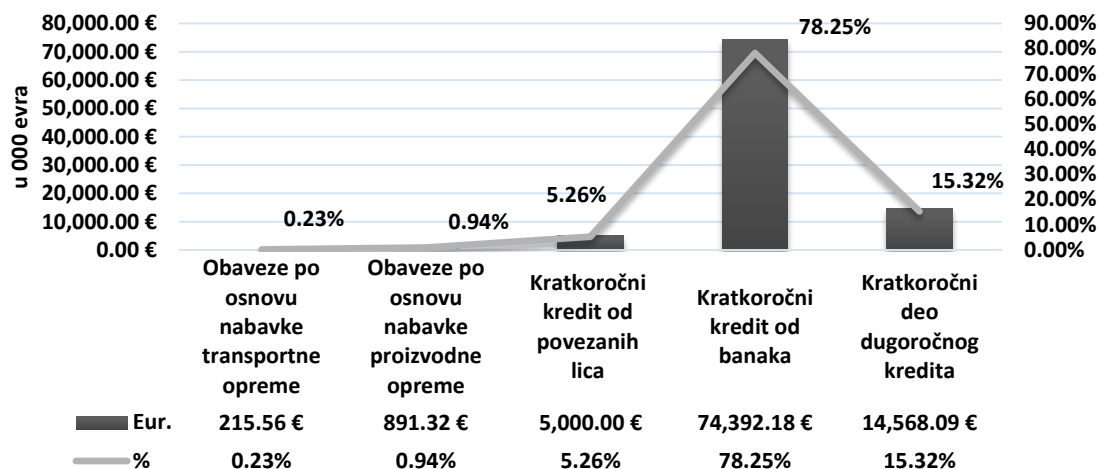


Grafik 8 Dugoročni krediti

3.2.2.3 Kratkoročne finansijske obaveze

Iznose 95,067.16 hiljada evra, od čega se najveći deo vrednosti odnosi na kratkoročne kredite od banaka.

Kratkoročne finansijske obaveze

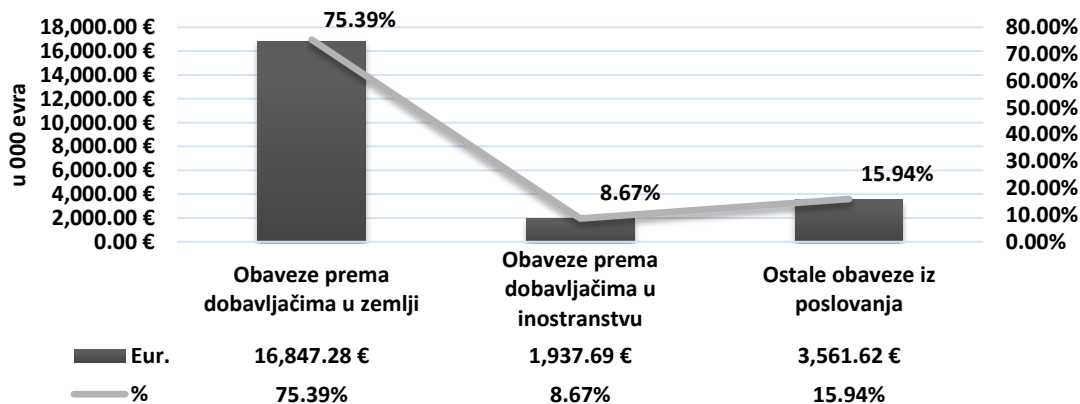


Grafik 9 Kratkoročne finansijske obaveze

3.2.2.4 Obaveze iz poslovanja

Ukupno iznose 22,346.60 hiljada evra, od čega se najveći deo odnosi na obaveze prema dobavljačima u zemlji.

Obaveze iz poslovanja



Grafik 10 Obaveze iz poslovanja

3.2.3 Materijalno značajne stavke bilansa uspeha – AD Imlek

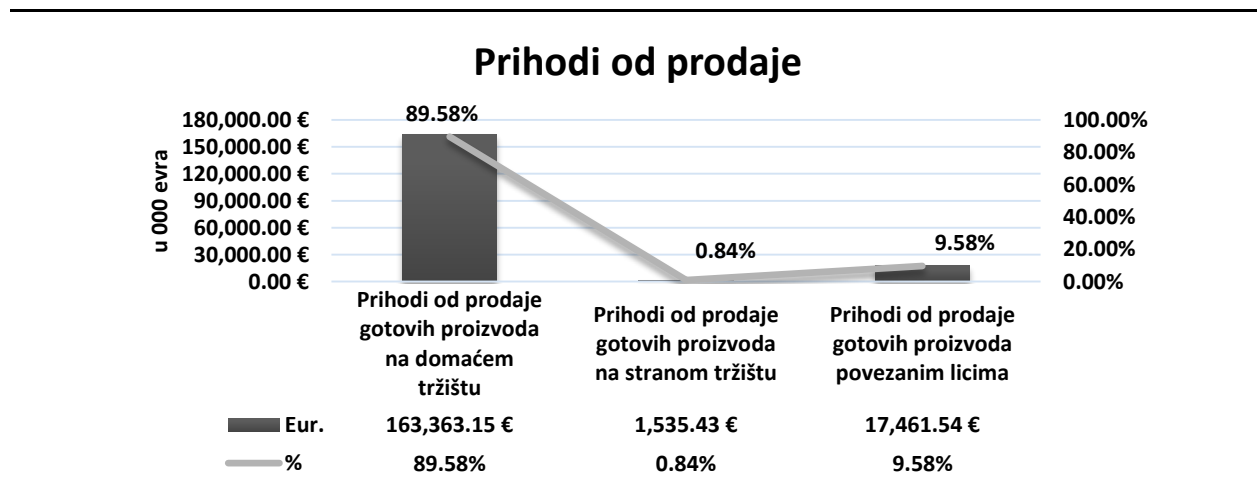
U narednoj tabeli je dat pregled strukture bilansa uspeha AD Imlek, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti poslovnih prihoda su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

Bilans uspeha u periodu od 01.01.2013. do 31.12.2013. godine			
		BILANS USPEHA	
		Tekuća godina	Procenat
Poslovni rezultat	I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	€ 188,895.49	100.00%
	1. Prihodi od prodaje	€ 182,360.13	96.54%
	2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	€ 239.30	0.13%
	3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	€ 2,228.38	1.18%
	5. Ostali poslovni prihodi	€ 4,067.69	2.15%
	II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	€ 159,800.27	84.60%
	1. Nabavna vrednost prodate robe	€ 3,127.19	1.66%
	2. Troškovi materijala	€ 100,287.56	53.09%
	3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	€ 11,968.17	6.34%
	4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	€ 7,369.11	3.90%
Neposlovni rezultat	5. Ostali poslovni rashodi	€ 37,048.25	19.61%
	III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207)	€ 29,095.22	15.40%
	V. FINANSIJSKI PRIHODI	€ 8,383.79	4.44%
	VI. FINANSIJSKI RASHODI	€ 11,352.74	6.01%
	VII. OSTALI PRIHODI	€ 3,017.89	1.60%
	VIII. OSTALI RASHODI	€ 6,544.21	3.46%
	IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213 - 214 + 215 - 216 + 217 - 218)	€ 22,599.94	11.96%
	B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 - 220 + 221 - 222)	€ 22,599.94	11.96%
	1. Poreski rashod perioda	€ 2,594.16	1.37%
	2. Odloženi poreski rashodi perioda	€ 188.45	0.10%
	D. NETO DOBITAK (223 - 224 - 225 - 226 + 227- 228)	€ 19,817.34	10.49%
	1. Osnovna zarada po akciji	€ 2.52	0.00%

Tabela 7 Bilans uspeha u periodu od 01.01.2013. do 31.12.2013. - AD Imlek

3.2.3.1 Prihodi od prodaje

Na grafiku br. 12 dat je grafički prikaz strukture pozicije u 2013. godini.

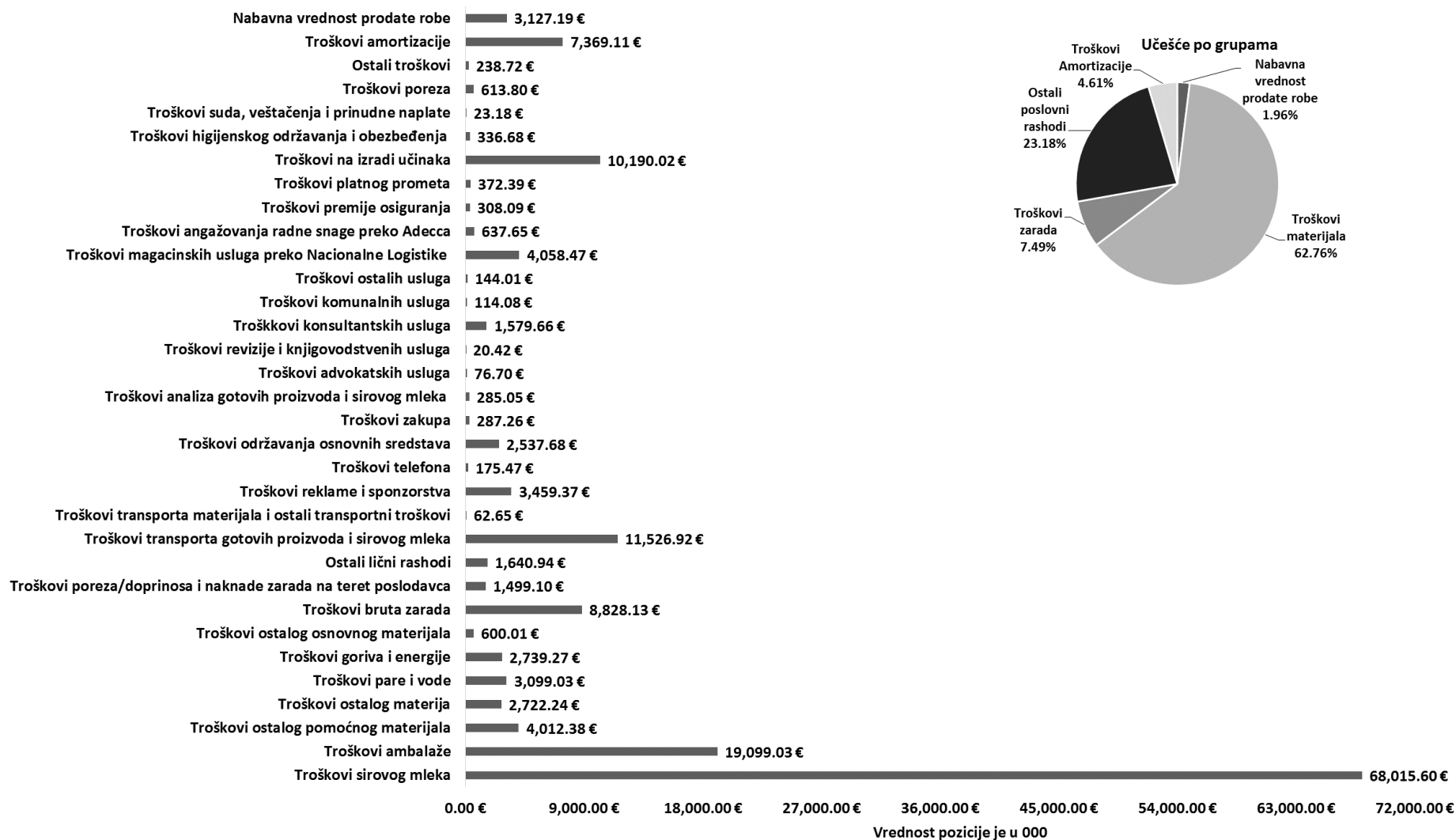


Grafik 11 Prihodi od prodaje

3.2.3.2 Poslovni rashodi

U nastavku je prikazana struktura poslovnih rashoda društva AD Imlek u 2013. godini.

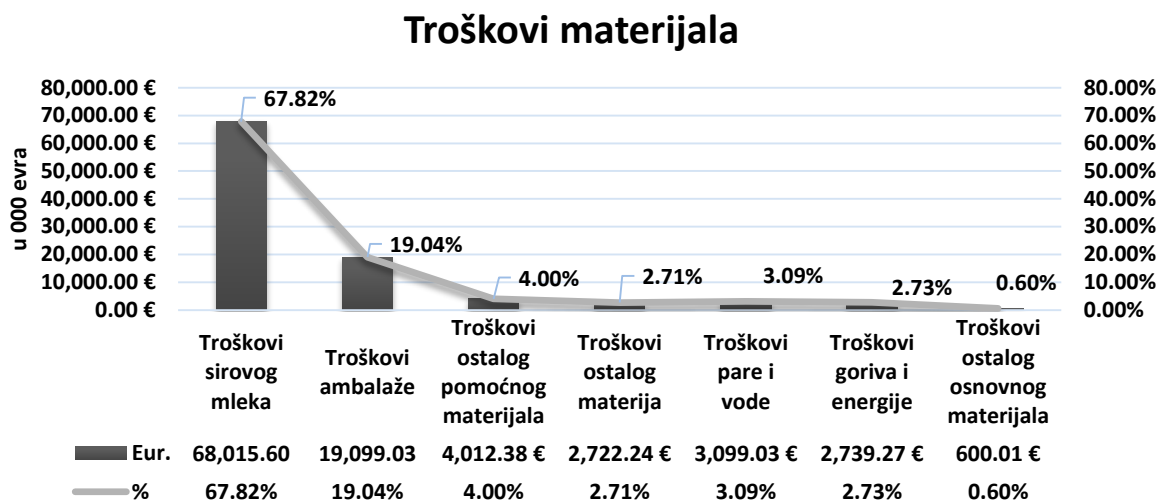
STRUKTURA POSLOVNIH RASHODA IMLEK AD



Grafik 12 Struktura poslovnih rashoda AD Imlek

3.2.3.2.1 Troškovi materijala

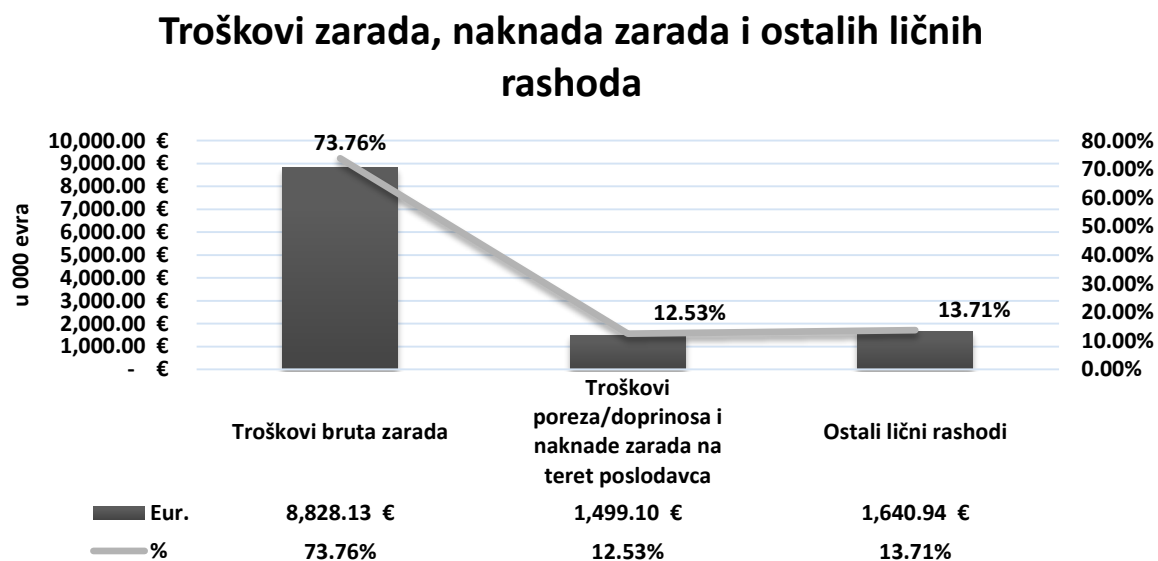
Iznose 100,287.56 hiljada evra u 2013. godini, a najveći deo vrednosti se odnosi na troškove sirovog mleka.



Grafik 13 Troškovi materijala

3.2.3.2.2 Troškovi zarada, naknada zarada i ostalih ličnih rashoda

Ukupno iznose 11,968.17 hiljada evra u 2013. godini.



Grafik 14 Troškovi zarada, naknada zarada i ostalih ličnih rashoda

3.2.4 Materijalno značajne stavke aktive bilansa stanja – AD Mlekara Subotica

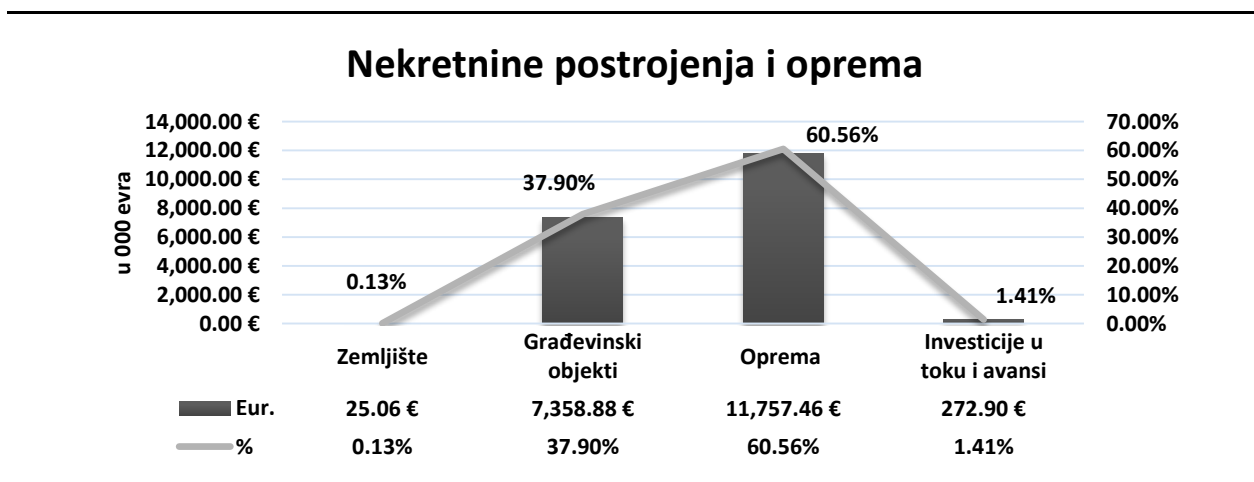
U sledećoj tabeli je dat pregled strukture aktive bilansa stanja AD Mlekara Subotica, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti ukupne aktive su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2013.			
	AKTIVA	Tekuća godina	Procenat
Stalna imovina	A. STALNA IMOVINA (002 + 003 + 004 + 005 + 009)	€ 21,512.52	58.21%
	III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	€ 17.65	0.05%
	IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006 + 007 + 008)	€ 19,414.31	52.54%
	1. Nekretnine, postrojenja i oprema	€ 19,414.31	52.54%
	V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	€ 2,080.55	5.63%
	1. Učešća u kapitalu	€ 1.80	0.00%
	2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	€ 2,078.76	5.63%
Obrtna imovina	B. OBRтна IMOVINA (013 + 014 + 015)	€ 14,956.43	40.47%
	I. ZALIHE	€ 4,898.04	13.25%
	III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016 + 017 + 018 + 019 + 020)	€ 10,058.38	27.22%
	1. Potraživanja	€ 9,065.61	24.53%
	3. Kratkoročni finansijski plasmani	€ 380.07	1.03%
	4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	€ 256.92	0.70%
	5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	€ 355.78	0.96%
	V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	€ 485.01	1.31%
	G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)	€ 36,953.95	100.00%
	D. UKUPNA AKTIVA (022 + 023)	€ 36,953.95	100.00%
	E. VANBILANSNA AKTIVA	€ 641.40	1.74%

Tabela 8 Aktiva bilansa stanja na dan 31.12.2013. - AD Mlekara Subotica

3.2.4.1 Nekretnine, postrojenja i oprema

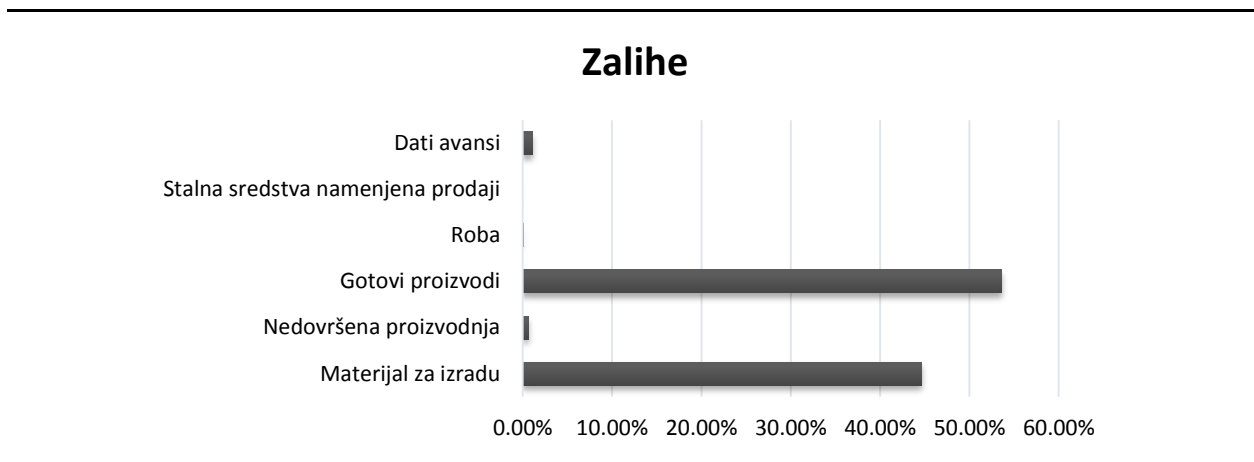
Imaju vrednost od 19,414.31 hiljada evra, a detaljniji prikaz strukture pozicije dat je u nastavku.



Grafik 15 Nekretnine, postrojenja i oprema

3.2.4.2 Zalihe

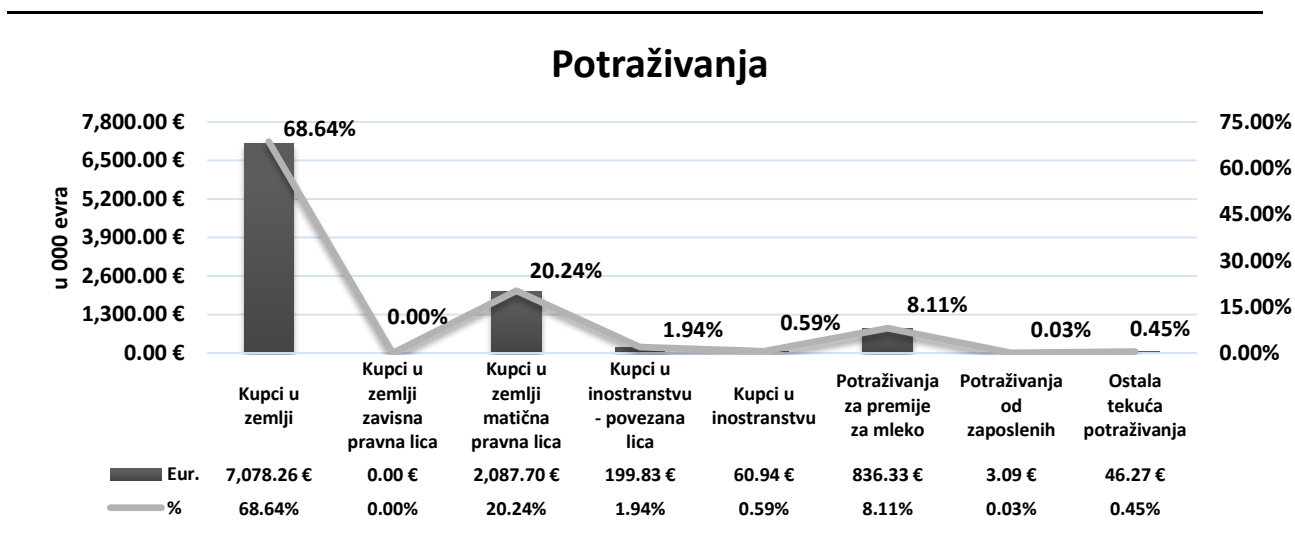
Iznose 4,898.04 hiljada evra, a najveći deo vrednosti se odnosi na gotove proizvode i materijal za izradu.



Grafik 16 Zalihe

3.2.4.3 Potraživanja

Imaju ukupnu vrednost od 9,065.61 hiljada evra. Struktura pozicije prikazana je grafikom br. 17.



Grafik 17 Potraživanja

3.2.5 Materijalno značajne stavke pasive bilansa stanja – AD Mlekara Subotica

U narednoj tabeli je dat pregled strukture pasive bilansa stanja AD Mlekara Subotica, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti ukupne pasive su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

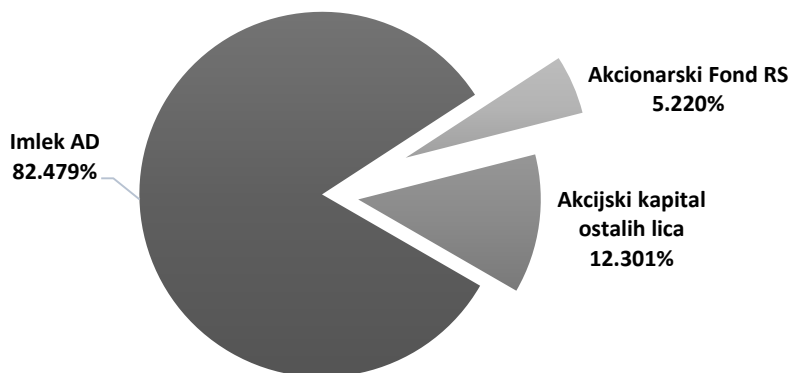
Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2013.				
		PASIVA	Tekuća godina	Procenat
Sopstveni izvori	A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	€	23,854.97	64.55%
	I. OSNOVNI KAPITAL	€	9,989.56	27.03%
	III. REZERVE	€	1,728.99	4.68%
	VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI	€	15.33	0.04%
	VII. NERAS POREĐENI DOBITAK	€	12,167.63	32.93%
Pozajmljeni izvori	IX. OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	€	15.88	0.04%
	B. DUGOROČNA REZERVIS ANJA I OBAVEZE (112 + 113 + 116)	€	13,098.97	35.45%
	II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	€	166.13	0.45%
	2. Ostale dugoročne obaveze	€	166.13	0.45%
	III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117 + 118 + 119 + 120 + 121 + 122)	€	12,932.84	35.00%
	1. Kratkoročne finansijske obaveze	€	5,224.15	14.14%
	3. Obaveze iz poslovanja	€	6,436.99	17.42%
	4. Ostale kratkoročne obaveze	€	456.33	1.23%
	5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	€	776.15	2.10%
	6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	€	39.22	0.11%
	G. UKUPNA PASIVA (101 + 111 + 123)	€	36,953.95	100.00%
	D. VANBILANSNA PASIVA	€	641.40	1.74%

Tabela 9 Pasiva bilansa stanja na dan 31.12.2013. - AD Mlekara Subotica

3.2.5.1 Osnovni kapital

je u visini od 9,989.56 hiljada evra, i u većinskom je vlasništvu AD Imlek. Na dan 31.12.2013. akcijski kapital se sastoji od 2,290,449 običnih akcija, pojedinačne nominalne vrednosti od RSD 500. Sve emitovane akcije su u potpunosti uplaćene (Agencija za privredne registre 2013a).

VLASNIČKA STRUKTURA AD MLEKARA SUBOTICA

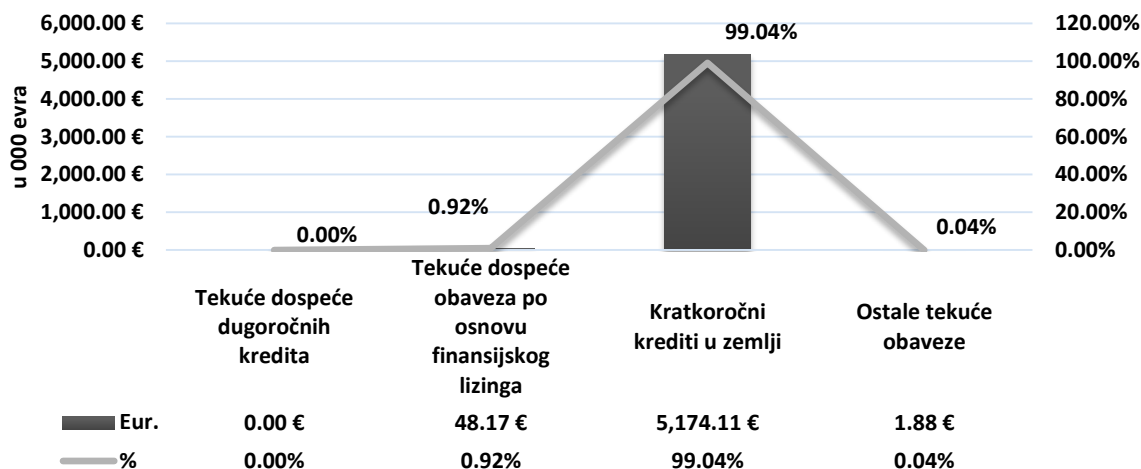


Grafik 18 Vlasnička struktura AD Mlekara Subotica

3.2.5.2 Kratkoročne finansijske obaveze

Iznose 5,224.15 hiljada evra, od čega se najveći deo vrednosti odnosi na kratkoročne kredite od banaka.

Kratkoročne finansijske obaveze

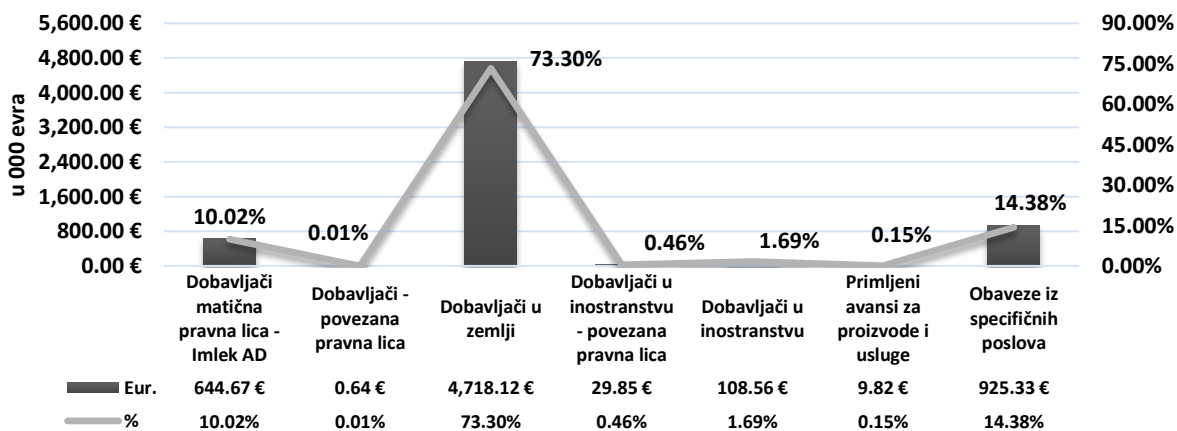


Grafik 19 Kratkoročne finansijske obaveze

3.2.5.3 Obaveze iz poslovanja

Ukupno iznose 6,436.99 hiljada evra, od čega se najveći deo vrednosti odnosi na obaveze prema dobavljačima u zemlji.

Obaveze iz poslovanja



Grafik 20 Obaveze iz poslovanja

3.2.6 Materijalno značajne stavke bilansa uspeha – AD Mlekara Subotica

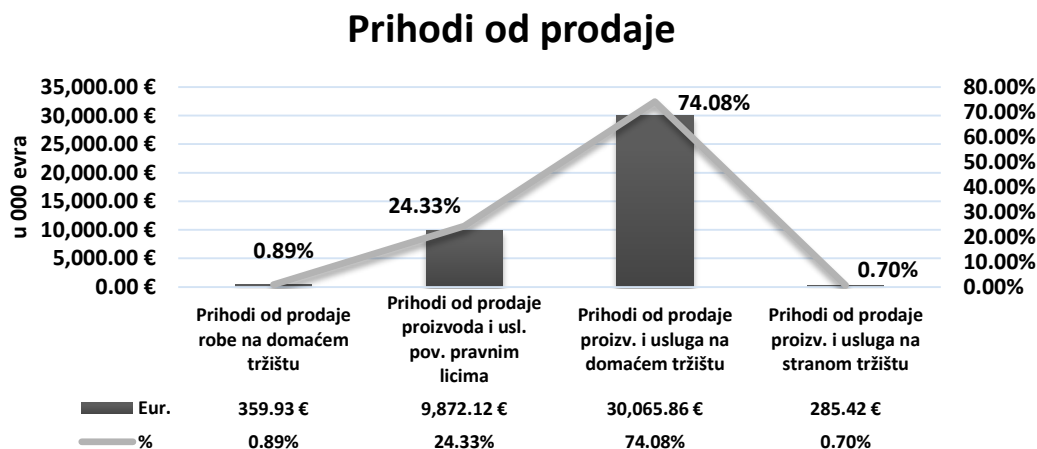
U narednoj tabeli je dat pregled strukture bilansa uspeha AD Mlekara Subotica, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti poslovnih prihoda su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

Bilans uspeha u periodu od 01.01.2013. do 31.12.2013. godine				
		BILANS USPEHA		Tekuća godina Procenat
Poslovni rezultat	I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	€	42,405.35	100.00%
	1. Prihodi od prodaje	€	40,583.32	95.70%
	2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	€	25.30	0.06%
	3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	€	1,732.76	4.09%
	5. Ostali poslovni prihodi	€	63.97	0.15%
	II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	€	39,260.33	92.58%
	1. Nabavna vrednost prodane robe	€	352.68	0.83%
	2. Troškovi materijala	€	28,584.66	67.41%
	3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	€	3,781.88	8.92%
	4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	€	1,789.15	4.22%
Neposlovni rezultat	5. Ostali poslovni rashodi	€	4,751.95	11.21%
	III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207)	€	3,145.01	7.42%
	V. FINANSIJSKI PRIHODI	€	299.01	0.71%
	VI. FINANSIJSKI RASHODI	€	535.05	1.26%
	VII. OSTALI PRIHODI	€	1,839.32	4.34%
	VIII. OSTALI RASHODI	€	3,029.44	7.14%
	IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213 - 214 + 215 - 216 + 217 - 218)	€	1,718.86	4.05%
	B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 - 220 + 221 - 222)	€	1,718.86	4.05%
	1. Poreski rashod perioda	€	220.79	0.52%
	3. Odloženi poreski prihodi perioda	€	53.06	0.13%
	Đ. NETO DOBITAK (223 - 224 - 225 - 226 + 227- 228)	€	1,551.13	3.66%
	1. Osnovna zarada po akciji	€	0.68	0.00%
	2. Umanjena (razvodnjena) zarada po akciji	€	0.68	0.00%

Tabela 10 Bilans uspeha u periodu od 01.01.2013. do 31.12.2013. - AD Mlekara Subotica

3.2.6.1 Prihodi od prodaje

Najveći deo vrednosti pozicije se odnosi na prihode od prodaje proizvoda i usluga na domaćem tržištu.

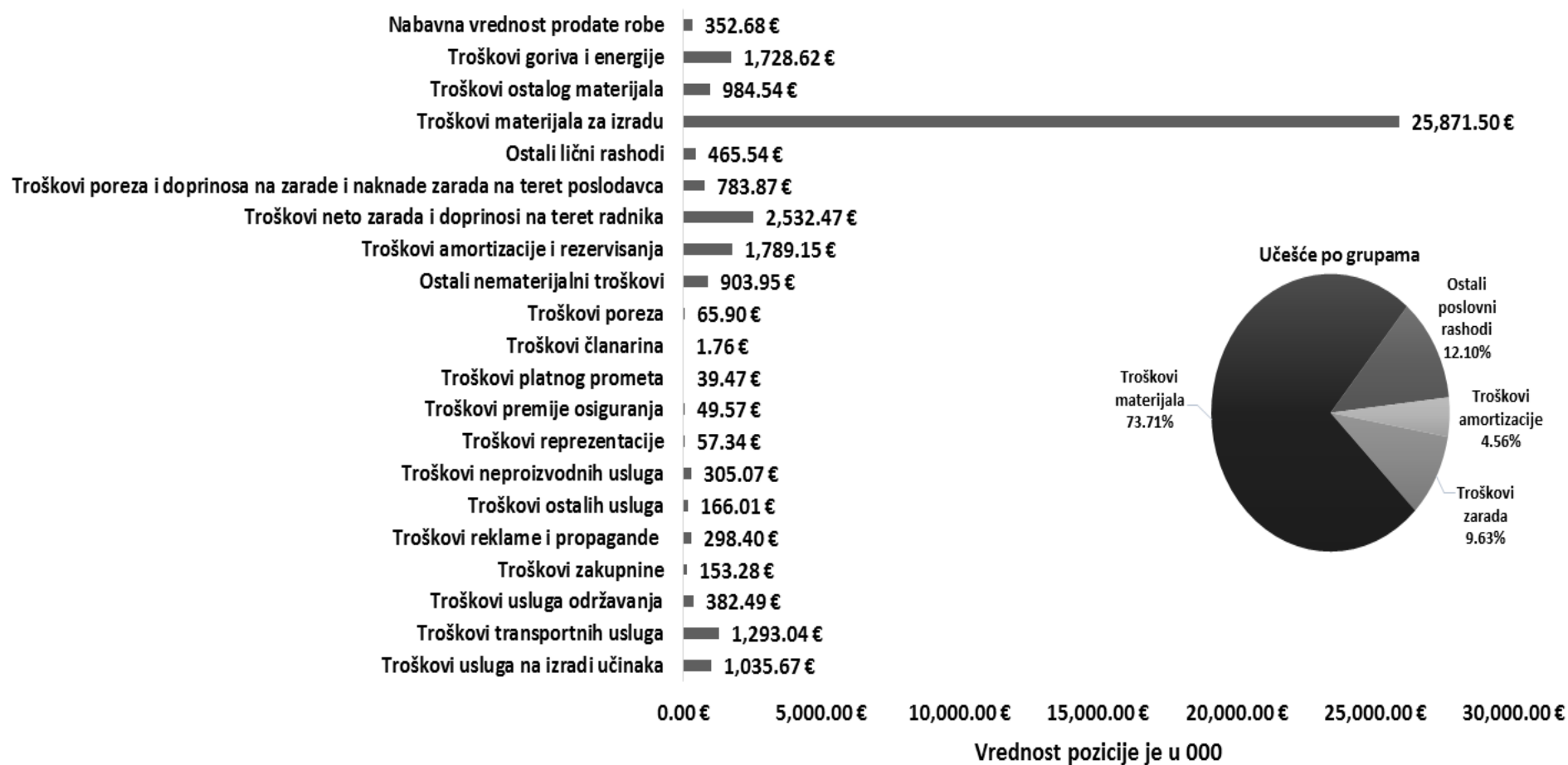


Grafik 21 Prihodi od prodaje

3.2.6.2 Poslovni rashodi

U nastavku je prikazana struktura poslovnih rashoda društva AD Mlekara Subotica u 2013. godini.

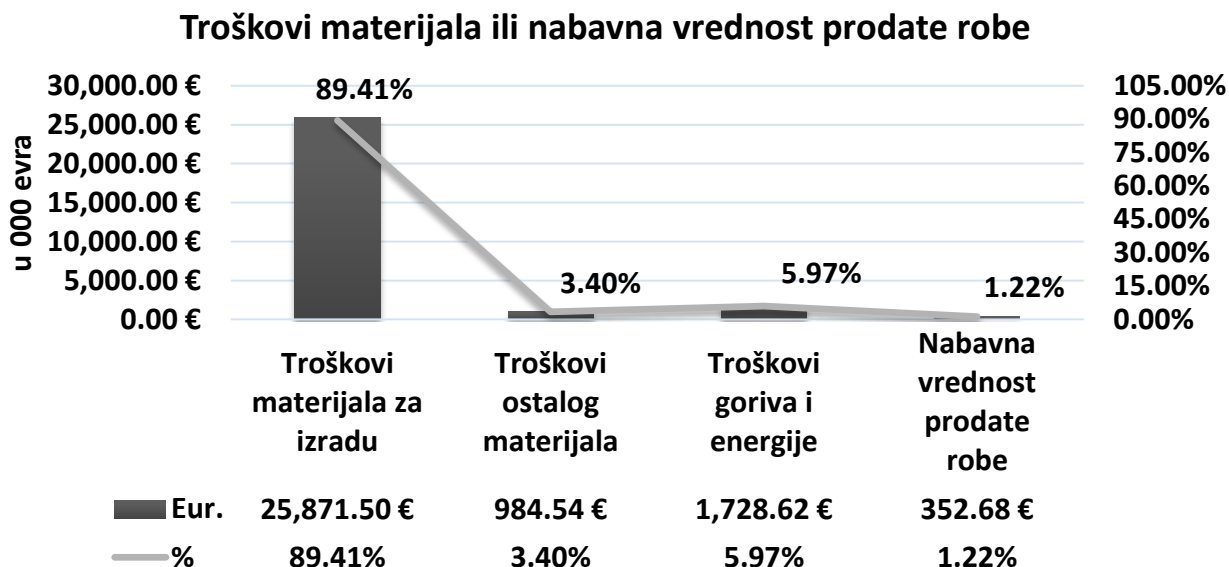
STRUKTURA POSLOVNIH RASHODA AD MLEKARA SUBOTICA



Grafik 22 Struktura poslovnih rashoda AD Mlekara Subotica

3.2.6.2.1 Troškovi materijala

Na sledećem grafiku prikazana je struktura pozicije troškovi materijala.



Grafik 23 Troškovi materijala ili nabavna vrednost prodate robe

3.2.7 Materijalno značajne stavke aktive bilansa stanja – Somboled doo

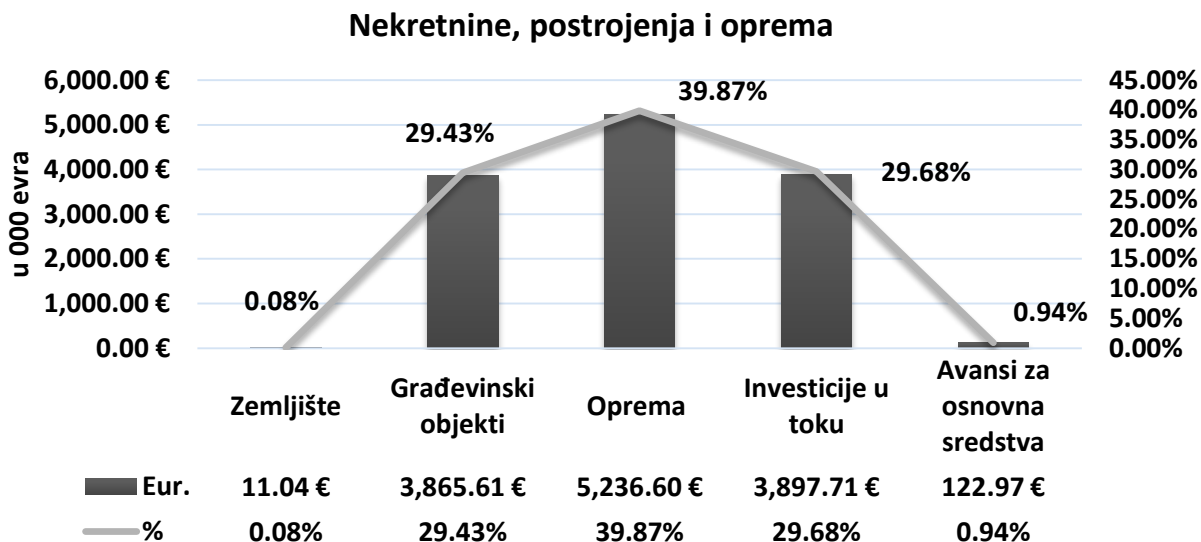
U sledećoj tabeli je dat pregled strukture aktive bilansa stanja Somboled doo, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti ukupne aktive su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2013.			
AKTIVA		Tekuća godina	Procenat
A. STALNA IMOVINA (002 + 003 + 004 + 005 + 009)	III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	€ 8.81	0.03%
	IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006 + 007 + 008)	€ 13,142.34	46.74%
	1. Nekretnine, postrojenja i oprema	€ 13,133.94	46.71%
	3. Biološka sredstva	€ 8.40	0.03%
	V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	€ 724.99	2.58%
	1. Učešća u kapitalu	€ 6.82	0.02%
	2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	€ 718.17	2.55%
	B. OBRTNA IMOVINA (013 + 014 + 015)	€ 14,239.04	50.65%
	I. ZALIHE	€ 2,579.80	9.18%
	III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016 + 017 + 018 + 019 + 020)	€ 11,659.24	41.47%
1. Potraživanja	2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	€ 223.04	0.79%
	3. Kratkoročni finansijski plasmani	€ 154.93	0.55%
	4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	€ 827.75	2.94%
	5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	€ 127.80	0.45%
	G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)	€ 28,115.18	100.00%
D. UKUPNA AKTIVA (022 + 023)		€ 28,115.18	100.00%
E. VANBILANSNA AKTIVA		€ 81.01	0.29%

Tabela 11 Aktiva bilansa stanja na dan 31.12.2013. - Somboled doo

3.2.7.1 Nekretnine, postrojenja i oprema

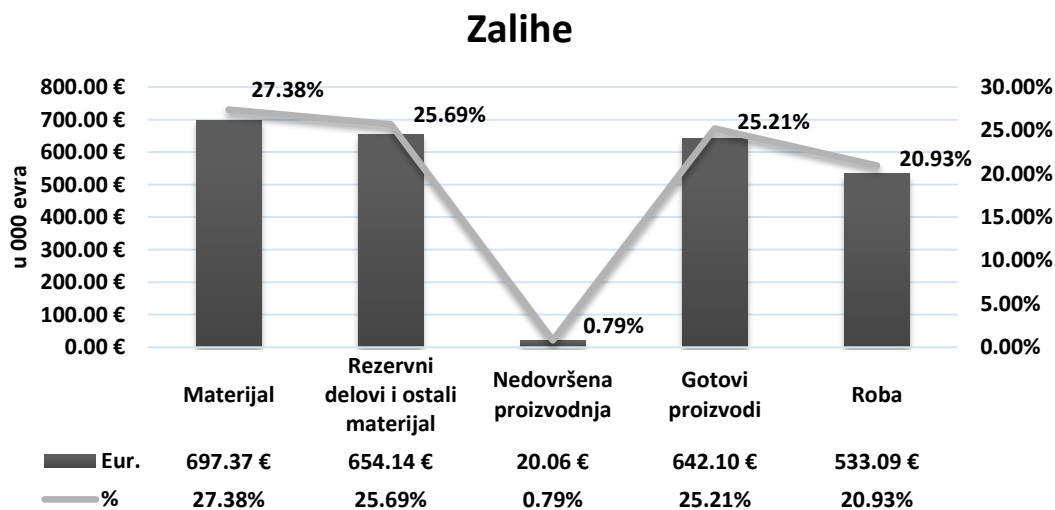
Imaju vrednost od 13,133.94 hiljada evra. Struktura pozicije prikazana je na grafiku br. 24.



Grafik 24 Nekretnine, postrojenja i oprema

3.2.7.2 Zalihe

Iznose 2,579.80 hiljada evra na dan 31.12.2013. godine.

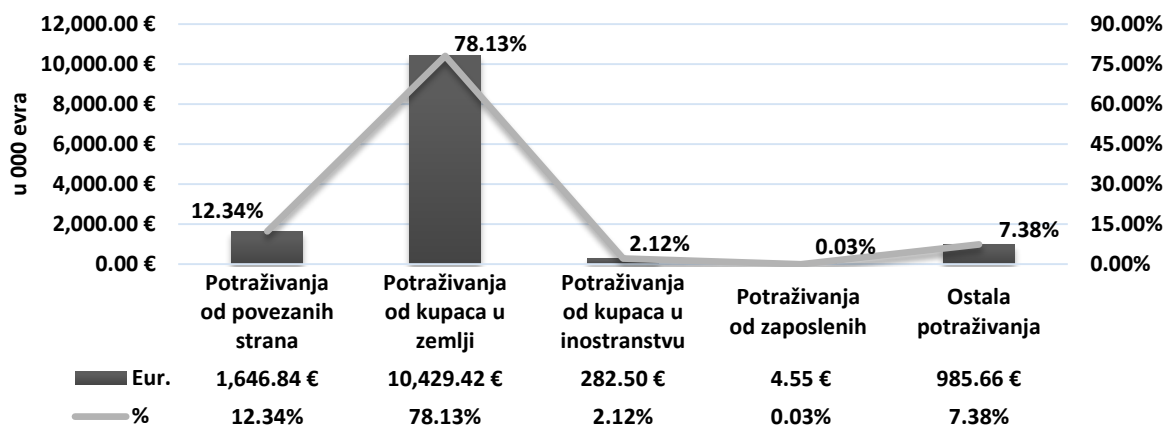


Grafik 25 Zalihe

3.2.7.3 Potraživanja

Struktura pozicije prikazana je na grafiku br. 26. Ukupna vrednost potraživanja iznosi 10,325.72 hiljada evra, od čega se najveći deo odnosi na potraživanja od kupaca u zemlji.

Potraživanja



Grafik 26 Potraživanja

3.2.8 Materijalno značajne stavke pasive bilansa stanja – Somboled doo

U narednoj tabeli je dat pregled strukture pasive bilansa stanja Somboled doo, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti ukupne pasive su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

Bilans stanja sa stanjem na dan 31.12.2013.			
	PASIVA	Tekuća godina	Procenat
Sopstveni izvori	A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	€ 21,068.14	74.94%
	I. OSNOVNI KAPITAL	€ 11,533.17	41.02%
	III. REZERVE	€ 1,007.96	3.59%
	VII. NERASPOREĐENI DOBITAK	€ 8,527.01	30.33%
Pozajmljeni izvori	B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112 + 113 + 116)	€ 7,047.04	25.06%
	I. DUGOROČNA REZERVISANJA	€ 176.90	0.63%
	III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117 + 118 + 119 + 120 + 121 + 122)	€ 6,870.14	24.44%
	3. Obaveze iz poslovanja	€ 5,606.29	19.94%
	4. Ostale kratkoročne obaveze	€ 458.80	1.63%
	5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	€ 457.48	1.63%
	6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	€ 347.56	1.24%
	G. UKUPNA PASIVA (101 + 111 + 123)	€ 28,115.18	100.00%
	D. VANBILANSNA PASIVA	€ 81.01	0.29%

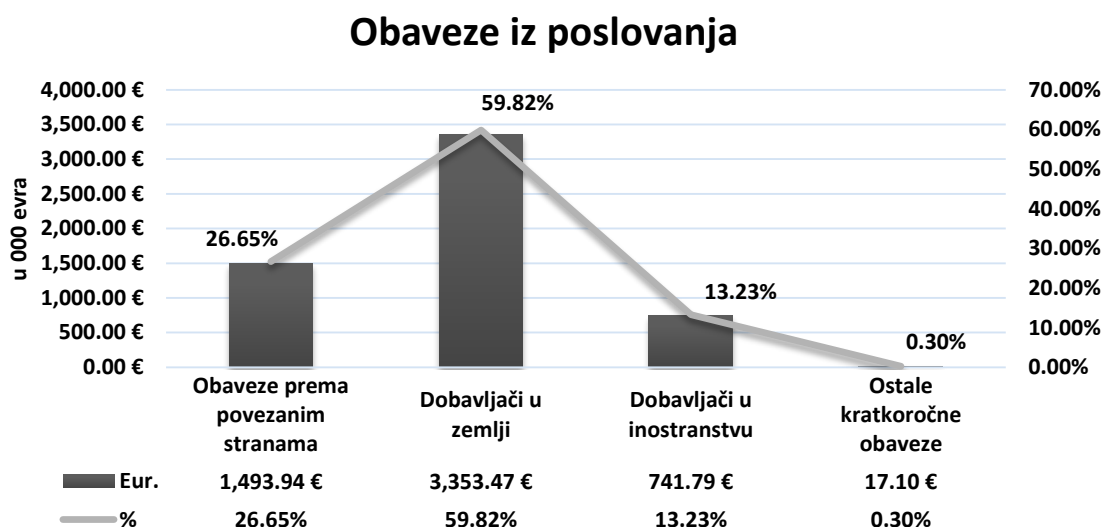
Tabela 12 Pasiva bilansa stanja na dan 31.12.2013. - Somboled doo

3.2.8.1 Osnovni kapital

Iznosi 11,533.17 hiljada evra, i odnosi se u potpunosti na udele u vlasništvu društva Dukat dd Zagreb, Hrvatska ("matično društvo") (Agencija za privredne registre 2013c).

3.2.8.2 Obaveze iz poslovanja

Iznose 5,606.29 hiljada evra, od čega se najveći deo vrednosti odnosi na obaveze prema dobavljačima u zemlji.



Grafik 27 Obaveze iz poslovanja

3.2.9 Materijalno značajne stavke bilansa uspeha – Somboled doo

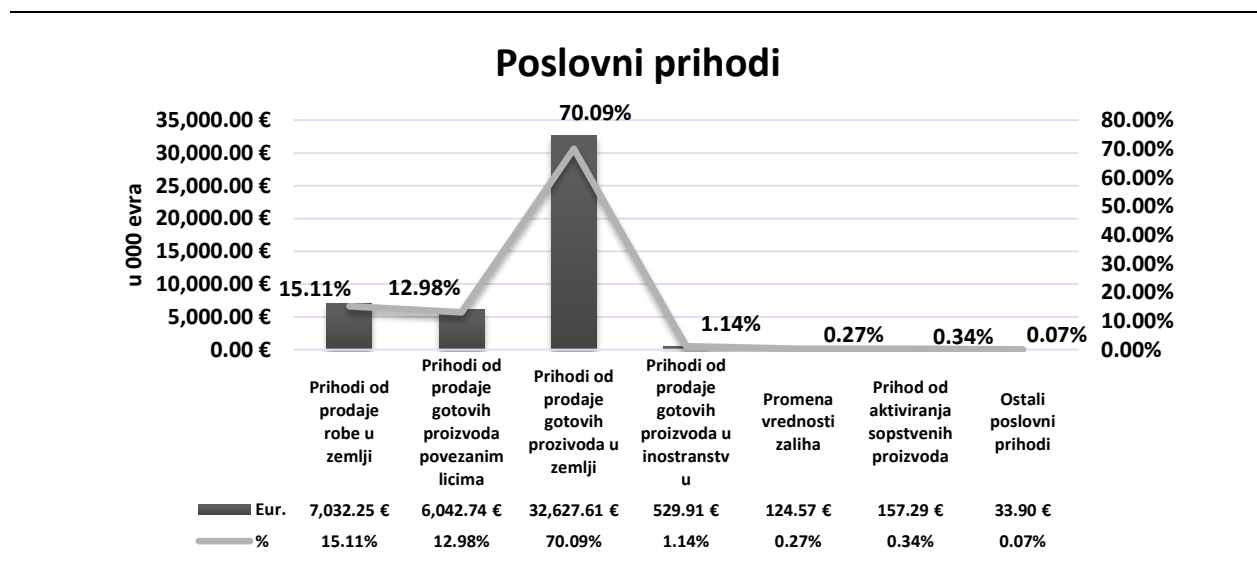
U narednoj tabeli je dat pregled strukture bilansa uspeha Somboled doo, a pozicije koje učestvuju sa 5 i više procenata u vrednosti poslovnih prihoda su označene tamnijom bojom, i njih ćemo detaljnije obratiti u nastavku.

Bilans uspeha u periodu od 01.01.2013. do 31.12.2013. godine				
		BILANS USPEHA	Tekuća godina	Procenat
Poslovni rezultat	I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)		€ 46,548.27	100.00%
		1. Prihodi od prodaje	€ 46,232.51	99.32%
		2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	€ 157.29	0.34%
		3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	€ 124.57	0.27%
		5. Ostali poslovni prihodi	€ 33.90	0.07%
		II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	€ 42,770.88	91.89%
		1. Nabavna vrednost prodate robe	€ 5,483.00	11.78%
		2. Troškovi materijala	€ 27,389.40	58.84%
		3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	€ 3,822.79	8.21%
		4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	€ 1,679.65	3.61%
Ne poslovni rezultat	5. Ostali poslovni rashodi	€ 4,396.03	9.44%	
		III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207)	€ 3,777.39	8.11%
		V. FINANSIJSKI PRIHODI	€ 258.75	0.56%
		VI. FINANSIJSKI RASHODI	€ 74.96	0.16%
		VII. OSTALI PRIHODI	€ 421.18	0.90%
		VIII. OSTALI RASHODI	€ 1,672.39	3.59%
		IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213 - 214 + 215 - 216 + 217 - 218)	€ 2,709.97	5.82%
		B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 - 220 + 221 - 222)	€ 2,709.97	5.82%
		1. Poreski rashod perioda	€ 347.56	0.75%
		D. NETO DOBITAK (223 - 224 - 225 - 226 + 227- 228)	€ 2,362.41	5.08%

Tabela 13 Bilans uspeha u periodu od 01.01.2013. do 31.12.2013. - Somboled doo

3.2.9.1 Poslovni prihodi

Na sledećem grafiku prikazana je struktura pozicije. Najveći deo ukupnih prihoda društvo ostvaruje od prodaje gotovih proizvoda u zemlji.

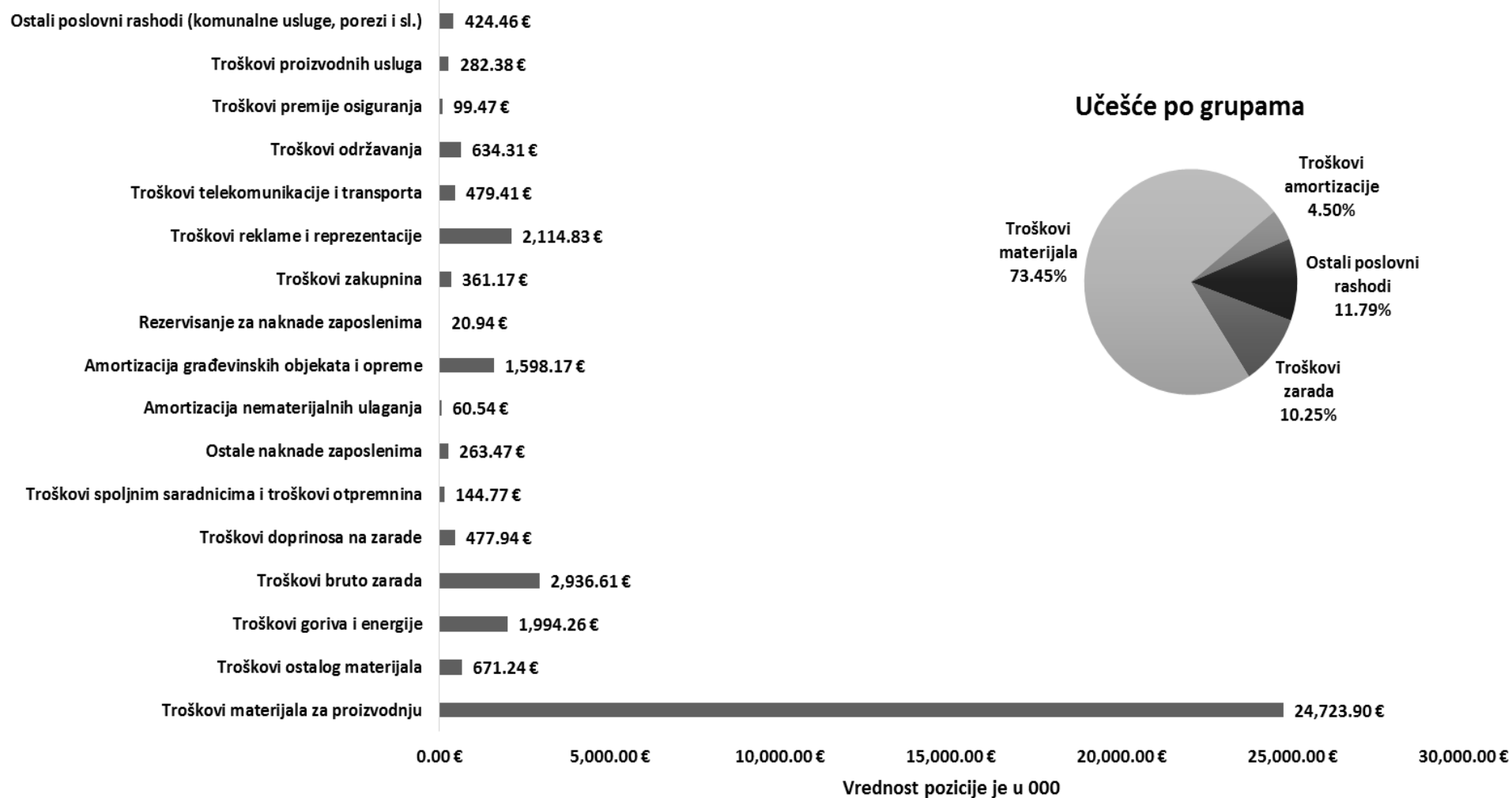


Grafik 28 Poslovni prihodi

3.2.9.2 Poslovni rashodi

U nastavku je prikazana struktura poslovnih rashoda Somboled doo u 2013. godini.

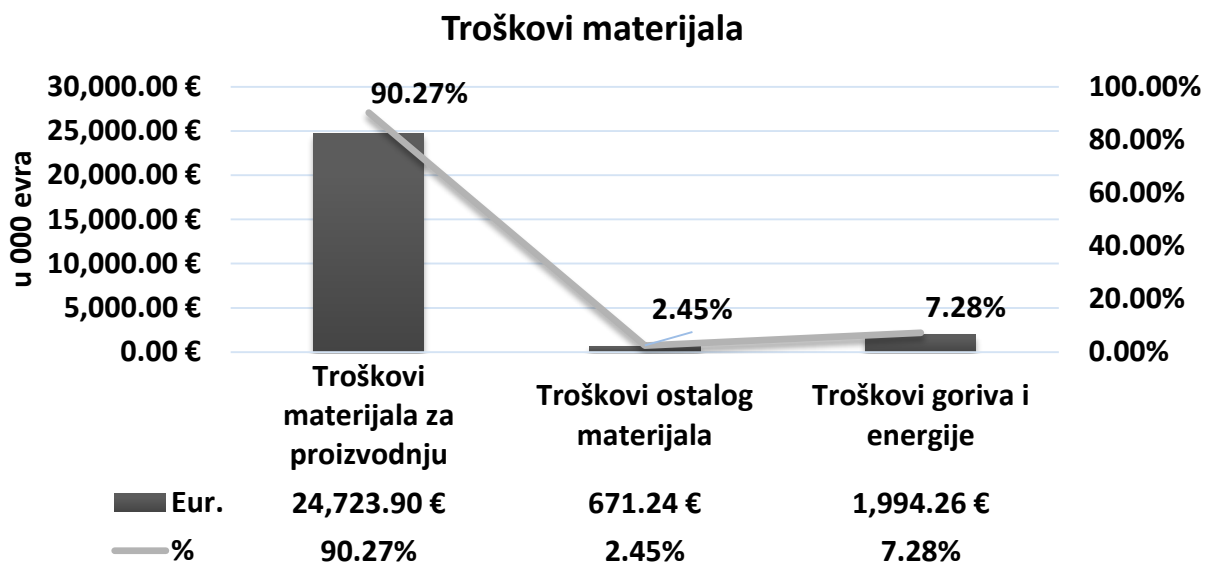
STRUKTURA POSLOVNIH RASHODA SOMBOLED DOO



Grafik 29 Struktura poslovni rashoda Somboled doo

3.2.9.2.1 Troškovi materijala

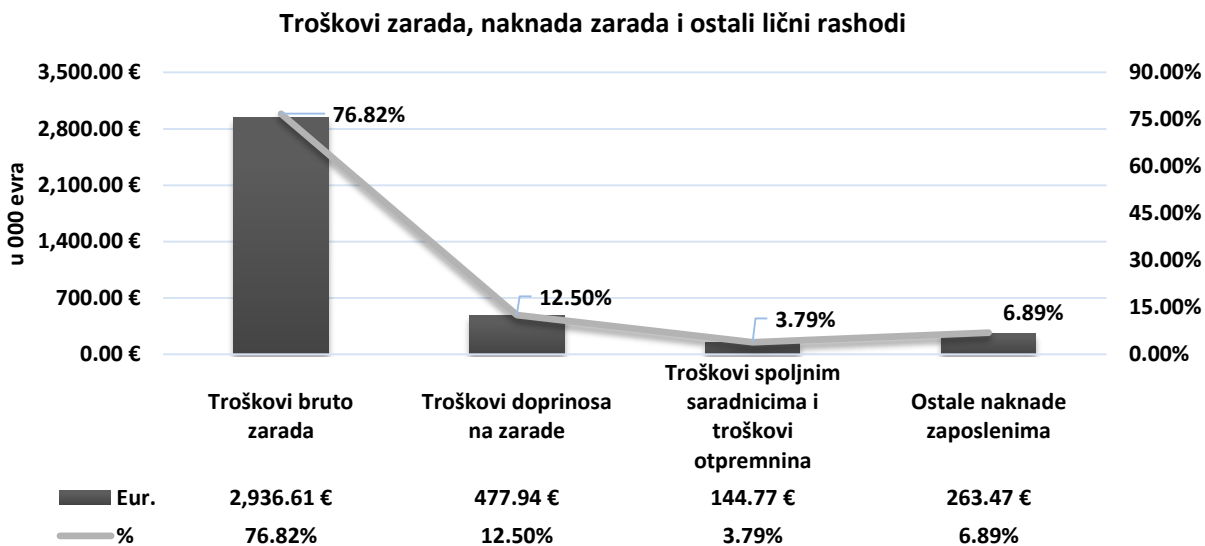
Iznose 27,389.40 hiljada evra u 2013. godini, a najveći deo vrednosti se odnosi na troškove materijala za proizvodnju.



Grafik 30 Troškovi materijala

3.2.9.2.2 Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi

Iznose 3,822.79 hiljada evra, a na grafiuku br. 31 prikazana je struktura pozicije.



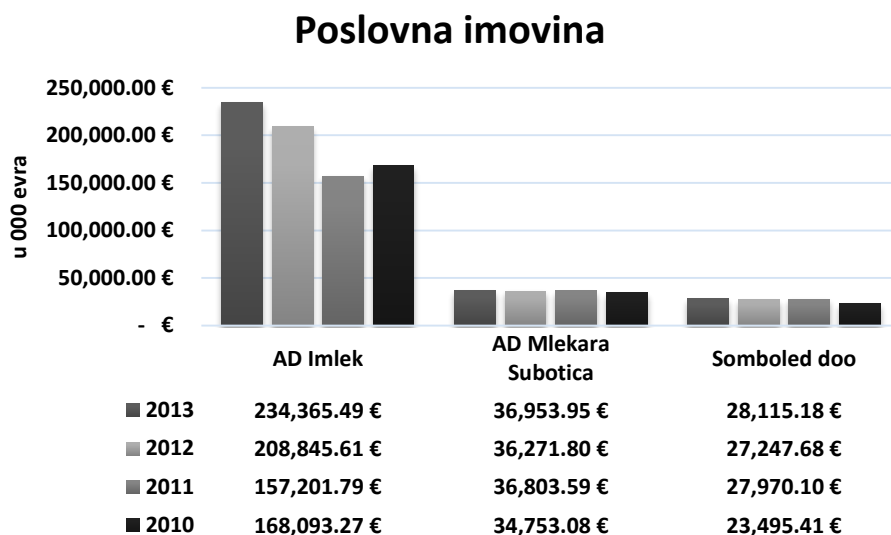
Grafik 31 Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi

3.3 Osnovni pokazatelji

Pre početka analize racio brojeva, u sekciji „osnovni pokazatelji“ ćemo izložiti najelementarnije podatke o finansijskom položaju društava.

3.3.1 Poslovna imovina

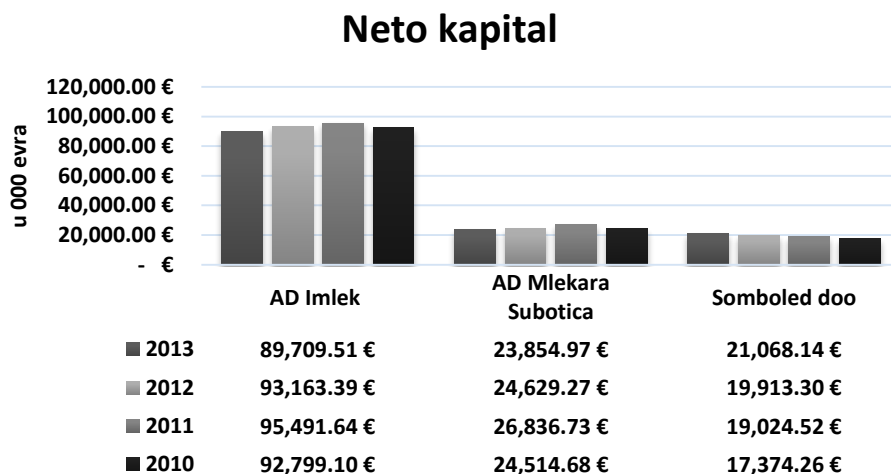
Na sledećem grafiku prikazane su knjigovodstvene vrednosti svih investicija privrednih društava po godinama.



Grafik 32 Pozicija poslovna imovina

3.3.2 Neto kapital

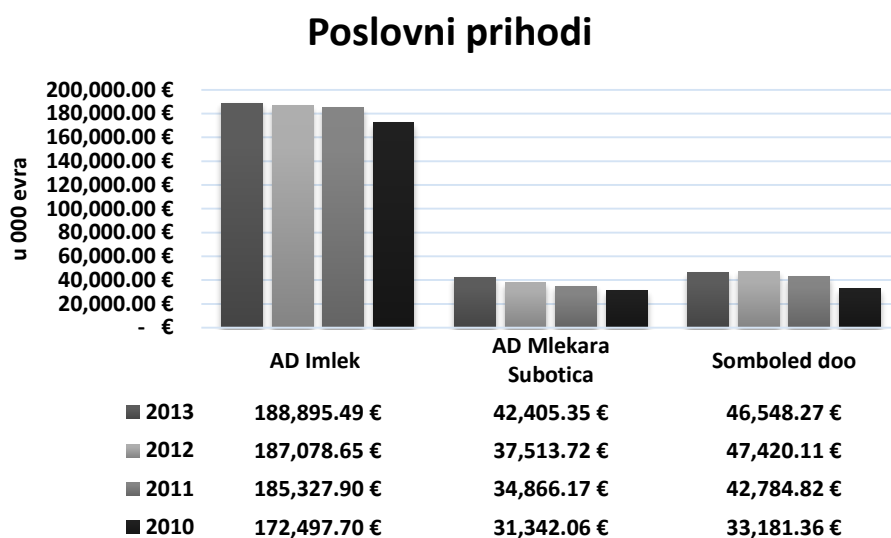
Knjigovodstvene vrednosti kapitala analiziranih društava po godinama prikazane su na grafiku br. 33.



Grafik 33 Neto kapital

3.3.3 Poslovni prihodi

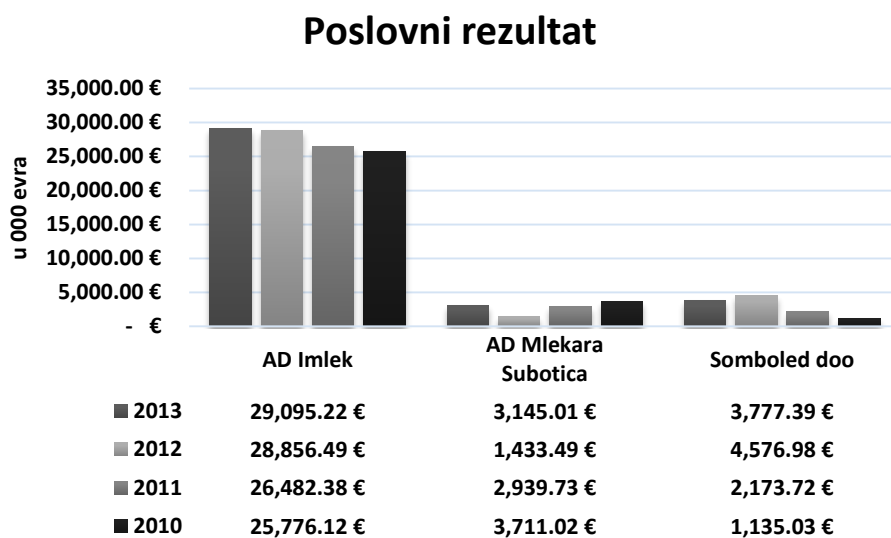
Na grafiku br. 34 prikazane su vrednosti pozicije poslovni prihodi za analizirana društva po godinama.



Grafik 34 Pozicija Poslovni prihodi

3.3.4 Poslovni rezultat

Vrednosti poslovnog rezultata društava po godinama prikazane su na grafiku br. 35.

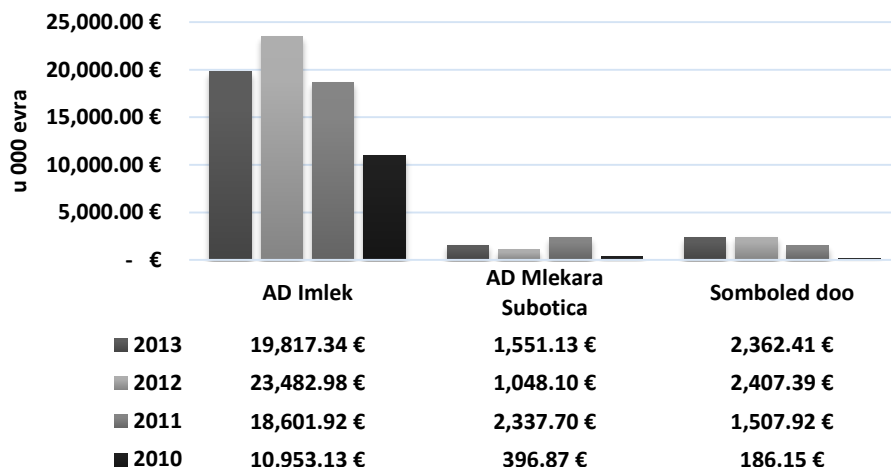


Grafik 35 Poslovni rezultat

3.3.5 Neto rezultat

Neto rezultati društava po godinama prikazani su grafikom br. 36.

Neto rezultat

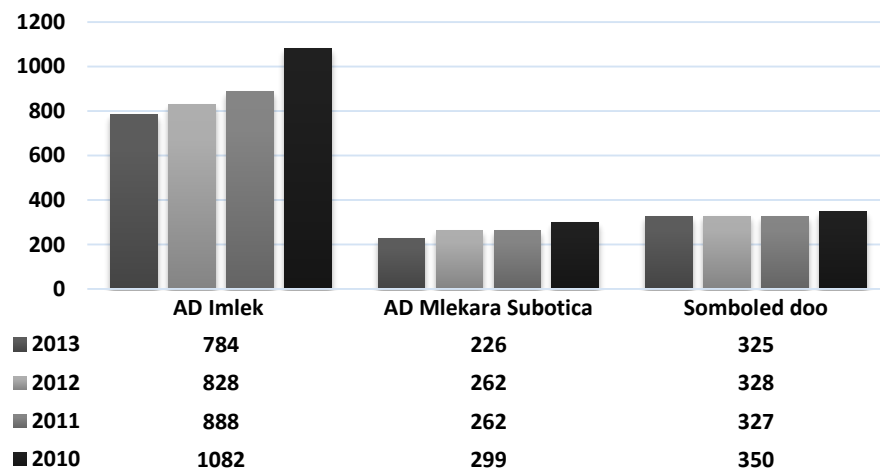


Grafik 36 Neto rezultat

3.3.6 Broj zaposlenih

Prosečan broj zaposlenih u društvima po godinama prikazan je na grafiku br. 37.

Broj zaposlenih



Grafik 37 Broj zaposlenih

3.3.7 Zaključak sekcije

Vrednost investicija društva AD Imlek na dan 31.12.2013. godine je iznosila 234.365,49 hiljada evra. Pri tom je 89.709,51 hiljada evra tih investicija finansirano sopstvenim izvorima (kapitalom), a ostatak pozajmljenim izvorima. Obavljajući primarne aktivnosti društvo je u 2013. godini ostvarilo 188.895,49 hiljada evra prihoda. Rashodi primarne poslovne aktivnosti su bili manji od tog iznosa, pa je ostvaren poslovni dobitak perioda u iznosu od 29.095,22 hiljada evra. Nakon negativnog uticaja finansijskih i ostalih stavki, ostvaren je neto dobitak u iznosu od

19.817,34 hiljada evra koji će uvećati sopstvene izvore. Broj zaposlenih lica u istom periodu je bio 784.

Vrednost investicija društva AD Mlekara Subotica na dan 31.12.2013. godine je iznosila 36.953,95 hiljada evra. Pri tom je 23.854,97 hiljada evra tih investicija finansirano sopstvenim izvorima (kapitalom), a ostatak pozajmljenim izvorima. Obavljajući primarne aktivnosti društvo je u 2013. godini ostvarilo 42.405,35 hiljada evra prihoda. Rashodi primarne poslovne aktivnosti su bili manji od tog iznosa, pa je ostvaren poslovni dobitak perioda u iznosu od 3.154,01 hiljada evra. Nakon negativnog uticaja finansijskih i ostalih stavki, ostvaren je neto dobitak u iznosu od 1.551,13 hiljada evra koji će uvećati sopstvene izvore. Broj zaposlenih lica u istom periodu je bio 226.

Vrednost investicija društva Somboled doo na dan 31.12.2013. godine je iznosila 28.115,18 hiljada evra. Pri tom je 21.068,14 hiljada evra tih investicija finansirano sopstvenim izvorima (kapitalom), a ostatak pozajmljenim izvorima. Obavljajući primarne aktivnosti društvo je u 2013. godini ostvarilo 46.548,27 hiljada evra prihoda. Rashodi primarne poslovne aktivnosti su bili manji od tog iznosa, pa je ostvaren poslovni dobitak perioda u iznosu od 3.777,39 hiljada evra. Nakon negativnog uticaja finansijskih i ostalih stavki, ostvaren je neto dobitak u iznosu od 2.362,41 hiljada evra koji će uvećati sopstvene izvore. Broj zaposlenih lica u istom periodu je bio 325.

3.4 Zaduzenost

Zaduzenost privrednog subjekta ukazuje na količinu novca drugih ljudi koji se upotrebljava u pokušaju generisanja profita (Gitman et al. 2010). Zaduzenost (koja se često naziva i finansijski leveridž) je upotreba duga kao izvora finansiranja u cilju povećanja očekivanih primanja (Megginson et al. 2008). Zaduzivanje rezultira u kamati koja, u većini slučajeva, ima karakter fiksnih troškova.

3.4.1 Racio zaduzenosti

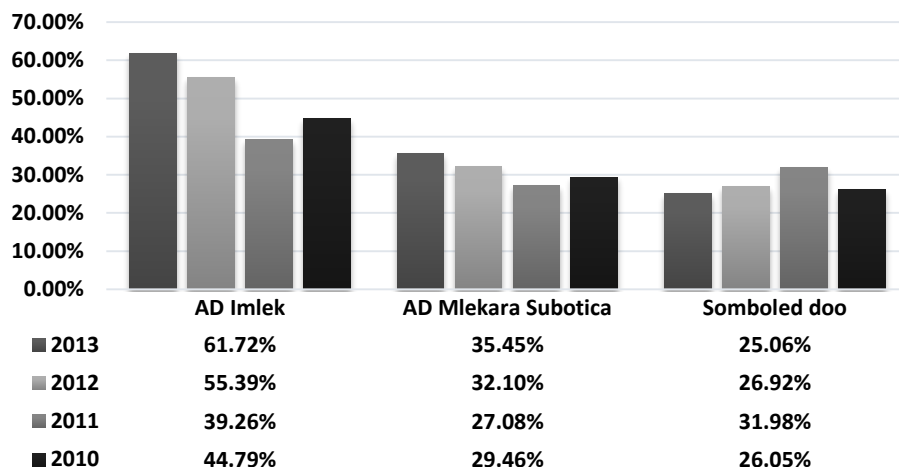
Racio zaduzenosti predstavlja procenat poslovne imovine koja je finansirana od strane kreditora (Doss et al. 2013), pa se zbog toga često koristi i kao mera rizika. Protekom vremena, sa promenom racija menja se i rizik stečaja (Tracy 2012).

Vrednost ovog racia se računa na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{(AOP\ 111\ B.\ DUGOROČNA\ REZERVISANJA\ I\ OBAVEZE\ (112+113+116) + AOP\ 123\ V.\ ODLOŽENE\ PORESKE\ OBAVEZE)}{AOP\ 022\ G.\ POSLOVNA\ IMOVINA\ (001 + 012 + 021)}$$

Najveći racio zaduzenosti u 2013. godini ima društvo AD Imlek, što znači da ovo društvo relativno veliki procenat poslovne imovine finansira iz pozajmljenih izvora.

Racio zaduženosti



Grafik 38 Racio zaduženosti

3.4.2 Racio kamatonosne zaduženosti

Ovaj ratio uzima u obzir samo obaveze na koje se (najverovatnije) obračunava kamata. Osim što predstavljaju dodatno opterećenje za novčani tok privrednog društva, kamatonosne obaveze najčešće izlažu društvo riziku promene kamatne stope (Anon 1997) i valutnom riziku (Shoup 1998).

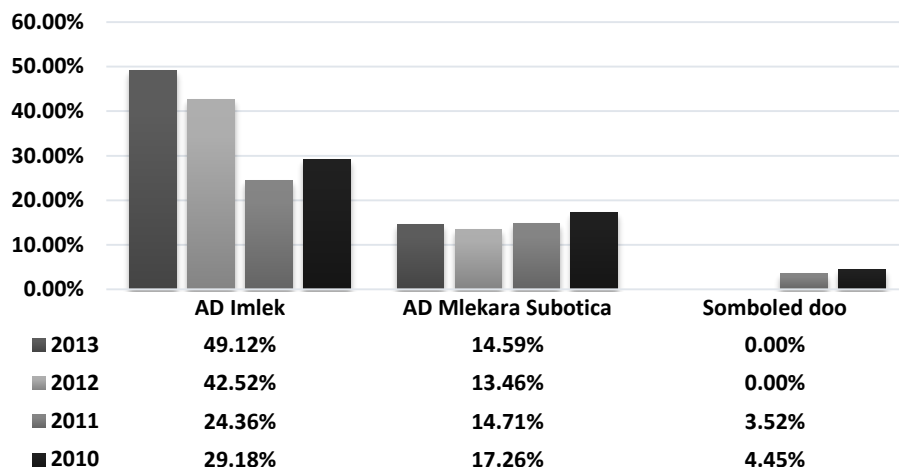
Kalkulacija ovog pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{(AOP\ 114\ 1. Dugoročni\ krediti + AOP\ 115\ 2. Ostale\ dugoročne\ obaveze + AOP\ 117\ 1. Kratkoročne\ finansijske\ obaveze)}{AOP\ 22\ G. POSLOVNA\ IMOVINA\ (001 + 012 + 021)}$$

I u slučaju ovog pokazatelja društvo AD Imlek se izdvaja kao najzaduženije, dok društvo Somboled doo nema obaveze na koje se obračunava kamata⁸.

⁸ Sa jedne strane to može biti dobra informacija, jer društvo nije izloženo pomenutim rizicima. Takođe, iz ugla potencijalnih kreditora, društvo nije zaduženo, što je povoljna karakteristika. Ipak nezaduženo društvo plaća veći porez s obzirom da ne poseduje tzv. „poreski štiti“.

Racio kamatonosne zaduženosti



Grafik 39 Racio kamatonosne zaduženosti

3.4.3 Zaključak sekcije zaduženosti

AD Imlek finansira 61,72% svoje imovine iz pozajmljenih izvora, a na 49,12% se obračunava kamata.

AD Mlekara Subotica finansira 35,45% svoje imovine iz pozajmljenih izvora, a na 14,59% se obračunava kamata.

Somboled doo finansira 25,06% svoje imovine iz pozajmljenih izvora, a na 0% se obračunava kamata.

3.5 Likvidnost

Postoji nekoliko definicija termina likvidnost, koje se najčešće prilagođavaju svrsi upotrebe. Autori knjige *Economics* (Mankiw & Taylor 2006) definisali su likvidnost kao lakoću sa kojom neka imovina može da se pretvori u sredstvo razmene. Likvidnost se definiše i kao sposobnost privrednog društva da redovno izmiruje svoje kratkoročne obaveze, što više odgovara pokazateljima koje ćemo u nastavku prikazati.

3.5.1 Neto obrtni fond (sredstva)

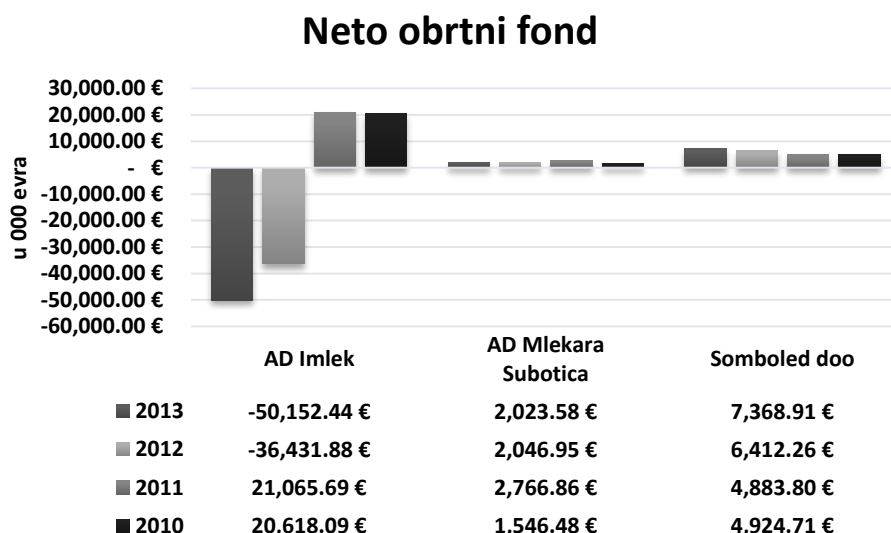
Neto obrtni fond je jedini od obrađenih pokazatelja likvidnosti čija se vrednost izražava u apsolutnim novčanim jedinicama. Odgovara na pitanje da li analizirano privredno društvo ima više kratkoročne imovine ili kratkoročnih obaveza (Knezevic et al. 2013). U slučaju da je vrednost kratkoročne imovine veća od iznosa kratkoročnih obaveza, vrednost pokazatelja će biti pozitivna, i obrnuto.

Kalkulacija pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$AOP\ 012 - B. OBRTNA IMOVINA (013+014+015) - AOP\ 116 - III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121 +122))$$

AD Imlek je u 2013. godini imalo negativnu vrednost neto obrtnog fonda, što ukazuje da vrednost obaveza koje dospevaju na naplatu u roku kraćem od godinu dana premašuje vrednost obrtne imovine društva. Negativna vrednost pokazatelja pokazuje manjkavost u likvidnosti društva, što nije slučaj sa društvima iz kontrolne grupe.

Prosečna vrednost pokazatelja za grupu analiziranih društava iznosi -13.587 hiljada evra, dok je medijana 2.024 hiljada evra.



Grafik 40 Neto obrtni fond

3.5.2 Tekući pokazatelj likvidnosti – Tekući racio

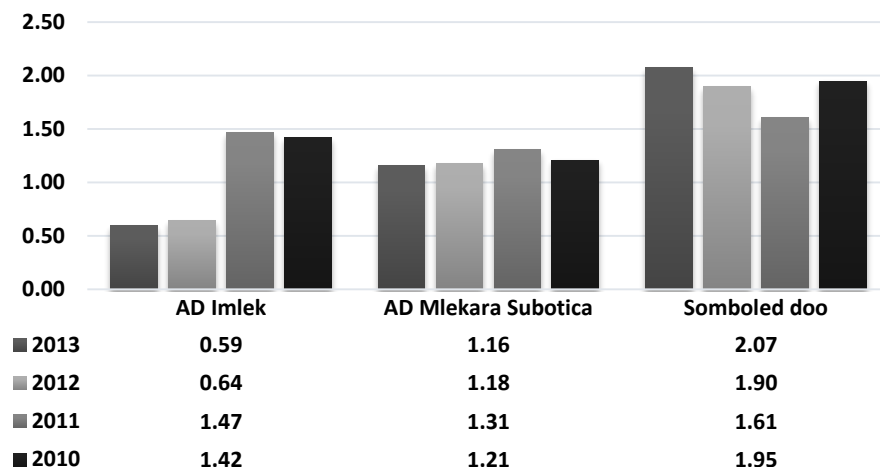
Predstavlja racio oblik neto obrtnog fonda, s obzirom da stavlja u odnos obrtnu imovinu i kratkoročne obaveze. Iz tog razloga iznos neto obrtnog fonda implicira vrednost tekućeg racia - ukoliko je neto obrtni fond pozitivan, vrednost tekućeg racia će biti iznad 1, i obrnuto. Sudeći po knjizi *Financial Management* (Sheeba 2010) najpogodnije je da vrednost pokazatelja bude iznad 2, jer se u tom slučaju može oceniti da društvo ima dobru poziciju likvidnosti.

Do vrednosti pokazatelja dolazi se kalkulacijom (Knezevic et al. 2013):

$$AOP\ 012 - B. OBRTNA\ IMOVINA\ (013+014+015) / AOP\ 116 - III. KRATKOROČNE\ OBAVEZE\ (117+118+119+120+121+122)$$

U 2013. godini društvo Somboled doo je na osnovu ovog pokazatelja najlikvidnije u poređenju sa ostalim analiziranim društvima. Prosečna vrednost racia za analizirana društva iznosi 1,27, dok je medijana 1,16.

Tekući racio



Grafik 41 Tekući racio

3.5.3 Pokazatelj raducirane likvidnosti – Brzi racio

Brzi racio je modifikovani i konzervativniji (Andrews 1968) oblik tekućeg racia likvidnosti (Carlberg 2002). On poredi vrednosti kratkoročnih obaveza i obrtno imovine umanjene za vrednost stavke zaliha.

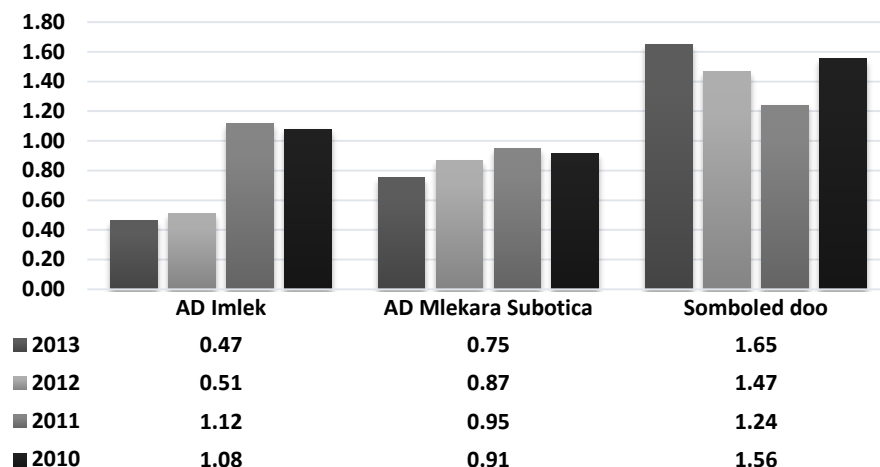
Vrednost racia se računa na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{(AOP\ 016 - 1. Potraživanja + AOP\ 018 - 3. Kratkoročni finansijski plasmani + AOP\ 019 - 4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina)}{AOP\ 116 - III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117+118+119+120+121 +122)}$$

Dobijene vrednosti u 2013. godini dovode do sličnog zaključka kao u slučaju tekućeg racia (grafik br. 22). Društvo Somboled doo je najlikvidnije, dok je AD Imlek najnelikvidnije.

Prosečna vrednost pokazatelja za grupu uporedivih društava iznosi 0,95, dok je mediana 0,75.

Brzi racio



Grafik 42 Brzi racio

3.5.4 Racio gotovine

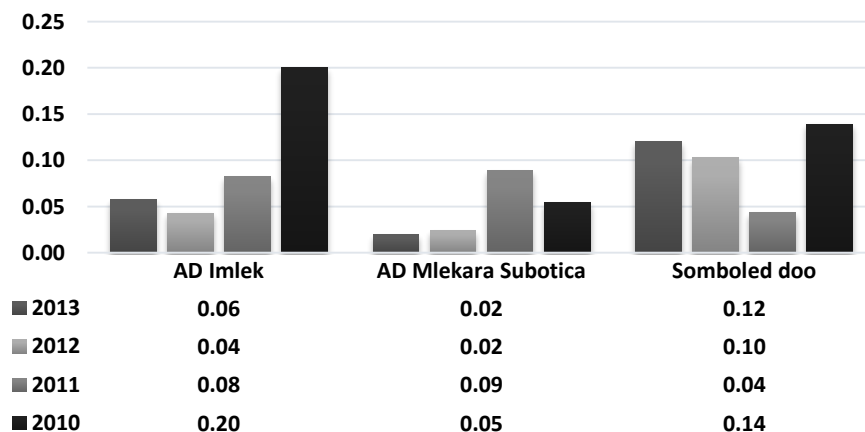
Ponekad je analitičaru potreban pokazatelj likvidnosti društva sa ekstremno konzervativne tačke gledišta (Gibson 2010). Tada je prikladno koristiti racio gotovine. U njemu se postavlja odnos između stavki kratkoročnih obaveza i gotovine i gotovinskih ekvivalenta.

Kalkulacija pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$AOP\ 019 - 4. \text{ Gotovinski ekvivalenti i gotovina} / AOP\ 116 - III. \text{ KRATKOROČNE OBAVEZE} \\ (117+118+119+120+121+122)$$

Pokrivenost kratkoročnih obaveza gotovinom i gotovinskim ekvivalentima u 2013. godini najveća je kod društva Somboled doo, dok je kod AD Imlek i AD Mlekara Subotica dosta niža. Prosečna vrednost pokazatelja u istom periodu je 0,07, dok je medijana 0,06.

Racio gotovine



Grafik 43 Racio gotovine

3.5.5 Zaključak sekcije likvidnosti

Društvo AD Imlek je na dan 31.12.2013. godine imalo za 50.152 hiljada evra veću vrednost kratkoročnih obaveza od vrednosti obrtne imovine. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom je bila na nivou od 59%, obrtnom imovinom bez zaliha, poreskih kredita i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 47%, a gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na nivou od 6%.

Društvo AD Mlekara Subotica je na dan 31.12.2013. godine imalo za 2.024 hiljada evra veću vrednost obrtne imovine od vrednosti kratkoročnih obaveza. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom je bila na nivou od 116%, obrtnom imovinom bez zaliha, poreskih kredita i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 75%, a gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na nivou od 2%.

Društvo Somboled doo je na dan 31.12.2013. godine imalo za 7.369 hiljada evra veću vrednost obrtne imovine od vrednosti kratkoročnih obaveza. Pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom je bila na nivou od 207%, obrtnom imovinom bez zaliha, poreskih kredita i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 165%, a gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na nivou od 12%.

3.6 Profitabilnost

Profit je razlika između ukupnih prihoda i ukupnih rashoda (Mankiw & Taylor 2006) i, kao takav, predstavlja osnovnu motivaciju investitora. O njegovom značaju i ulozi pisali su začetnici ekonomske misli - Adam Smith (Smith 1776) i David Ricardo (Ricardo 2012). Ipak, nominalna vrednost profita nije posebno informativna bez predstave o veličini privrednog društva koje ga je ostvarilo (Knezevic et al. 2013).

3.6.1 Neto margina

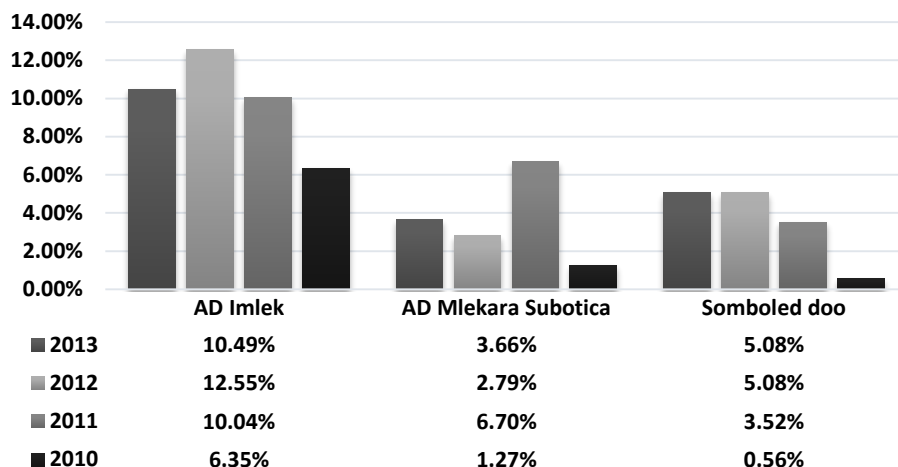
Neto margina (koja se često naziva i „profitna margina“) predstavlja ukupnu meru profitabilnosti poslovanja tokom određenog perioda (Albrecht et al. 2007). Profitna margina pokazuje odnos prihoda koji nalazi svoj put do profita (Brealey et al. 2007).

Do vrednosti racia dolazi se sledećom kalkulacijom (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{(AOP\ 229\ \text{Đ. NETO DOBITAK} (223 - 224 - 225 - 226 + 227 - 228)\ \text{ili}\ AOP\ 230\ \text{E. NETO GUBITAK} (224 - 223 + 225 + 226 - 227 + 228))}{AOP\ 201\ \text{I. POSLOVNI PRIHODI} (202+203+204-205+206)}$$

Grafik br. 44 daje prikaz vrednosti neto margine za analizirana društva po godinama. Prosečna vrednost pokazatelja za sva analizirana društva u 2013. godini iznosi 6,41%, a medijana je 5,08%.

Neto margina



Grafik 44 Neto margina

3.6.2 Stopa prinosa na kapital

Stopa prinosa na kapital (engl. Return on equity - ROE) je pokazatelj rasta vrednosti vlasničkog kapitala. Visoka vrednost ovog pokazatelja ukazuje na dobre performanse poslovanja (Gildersleeve 1999), ali ne garantuje da će i buduće vrednosti biti visoke (Ramiro et al. 2015).

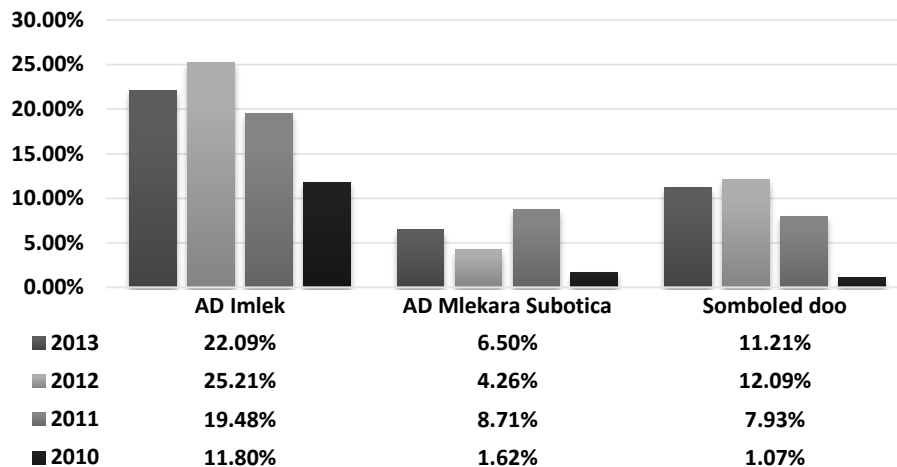
Ukoliko je vrednost neto kapitala negativna, kalkulacija ovog pokazatelja nije moguća.

Do vrednosti pokazatelja dolazi se sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$\left(\text{AOP } 229 \text{ D. NETO DOBITAK } (223 - 224 - 225 - 226 + 227 - 228) \text{ ili AOP } 230 \text{ E. NETO GUBITAK } (224 - 223 + 225 + 226 - 227 + 228) \right) / \text{AOP } 101 \text{ A. KAPITAL } (102 + 103 + 104 + 105 + 106 - 107 + 108 - 109 - 110)$$

Najveću stopu prinosa na kapital u 2013. godini imalo je društvo AD Imlek. Prosečna vrednost pokazatelja za grupu uporedivih društava u istom periodu iznosila je 13,27%, dok je medijana 11,21%.

Stopa prinosa na kapital



Grafik 45 Stopa prinosa na kapital

3.6.3 Poslovna margina

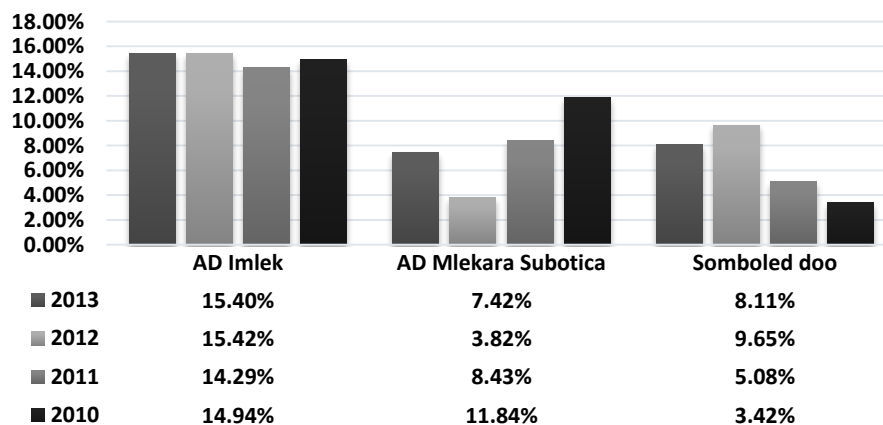
Ovaj pokazatelj predstavlja odnos između poslovnog rezultata i poslovnih prihoda (tj. procenat poslovnog dobitka u poslovnim prihodima). Pozitivan poslovni rezultat daje pozitivne vrednosti pokazatelja, i obrnuto.

Kalkulacija ovog pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$(AOP\ 213\ III.\ POSLOVNI\ DOBITAK\ (201 - 207)\ \text{ili}\ AOP\ 214\ IV.\ POSLOVNI\ GUBITAK\ (207 - 201)) / AOP\ 201\ I.\ POSLOVNI\ PRIHODI\ (202+203+204-205+206)$$

Sledeći grafik pokazuje da je najveću vrednost pokazatelja u 2013. godini imalo društvo AD Imlek, što mu daje prednost u odnosu na konkurente. Prosečna vrednost pokazatelja za sva analizirana društva iznosi 10,31%, dok je medijana 8,11%.

Poslovna margina



Grafik 46 Poslovna margina

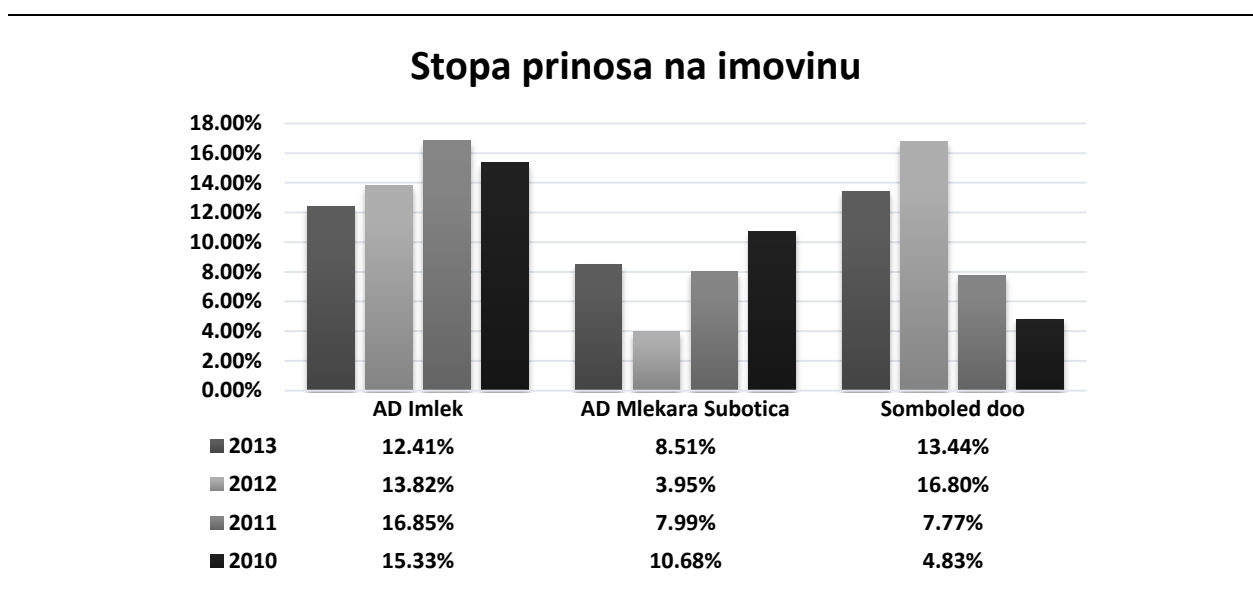
3.6.4 Stopa prinosa na imovinu

Stopa prinosa na imovinu (engl. Return on assets - ROA) je količnik poslovnog rezultata i poslovne imovine. U konkurentnoj industriji, kompanije mogu očekivati da će zaraditi samo ekonomski trošak kapitala. Stoga visok prinos na imovinu ukazuje na mogućnost da kompanija koristi monopolski položaj i tako „nameće“ previsoke cene (Brealey et al. 2007).

Vrednost ovog racia se računa na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$(AOP\ 213\ III.\ POSLOVNI\ DOBITAK\ (201 - 207)\ \text{ili}\ AOP\ 214\ IV.\ POSLOVNI\ GUBITAK\ (207 - 201)) / AOP\ 022\ G.\ POSLOVNA\ IMOVINA\ (001 + 012 + 021)$$

Na grafiku br. 47 prikazane su dobijene vrednosti pokazatelja po godinama za sva tri društva. Najveću stopu prinosa na imovinu u 2013. godini ima društvo Somboled doo, dok je prosek pokazatelja 11,45%, a medijana 12,41%.



Grafik 47 Stopa prinosa na imovinu

3.6.5 Stopa prinosa na investirani kapital

(engl. Return on Invested Capital - ROIC), je direktan pokazatelj poslovne sposobnosti društva (Dorsey 2011). ROIC meri povraćaj koji društvo generiše u odnosu na investirani kapital (Gildersleeve 1999).

ROIC je približno jednaka stopi prinosa na kapital koja bi bila ostvarena ukoliko bi društvo bilo finansirano isključivo sopstvenim izvorima (Knezevic et al. 2013). Računa se kao količnik pokazatelja NOPAT⁹ i vrednosti investiranog kapitala (Dent 2011). Investirani kapital predstavlja iznos koji su privrednom društvu na raspolaganje poverili investitori.

Kalkulacija ovog pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

⁹ Net operating profit after tax

$$\frac{EBIT \times (1 - \text{stopa poreza na dobit})}{(AOP\ 101\ A.\ KAPITAL\ (102+103+104+105+106-107+108-109-110) + AOP\ 113\ II.\ DUGOROČNE\ OBAVEZE\ (114 + 115) + AOP\ 117\ 1.\ Kratkoročne\ finansijske\ obaveze - \text{Višak gotovine})}$$

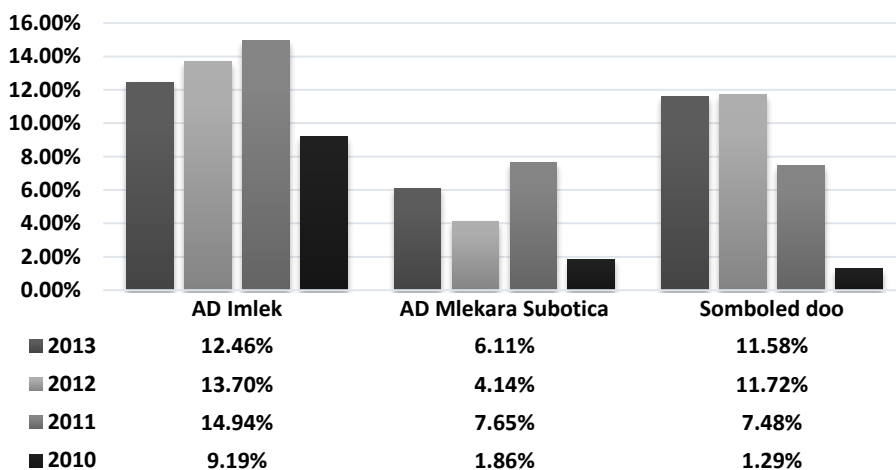
U navedenoj kalkulaciji moženo učiti da se vrednost u imeniocu umanjuje za višak gotovine. Poznato je da jedan deo gotovinskih sredstava privrednog društva mora biti raspoloživ u svrhu svakodnevnih operacija, ipak društva ponekad drže iznos gotovine koji premašuje zadovoljenje prethodno navedenih motiva. Taj iznos se naziva višak gotovine i on, kao takav, ne čini deo investiranog kapitala.

U cilju ocene da li društvo raspolaže viškom gotovine, potrebno je uporediti vrednost pozicije gotovinski ekvivalenti i gotovina sa pozicijom poslovni prihodi. Na osnovu sprovedenih istraživanja (Knezevic et al. 2013), kao iznos gotovine koji je neophodan za obavljanje dnevnih poslovnih aktivnosti postavljen je limit od 3% iznosa poslovnih prihoda, i njega ćemo upotrebiti u daljoj analizi.

Društvo za koje je procenjeno da ima višak gotovine je AD Imlek¹⁰. Grafik br. 48 daje grafički prikaz vrednosti stope prinosa na investirani kapital po godinama. Najveći prinos na investirani kapital u 2013. godini takođe ima AD Imlek, dok je proseka pokazatelja za uporedivu grupu 10,05%, a medijana 11,58%.

Interesantno je uočiti da sva tri društva imaju pozitivne vrednosti pokazatelja. To je dobra vest za potencijalne investitore, jer je vrednost ovog pokazatelja relevantna za ocenu profitabilnosti društva u slučajevima kada je ono meta preuzimanja.

Stopa prinosa na investirani kapital



Grafik 48 Stopa prinosa na investirani kapital

¹⁰ Vrednost pozicije gotovina i gotovinski ekvivalenti čini 3,78% ukupne vrednosti pozicije poslovni prihodi.

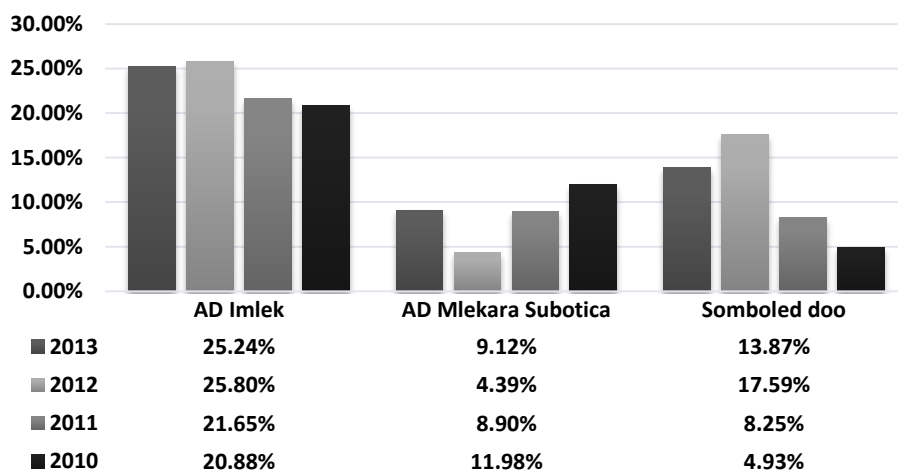
3.6.6 Stopa prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti

Vrednost pokazatelja koristi se radi prikaza rezultata koji društvo ostvaruje u primarnoj delatnosti. Kalkulacija ovog pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{\text{Poslovni rezultat}}{(\text{AOP 022 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)} - \text{AOP 009 V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)} - \text{AOP 018 3. Kratkoročni finansijski plasmani} - \text{Višak gotovine})}$$

Najveću procenjenu stopu prinosa u primarnoj poslovnoj delatnosti u 2013. godini ostvarilo je društvo AD Imlek. Prosečna vrednost pokazatelja u 2013. iznosi 16,07%, a medijana je 13,87%.

Stopa prinosa u primarnoj delatnosti



Grafik 49 Stopa prinosa u primarnoj delatnosti

3.6.7 Zaključak sekcije profitabilnosti

Društvo AD Imlek je u 2013. godini ostvario neto rezultat koji je iznosio 10,49% u odnosu na vrednost poslovnih prihoda, 22,09% u odnosu na vrednost vlasničkog kapitala. Poslovni rezultat je iznosi 15,40% od vrednosti poslovnih prihoda, 12,41% u odnosu na vrednost poslovne imovine, i 25,24% u odnosu na sredstva koja su uložena u njegovo ostvarivanje. Investitori u društvo (vlasnici i poverioci) su ostvarili prosečnu stopu od 12,46% na uložena sredstva.

Društvo AD Mlekara Subotica je u 2013. godini ostvarilo neto rezultat koji iznosi 3,66% u odnosu na vrednost poslovnih prihoda, i 6,50% u odnosu na vrednost vlasničkog kapitala. Poslovni rezultat je iznosio 7,42% od vrednosti poslovnih prihoda, 8,51% u odnosu na vrednost poslovne imovine, i 9,12% u odnosu na sredstva koja su uložena u njegovo ostvarivanje. Investitori u društvo (vlasnici i poverioci) su ostvarili prosečnu stopu od 6,11% na uložena sredstva.

Društvo Somboled doo je u 2013. godini ostvarilo neto rezultat koji je iznosio 5,08% u odnosu na vrednost poslovnih prihoda, i 11,12% u odnosu na vrednost vlasničkog kapitala. Poslovni rezultat je iznosio 8,11% od vrednosti poslovnih prihoda, 13,44% u odnosu na vrednost poslovne imovine, i 13,87% u odnosu na sredstva koja su uložena u njegovo ostvarivanje.

Investitori u društvo (vlasnici i poverioci) su ostvarili prosečnu stopu od 11,58% na uložena sredstva.

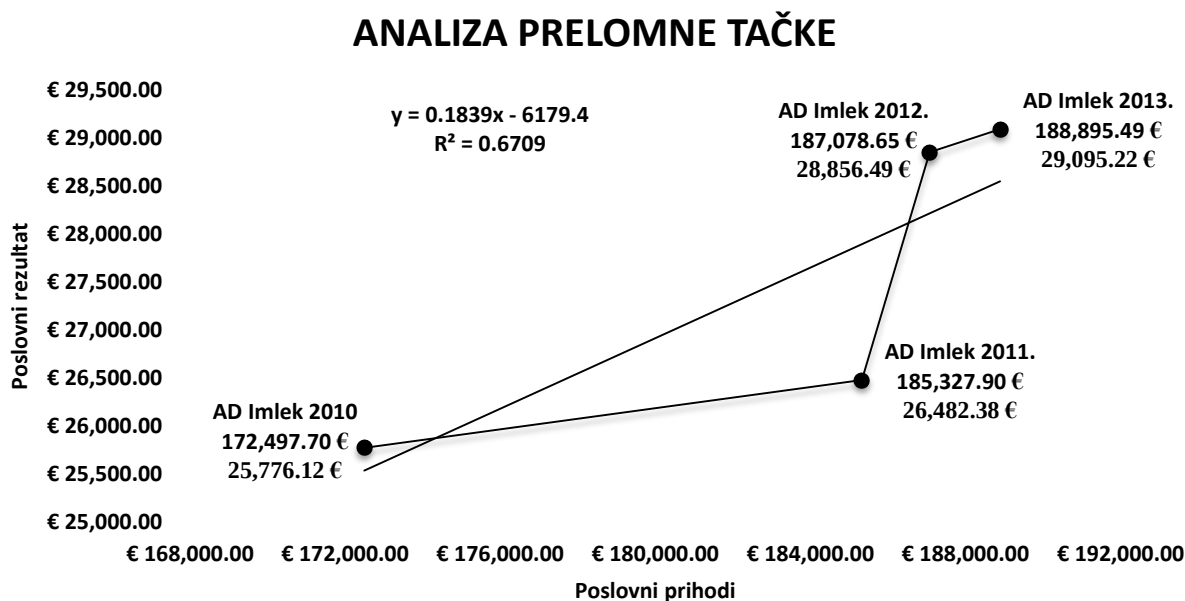
Na osnovu zaključaka sekcije profitabilnost, AD Imlek se izdvaja kao najprofitabilnije u odnosu na društva iz kontrolne grupe. Ipak, stopa prinosa na imovinu ukazuje da je Somboled doo u 2013. godini imalo bolju zarađivačku sposobnost. AD Mlekara Subotica ima najslabije vrednosti pokazatelja profitabilnosti.

3.7 Operativni leveridž

Stepen operativnog leveridža je funkcija strukture troškova privrednog društva, i obično se definiše kao odnos između fiksnih i ukupnih troškova (Damodaran 2012). Društva koja imaju veće učešće fiksnih troškova imaju veću osetljivost neto rezultata na promene u obimu poslovne aktivnosti (Knezevic et al. 2013).

U radu pod nazivom *Break even: Just another academic amusement or useful addition to the financial practitioner's toolbox* (Stanisic & Knezevic 2014) predstavljeni su nedostaci analize prelomne tačke, i iznet zaključak da pretpostavke analize često nisu ispunjene, što smanjuje njenu praktičnu upotrebljivost. Ipak, u nastavku ćemo prikazati rezultate analize za posmatrana društva i dati ocenu realnosti (i upotrebljivosti) dobijenih pokazatelja.

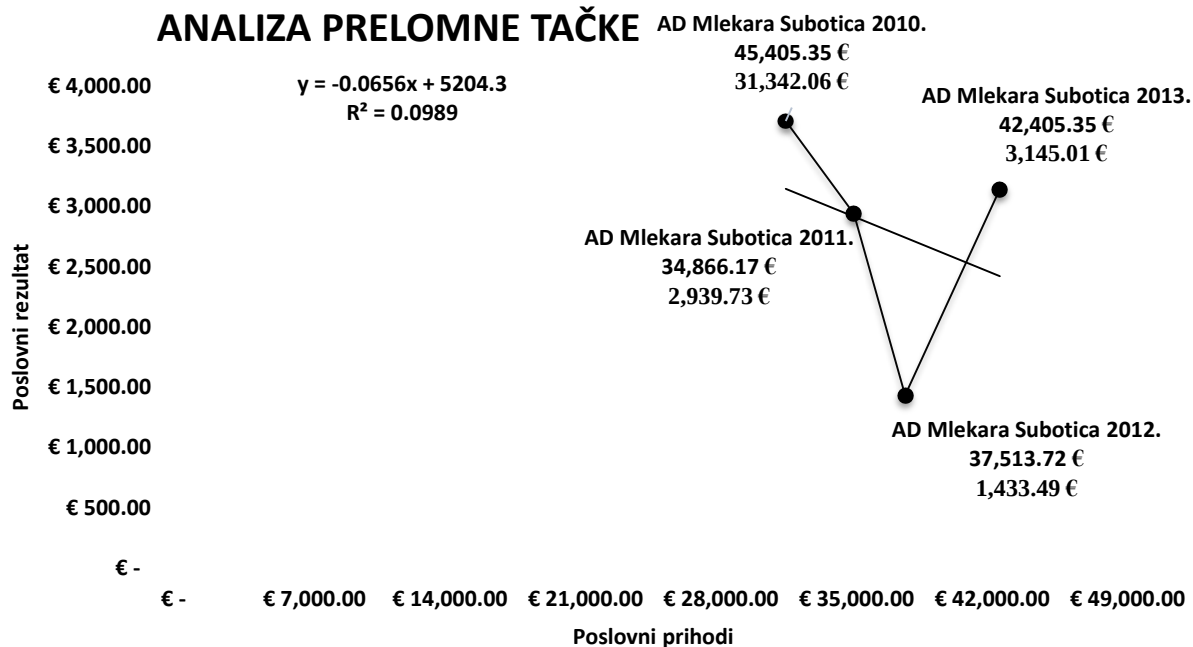
Metodom regresione analize fiksni troškovi društva AD Imlek su procenjeni na 6,179,42 hiljada evra, kontribucionu margina na 18,39%, a prelomna tačka na 33,606.50 hiljada evra. Analizom kretanja vrednosti poslovnih prihoda i poslovnog rezultata uočavamo uzajamnu zavisnost, tj. da sa povećanjem poslovnih prihoda dolazi do povećanja poslovnog rezultata.



Grafik 50 Veza između poslovnih prihoda i poslovnog rezultata - AD Imlek

U slučaju AD Mlekara Subotica niska vrednost koeficijenta determinacije ukazuje da metoda regresione analize nije dovoljno pouzdana i da dobijene vrednosti ne treba uzimati u dalje razmatranje.

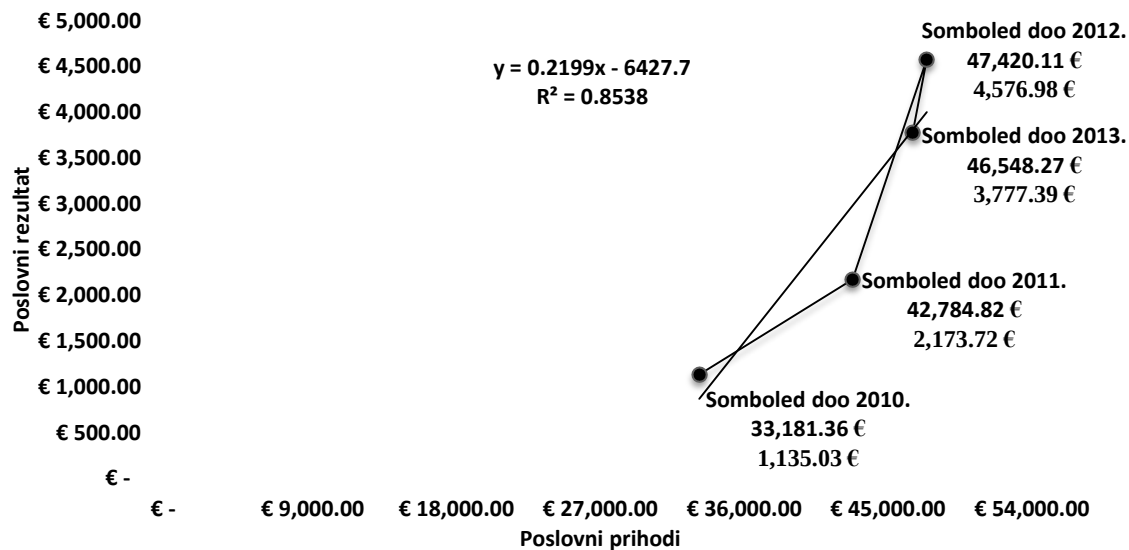
ANALIZA PRELOMNE TAČKE



Grafik 51 Veza između poslovnih prihoda i poslovnog rezultata - AD Mlekara Subotica

Procenjeni fiksni troškovi društva Somboled doo iznose 6,427.69 hiljada evra, kontribuciona margina 21,99%, a vrednost prelomne tačke je 29,225.94 hiljada evra.

ANALIZA PRELOMNE TAČKE



Grafik 52 Veza između poslovnih prihoda i poslovnog rezultata - Somboled doo

3.8 Periodi konverzije

3.8.1 Periodi naplate potraživanja

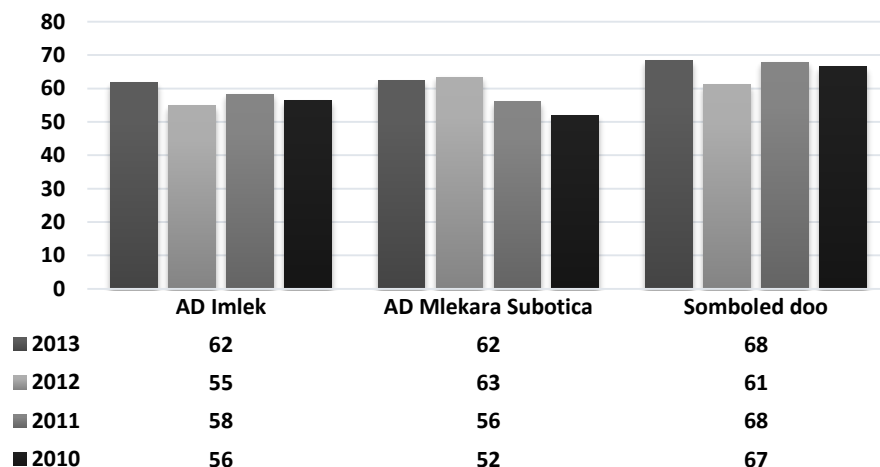
Period naplate potraživanja predstavlja prosečan broj dana koji protekne od trenutka fakturisanja prodatih dobara, do naplate potraživanja od kupaca.

Kalkulacija ovog pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$AOP\ 639\ 1. \text{ Potraživanja po osnovu prodaje (stanje na kraju godine } 639 \leq 016) / AOP\ 202\ 1. \text{ Prihodi od prodaje} \times 365 / 1,18^{11}$$

Vrednosti pokazatelja su slične kod sva tri društva. Prosek (64 dana) i medijana (62 dana) uzorka impliciraju relativno dug period naplate na tržištu mlečnih proizvoda RS.

Periodi naplate potraživanja



Grafik 53 Periodi naplate potraživanja

3.8.2 Periodi plaćanja obaveza

Period plaćanja obaveza je prosečan broj dana koji protekne od trenutka prijema faktura, do izmirenja obaveza prema dobavljačima.

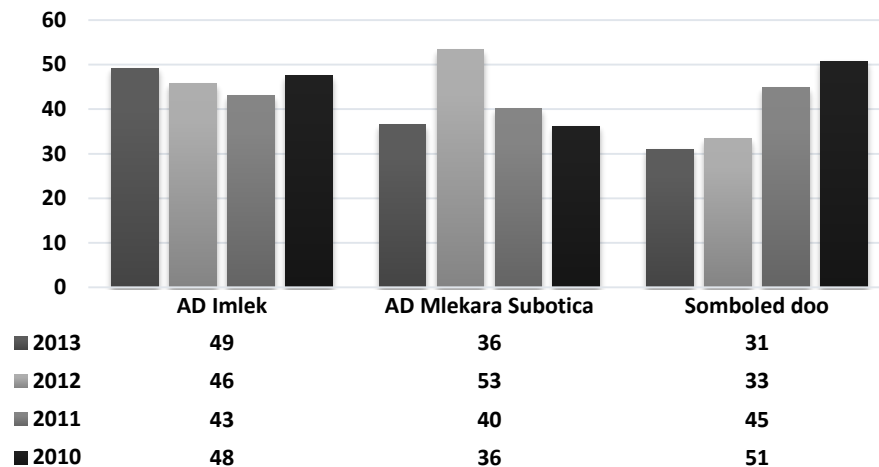
Vrednost pokazatelja se računa na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$AOP\ 640\ 2. \text{ Obaveze iz poslovanja (stanje na kraju godine } 640 \leq 119) / AOP\ 643\ 5. \text{ Obaveze iz poslovanja (potražni promet bez početnog stanja)} \times 365$$

Na grafiku br. 54 su prikazane vrednosti za društva u uzorku. Prosečna vrednost pokazatelja u 2013. godini iznosi 39 dana, a medijana 36 dana.

¹¹ PDV je u 2013. godini iznosi 18%.

Period plaćanja obaveza



Grafik 54 Period plaćanja obaveza

3.8.3 Periodi konverzije zaliha

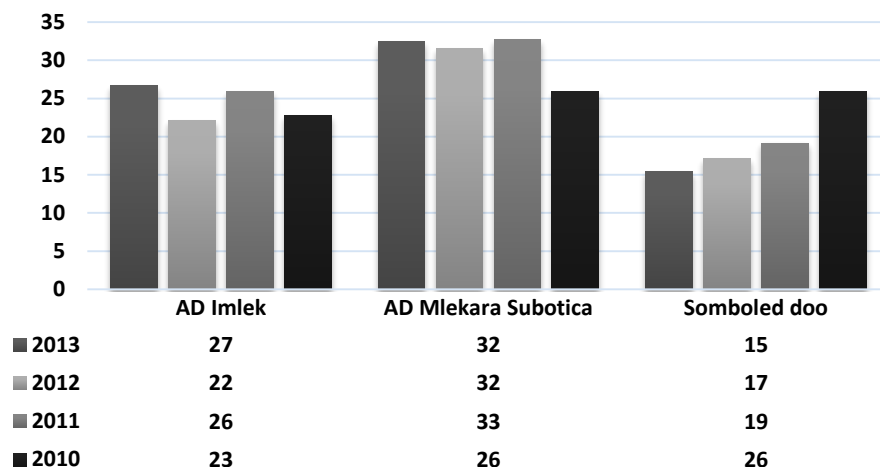
Period konverzije zaliha predstavlja prosečan broj dana koji protekne od trenutka prijema faktura od dobavljača za ulazne produktivne faktore, do isporuke gotovih dobara i usluga kupcima.

Do vrednosti pokazatelja dolazi se na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$(AOP\ 616\ 1.\ Zalihe\ materijala + AOP\ 617\ 2.\ Nedovršena\ proizvodnja + AOP\ 618\ 3.\ Gotovi\ proizvodi + AOP\ 619\ 4.\ Roba) / AOP\ 643\ 5.\ Obaveze\ iz\ poslovanja\ (potražni\ promet\ bez\ početnog\ stanja) \times 365 \times 1,18$$

Racio je od posebnog značaja za analizirana društva, jer se radi o proizvodnoj delatnosti, i njegove vrednosti direktno odslikavaju efikasnost poslovanja društva. Prosečan period konverzije zaliha za AD Imlek i društva iz kontrolne grupe u 2013. godini iznosi 25 dana, a medijana 27 dana. U slučaju društva Somboled doo broj dana konverzije zaliha smanjivao iz godine u godinu što se može okarakterisati kao pozitivan trend.

Period konverzije zaliha



Grafik 55 Period konverzije zaliha

3.8.4 Periodi konverzije gotovine

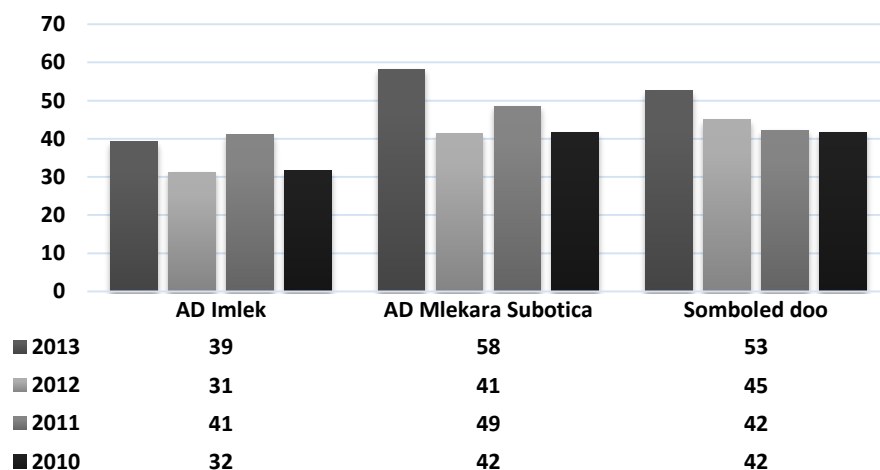
Period konverzije gotovine predstavlja prosečan broj dana koji prođe od plaćanja ulaznih produktivnih faktora do naplate prodaje društva.

Kalkulacija ovog pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$\text{Period naplate potraživanja} - \text{Period plaćanja obaveza} + \text{Period konverzije zaliha}$$

AD Imlek i društva iz kontrolne grupe u 2013. godini imali su prosečnu vrednost pokazatelja 50 dana, dok je medijana iznosila 53 dana. U 2013. godini društvu AD Mlekara Subotica bio je potreban najveći broj dana da zaokruži ciklus od plaćanja ulaznih računa do naplate prodaje.

Period konverzije gotovine



Grafik 56 Period konverzije gotovine

3.8.5 Zaključak sekcije

Društvu AD Imlek je u 2013. godini u proseku bilo potrebno 27 dana da proizvede i proda stavke koje se nalaze na zalihama, 62 dana da naplati potraživanje nastalo po osnovu prodaje, tako da je gotovina u proseku 89 dana bila vezana u procesu proizvodnje, prodaje i naplate. Društvo je plaćalo obaveze svojim dobavljačima u proseku 49. dana, tako da je vezivalo gotovinu oko 40 dana.

Društvu AD Mlekara Subotica je u 2013. godini u proseku bilo potrebno 32 dana da proizvede i proda stavke koje se nalaze na zalihama, 62 dana da naplati potraživanje nastalo po osnovu prodaje, tako da je gotovina u proseku 94 dana bila vezana u procesu proizvodnje, prodaje i naplate. Društvo je plaćalo obaveze svojim dobavljačima u proseku 36. dana, tako da je vezivalo gotovinu oko 58 dana.

Društvu Somboled doo je u 2013. godini u proseku bilo potrebno 15 dana da proizvede i proda stavke koje se nalaze na zalihama, 68 dana da naplati potraživanje nastalo po osnovu prodaje, tako da je gotovina u proseku 83 dana bila vezana u procesu proizvodnje, prodaje i naplate. Društvo je plaćalo obaveze svojim dobavljačima u proseku 31. dana, tako da je vezivalo gotovinu oko 52 dana.

3.9 Kreditna analiza

se sprovodi sa ciljem ocene izgleda da društvo neće biti u mogućnosti da isplati svoje obaveze. Za razliku od analize likvidnosti, kreditna analiza izgleda ocenjuje u kontekstu srednjeg i dugog vremenskog horizonta.

Altman Z-skor model razvio je Edward I. Altman (Altman 1968), profesor finansija na Njujorškom Univerzitetu - NYU. Altman Z-skor model utvrđivanja verovatnoće stečaja je metodologija koja je usled svoje jednostavnosti (ima formu jednačine u koju se unose vrednosti poznatih racio brojeva) dobila široku primenu u praksi. Iako postoji veliki broj modela koji se bave predviđanjem otvaranja stečajnog postupka (Stanišić et al. 2013), u nastavku ćemo se fokusirati na rezultate Altman Z-skor modela.

Racio brojevi koji se koriste u jednačinama su sledeći (Knezevic et al. 2013):

$T_1 = \text{Neto obrtni fond} / \text{Poslovna imovina}$

$T_2 = \text{Neraspoređeni dobitak} / \text{Poslovna imovina}$

$T_3 = \text{EBIT} / \text{Poslovna imovina}$

$T_4 = \text{Kapital} / \text{Ukupne obaveze}$

$T_5 = \text{Poslovni prihodi} / \text{Poslovna imovina}$

3.9.1 Z skor za privatna privredna društva

Predstavlja oblik Z skora namenjen društvima čijim se kapitalom ne trguje na berzi¹².

Vrednost pokazatelja se računa na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

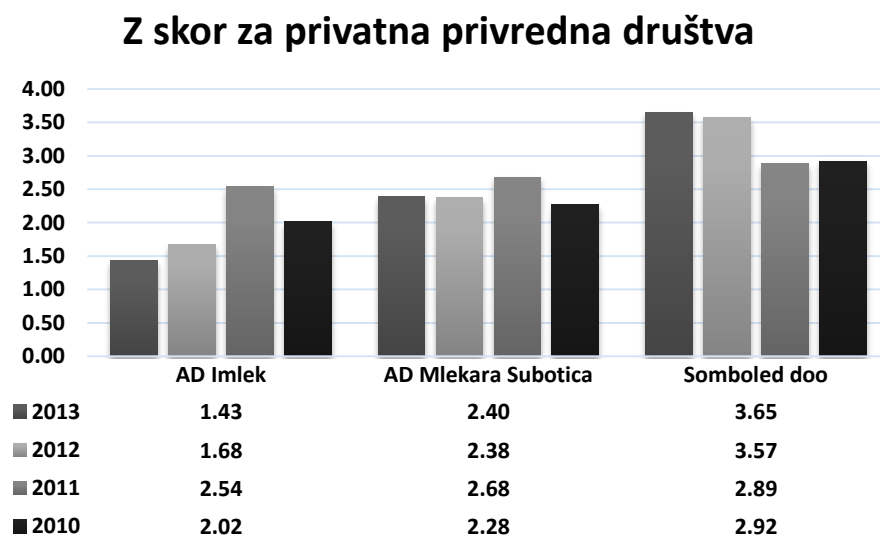
$$Z' = 0,717 \times T1 + 0,847 \times T2 + 3,107 \times T3 + 0,420 \times T4 + 0,998 \times T5$$

$Z' > 2.90$ – “Bezbedna” zona

$1.23 < Z' < 2.90$ – “Siva” zona

$Z' < 1.23$ – “Problematična” zona

Na osnovu vrednosti prikazanih na grafiku br. 57, AD Imlek i AD Mlekara Subotica u 2013. godini svrstavaju se u „sivu“ zonu kreditne sposobnosti, a Somboled doo u „bezbednu“ zonu.



Grafik 57 Z skor za privatna privredna društva

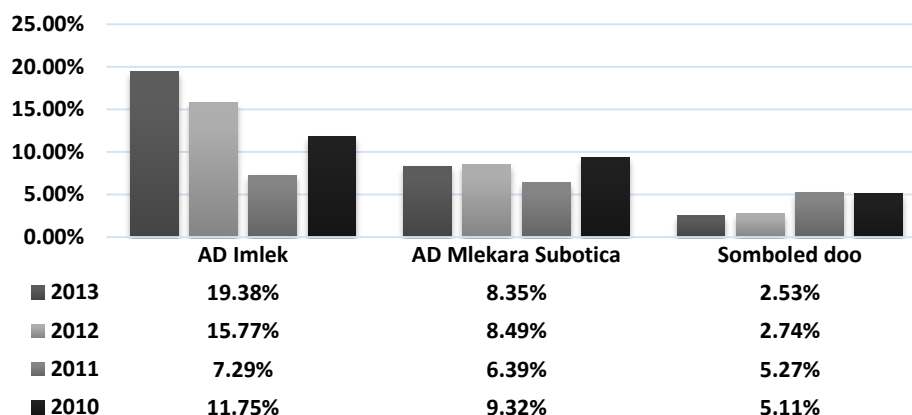
Ilustrativnije od klasifikacije po zonama finansijske sigurnosti jeste konvertovanje skora u kvazi-verovatnoću stečaja. Vrednost kvazi-verovatnoće se dobija sledećom formulom:

$$P = 1 - \frac{e^z}{1 + e^z}$$

Ovako dobijena vrednost je implicirana verovatnoća da će se u narednih dve godine društvo naći u stečaju. Sudeći po rezultatima (grafikon 58) najveće šanse za stečaj u 2013. godini je imalo društvo AD Imlek.

¹² Private company na engleskom govornom području označava privredno društvo čijim se kapitalom ne trguje javno na berzi. Izraz se ne odnosi isključivo na privatno vlasništvo, kao što bi se moglo pomisliti.

Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva



Grafik 58 Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za privatna društva

3.9.2 Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju

Kao što naziv ukazuje, ovaj oblik Z skor modela je namenjen proizvodnim i neproizvodnim industrijskim društvima, i društvima koja posluju u zemljama u razvoju.

Vrednosti se računaju na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$Z'' = 6,56 \times T1 + 3,26 \times T2 + 6,72 \times T3 + 1,05 \times T4$$

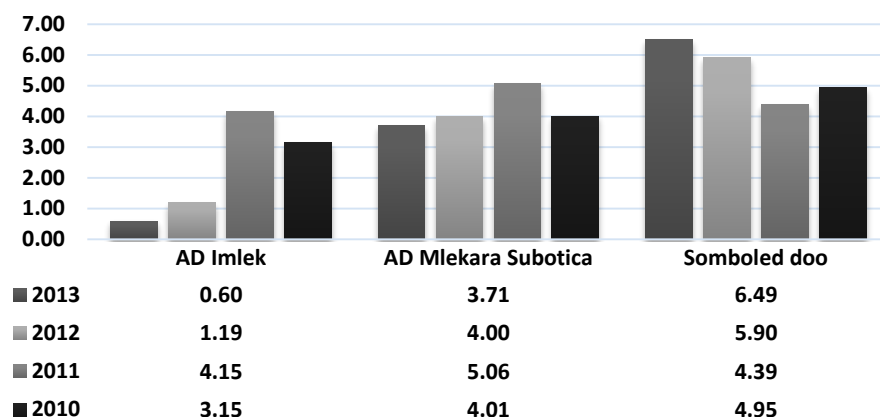
$Z'' > 2.6$ – “Bezbedna” zona

$1.1 < Z'' < 2.6$ – “Siva” zona

$Z'' < 1.1$ – “Problematična” zona

Dobijene vrednosti društva AD Mlekara Subotica i Sombled doo svrstavaju u “bezbednu” zonu, dok se AD Imlek svrstava u “problematičnu zonu”.

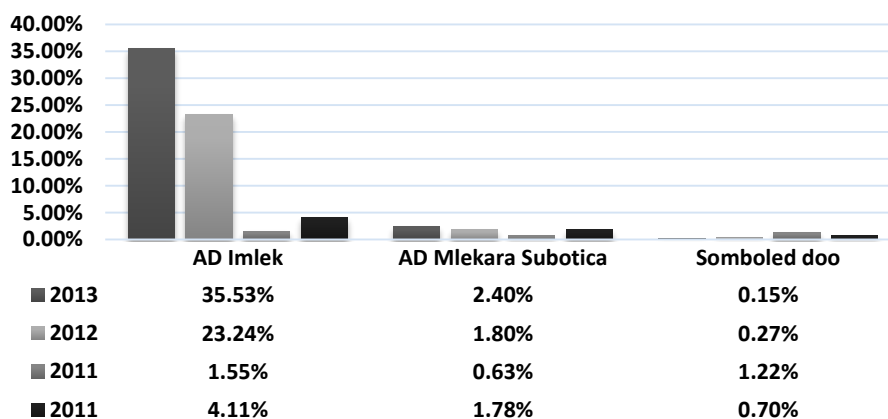
Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju



Grafik 59 Z skor za industrijska društva i društva koja posluju na tržištima u razvoju

Sudeći po dobijenim vrednostima, AD Mlekara Subotica i Somboled doo imaju manju impliciranu verovatnoću da se u naredne dve godine nađu u stečaju. Racio broja T5 (poslovni prihodi/poslovna imovina), koji je u ovom slučaju izostavljen, često se javlja kao uzrok manjih (većih) vrednosti pokazatelja. U slučaju društva AD Mlekara Subotica racio broja T5 iznosi 1,15, dok za Somboled doo iznosi 1,66. S obzirom da iznosi ukazuju da poslovni prihodi kod oba društva prelaze vrednost poslovne imovine, što je pozitivan pokazatelj, može se ipak reći da ovaj racio broj nije problematičan, već da su u pitanju racio brojevi čiji se ponderi razlikuju u dva modela.

Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za društva koja pripadaju tržištima u razvoju



Grafik 60 Z' skor implicirana verovatnoća stečaja za društva koja pripadaju tržištima u razvoju

3.9.3 Zaključak sekcije kreditne analize

Društvo AD Imlek je u 2013. godini u skladu sa Z skor metodologijom za privatna privredna društva svrstano u „sivu“ zonu kreditne sposobnosti, dok je na osnovu Z skora za industrijska društva koja posluju na tržištima u razvoju svrstano u problematičnu zonu. Implicirana verovatnoća stečaja u naredne dve godine je u skladu sa modelom za privatna društva bila 19,38%, odnosno 35,53% u skladu sa modelom za društva koja pripadaju tržištima u razvoju.

Društvo AD Mlekara Subotica je u 2013. godini u skladu sa Z skor metodologijom za privatna privredna društva svrstano u „sivu“ zonu kreditne sposobnosti, dok je na osnovu Z skora za industrijska društva koja posluju na tržištima u razvoju svrstano u „bezbednu“ zonu. Implicirana verovatnoća stečaja u naredne dve godine je u skladu sa modelom za privatna društva bila 8,35%, odnosno 2,40% u skladu sa modelom za društva koja pripadaju tržištima u razvoju.

Društvo Somboled doo je u 2013. godini u skladu sa Z skor metodologijom svrstano u „bezbednu“ zonu kreditne sposobnosti. Implicirana verovatnoća stečaja u naredne dve godine je u skladu sa modelom za privatna društva bila 2,53%, odnosno 0,15% u skladu sa modelom za društva koja pripadaju tržištima u razvoju.

3.10 Analiza gotovinskih tokova

Svrha analize je pravljenje pretpostavki o budućnosti (Plewa et al. 1995). Značaj gotovinskih tokova prilično dobro je opisan u članku časopisa *The Economist* (The Economist 2003): „Profit je koncept; gotovinski tok je realnost“¹³.

Analiza novčanih tokova, razvijena sredinom 1980-ih godina, uživa globalnu prihvaćenost, i prepoznata je u računovodstvenim standardima većine razvijenih zemalja (Koen & Oberholster 1999). Investitore pretežno zanimaju gotovinski tokovi društva, jer kao što je napomenuto, profit predstavlja samo koncept (računovodstvenu obračunsku kategoriju), dok je za isplatu dividendi potrebna gotovina. Isto je u slučaju poverioca, koji su svesni da privredno društvo može imati pozitivan rezultat, ali da zbog problema likvidnosti i negativnih novčanih tokova može kasniti u plaćanju svojih obaveza.

U nastavku ćemo obraditi dva značajnija aspekta analize gotovinskih tokova: Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima.

3.10.1 Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala

Meri sposobnost privrednog društva da isplati dividende. Zapravo, definicija ukazuje na sposobnost društva da isplati dividende iz poslovanja nakon što se isplate planirane vrednosti investicija, koje rukovodstvo smatra neophodnim za održivi rast i tekuće poslovanje (Greuning 2009).

Definiše se i kao iznos gotovine koji može biti isplaćen vlasnicima društva, nakon plaćanja obaveza iz poslovanja, finansiranja novih investicija i otplate kredita, i kalkulacija pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

¹³ „profit is a concept, cash flow is reality“

AOP 343 J. GOTOVINA NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA (338 - 339 + 340 + 341 - 342) – AOP 340 Ž. GOTOVINA NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA + AOP 333 4. Isplaćene dividende + AOP 330 1. Otkup sopstvenih akcija i udela – AOP 326 1. Uvećanje osnovnog kapitala

Analizirana društva u 2013. godini imaju pozitivnu vrednost pokazatelja, a najveći iznos sredstava može se potencijalno staviti na raspolaganje vlasnicima AD Imlek.



Grafik 61 Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala

3.10.2 Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima

Predstavlja iznos gotovine koji bi nakon plaćanja obaveza iz poslovanja i finansiranja novih investicija mogao biti isplaćen vlasnicima kapitala i poveriocima kolektivno. Drugačije posmatrano, to je iznos gotovine koji bi mogao biti isplaćen akcionarima kada društvo ne bi imalo finansijske obaveze¹⁴, i do vrednosti ovog pokazatelja dolazi se na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

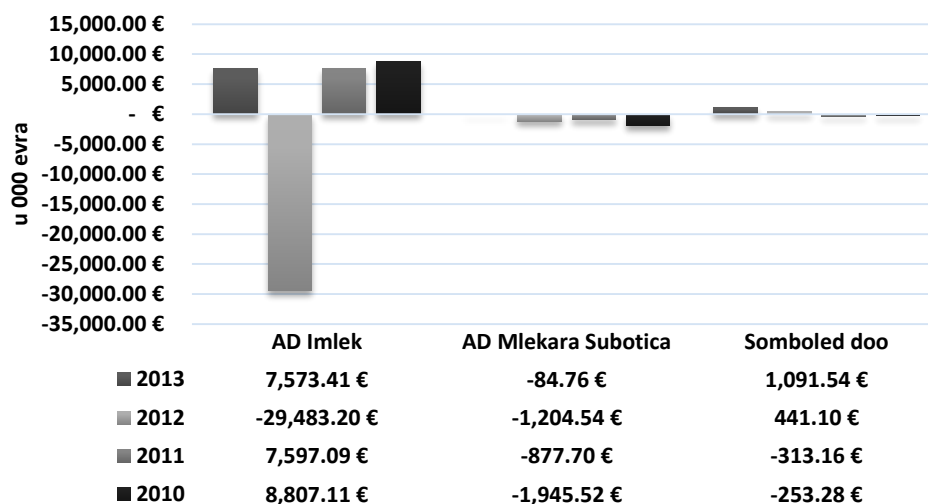
Gotovinski tok koji pripada vlasnicima kapitala -AOP 327 2. Dugoročni i kratkoročni krediti (neto prilivi) + AOP 308 3. Plaćene kamate $\times (1 - \text{stopa poreza na dobit})$ ¹⁵

U 2013. godini, jedino je AD Mlekara Subotica imalo negativnu vrednost pokazatelja. To ukazuje na činjenicu da u slučaju da se društvo nije zadužilo kod poverioca, vlasnici društva bi sami morali finansirati trenutne investicije, te bi bili primorani da unesu blizu 85 hiljada evra kapitala u gotovinu.

¹⁴ Ipak, nije najispravnije reći da su dva gotovinska toka koja obrađujemo jednaka u slučaju da društvo zaista nema finansijskih obaveza, jer u takvoj situaciji društvo bi bilo primorano da plati veći porez zbog neposredovanja tzv. „poreskog štita“.

¹⁵ Na razvijenim finansijskim tržištima kada je praktično izvodljivo da vlasnici kapitala otkupe finansijske obaveze (nakon akcija postanu vlasnici i svih korporativnih obveznica), i time ujedno postanu i poverioci društva, korekcija za kamatu ne bi bila neophodna. Ipak, na osnovu sprovedenog istraživanja autora čija se kalkulacija primenjuje, na domaćem tržištu je to retka pojava, i s toga je korekcija u većini slučajeva primenljiva.

Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima



Grafik 62 Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i poveriocima

3.10.3 Zaključak sekcije analize gotovinskih tokova

Vlasnicima društva AD Imlek je u 2013. nakon plaćanja poslovnih i finansijskih obaveza, i finansiranja investicija moglo biti isplaćeno 25.314 hiljada evra gotovine. Da se društvo nije zadužilo kod poverioca, vlasnicima bi nakon finansiranja trenutnih investicija, opet bilo raspoloživo 7.573 hiljada evra gotovine.

Vlasnicima društva AD Mlekara Subotica je u 2013. nakon plaćanja poslovnih i finansijskih obaveza, i finansiranja investicija moglo biti isplaćeno 1.986 hiljada evra gotovine. Da se društvo nije zadužilo kod poverioca, vlasnici bi sami morali finansirati trenutne investicije, i u tom slučaju bi trebalo uneti 85 hiljada evra kapitala u gotovini.

Vlasnicima društva Somboled doo je u 2013. nakon plaćanja poslovnih i finansijskih obaveza, i finansiranja investicija moglo biti isplaćeno 1.092 hiljada evra gotovine.

3.11 DuPont analiza

DuPont model finansijske analize korišćen je po prvi put od strane F. Donaldson Brown-a 1914. godine. Vremenom, model je našao široku primenu u poslovnom i akademskom okruženju (Soliman 2004; Soliman 2008). DuPont analiza predstavlja dekompoziciju stope prinosa na kapital na određeni broj faktora za koje se smatra da imaju značajan uticaj u formiranju iste (Knezevic et al. 2013).

Originalna DuPont jednačina ima sledeći oblik (Soliman 2008):

$$ROE = \text{Neto rezultat} / \text{Poslovni prihodi} \times \text{Poslovni prihodi} / \text{Poslovna imovina} \times \text{Poslovna imovina} / \text{Kapital}$$

AD Imlek je u 2013. godini koeficijent obrta imovine koji je bio manji od očekivanog (imajući u vidu delatnost) nadoknadilo nadprosečnom neto marginom, i uz nadprosečnu zaduženost ostvarilo stopu prinosa na kapital veću od prosečne vrednosti tog pokazatelja u toj delatnosti.

AD Imlek	Neto margina	10.49%		Prinos na kapital	22.09%
	Koeficijent obrta imovine	0.81			
	Zaduženost kompanije	2.61			
Grupa uporedivih društava	Neto margina	4.37%		Prinos na kapital	8.82%
	Koeficijent obrta imovine	1.40			
	Zaduženost kompanije	1.44			
Sve delatnosti	Neto margina	1.02%		Prinos na kapital	4.10%
	Koeficijent obrta imovine	0.91			
	Zaduženost kompanije	1.98			

Grafik 63 Uporedna DuPont analiza – AD Imlek

AD Mlekara Subotica je u 2013. godini uz neto marginu koja je bila manja od očekivane (imajući u vidu delatnost), takođe manji koeficijent obrta imovine od očekivanog, i uz zaduženost društva manju od prosečne ostvarilo stopu prinosa na kapital prikazanu grafikom br. 64.

AD Mlekara Subotica	Neto margina	3.66%		Prinos na kapital	6.50%
	Koeficijent obrta imovine	1.15			
	Zaduženost kompanije	1.55			
Grupa uporedivih društava	Neto margina	7.78%		Prinos na kapital	18.91%
	Koeficijent obrta imovine	1.23			
	Zaduženost kompanije	1.97			
Sve delatnosti	Neto margina	1.02%		Prinos na kapital	4.10%
	Koeficijent obrta imovine	0.91			
	Zaduženost kompanije	1.98			

Grafik 64 Uporedna DuPont analiza – AD Mlekara Subotica

Somboled doo je u 2013. godini neto marginu koja je bila manja od očekivane (imajući u vidu delatnost) nadoknadilo nadprosečnim koeficijentom obrta imovine, i uz zaduženost društva ispod proseka ostvarilo solidnu stopu prinosa na kapital.

Somboled doo	Neto margina	5.08%		Prinos na kapital	11.21%
	Koeficijent obrta imovine	1.66			
	Zaduženost kompanije	1.33			
Grupa uporedivih društava	Neto margina	7.07%		Prinos na kapital	14.38%
	Koeficijent obrta imovine	0.98			
	Zaduženost kompanije	2.08			
Sve delatnosti	Neto margina	1.02%		Prinos na kapital	4.10%
	Koeficijent obrta imovine	0.91			
	Zaduženost kompanije	1.98			

Grafik 65 Uporedna DuPont analiza – Somboled doo

3.12 Ostali pokazatelji

Pružaju dodatne informacije o društvu, koje se u zavisnosti od cilja i vremenskih ograničenja finansijske analize mogu računati i tumačiti (Knezevic et al. 2013).

3.12.1 Racio pokrića kamate

Govori koliko puta društvo može pokriti rashode kamata nastale po osnovu duga (Peterson et al. 1999), tj. meri sposobnost društva da izvrši ugovorene kamatne isplate (Jain 2007).

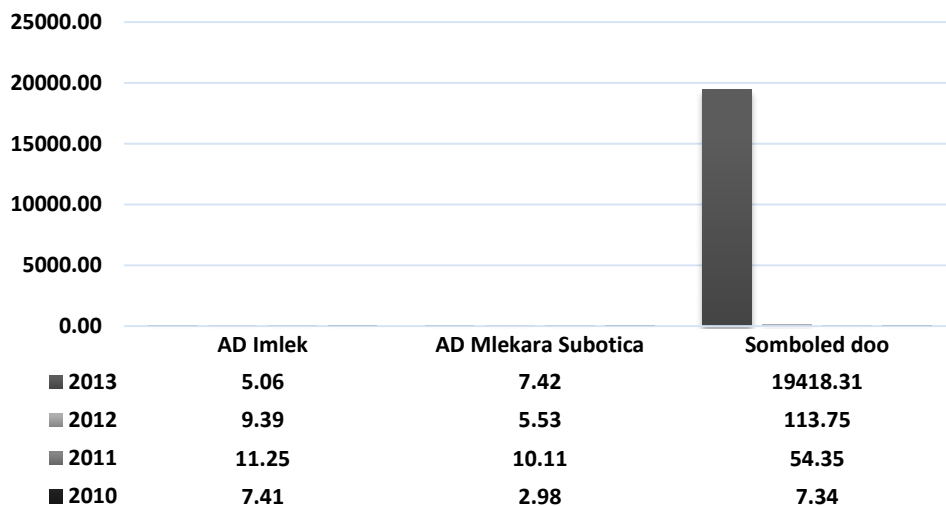
Kalkulacija pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$EBIT / AOP \text{ 667 17. Rashodi kamata}$$

Neuobičajna vrednost (koju nećemo uzeti u dalje razmatranje) se javlja kod Somboled doo, jer društvo u 2013. nije bilo zaduženo. AD Imlek bi u 2013. moglo imati rashode kamata 5,06 puta veće od tadašnjih bez ulaska u zonu neto gubitka. Ipak, istraživanja (Knezevic et al. 2013) ukazuju da ovakva interpretacija dobijenih vrednosti može biti neopreznna, jer pokazatelj ne meri kapacitet zaduživanja društva¹⁶.

¹⁶ Kamata na dodatno zaduživanje bi u većini slučajeva bila veća od dosadašnje.

Racio pokrića kamate



Grafik 66 Racio pokrića kamate

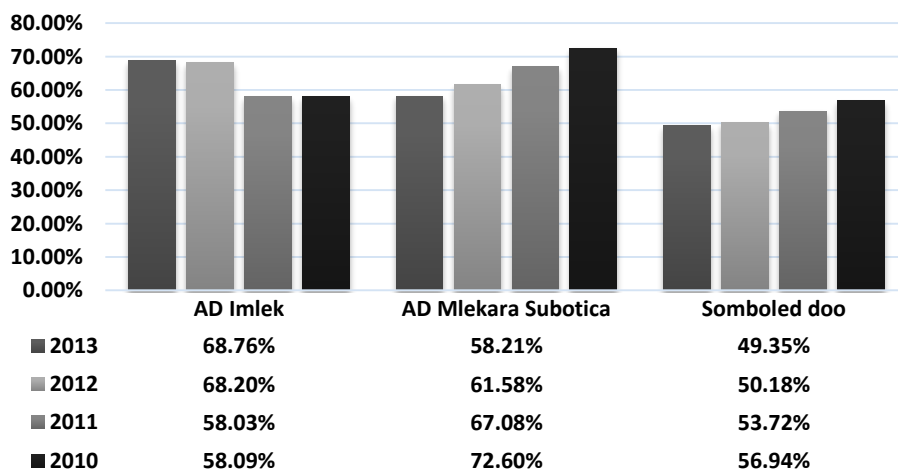
3.12.2 Učešće stalne u poslovnoj imovini

To je procenat poslovne imovine za koju se ne očekuje da bude potrošena ili prodana u roku od godinu dana, i do vrednosti pokazatelja se dolazi na sledeći način (Stanišić 2015):

$$AOP\ 1\ A.\ STALNA\ IMOVINA\ (002+003+004+005+009) / AOP\ 022\ G.\ POSLOVNA\ IMOVINA\ (001 + 012 + 021)$$

Najveći procenat svoje imovine u obliku stalne imovine u 2013. godini držalo je AD Imlek. Analizirana društva su imala prosečno učešće stalne u poslovnoj imovini u iznosu od 58,78%, a medijana je iznosila 58,21% u istom periodu.

Učešće stalne u poslovnoj imovini



Grafik 67 Učešće stalne u poslovnoj imovini

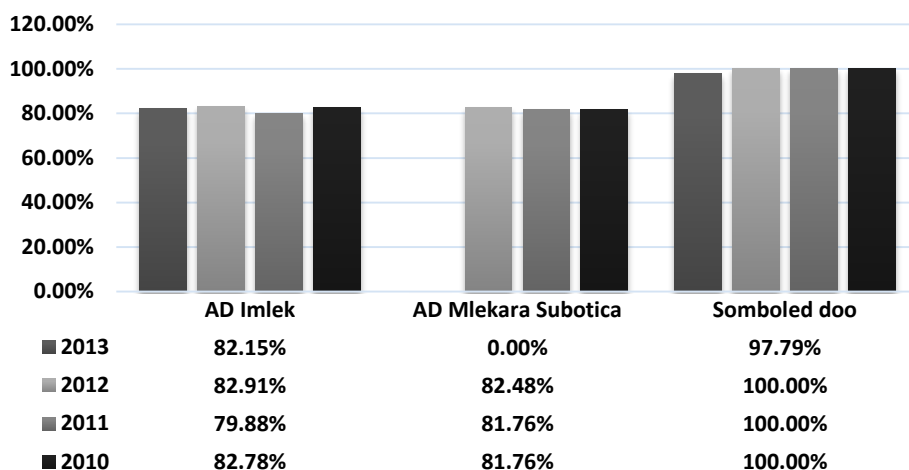
3.12.3 Procenat stranog vlasništva

Predstavlja procenat kapitala društva koji se nalazi u vlasništvu lica sa sedištem van teritorije RS.

Kalkulacija pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{(AOP\ 624\ u\ tome:\ strani\ kapital\ (odnosi\ se\ na\ akcijski\ kapital) + AOP\ 626\ u\ tome:\ strani\ kapital\ (odnosi\ se\ na\ udele\ u\ d.o.o.) + AOP\ 628\ u\ tome:\ strani\ kapital\ (odnosi\ se\ na\ uloge\ u\ ortačkom\ i\ komanditnom\ društvu))}{AOP\ 633\ SVEGA} \\ (623+625+627+629+630+631+632=102)$$

Procenat stranog vlasništva



Grafik 68 Procenat stranog vlasništva

3.12.4 Racio isplate dividende

Prikazuje procenat zarade isplaćen kroz dividende (Porter & Norton 2012), tj. procenat kumulativnog neto rezultata koji je u prethodne četiri godine isplaćen vlasnicima kroz dividende (Knezevic et al. 2013).

Značaj dividende napomenuo je John Davison Rockefeller u magazinu *Cosmopolitan* 1908. godine rekavši: „Da li znate jedinu stvar koja mi čini zadovoljstvo? To je videti moje dividende kako dolaze“¹⁷ (Lewis 1908). Postoje diskusije na temu neisplaćivanja dividendi (Black 1976), i njihovih negativnih efekata, koje je definisao Warren Buffet (Buffet 2012) u jednom od svojih pisama akcionarima: 1) različiti investitori mogu želeći različite stope isplate; 2) isplata dividendi se oporezuje kao prihod, što dugoročni investitori možda ne žele.

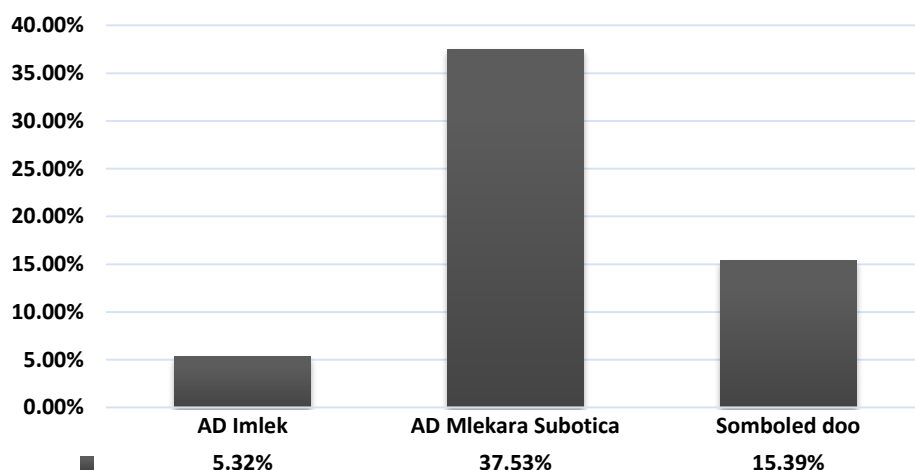
Kalkulacija pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

¹⁷ „Do you know the only thing that gives me pleasure? It's to see my dividends coming in.“

AOP 333 4. Isplaćene dividende zbir prethodne 4 godine/ (AOP 229 Đ. NETO DOBITAK (223 - 224 -225 -226 + 227-228) –AOP 230 E. NETO GUBITAK (224 -223 + 225 + 226 -227 + 228) zbir prethodne 4 godine)

Društva su prethodnih godina praktikovala isplatu dividendi, a AD Mlekara Subotica je procentualno isplaćivalo najveći iznos. Prosečna vrednost pokazatelja za analizirana društva iznosi 19,41%, a medijana 15,39%.

Racio isplate dividende



Grafik 69 Racio isplate dividende

3.12.5 Efektivna poreska stopa

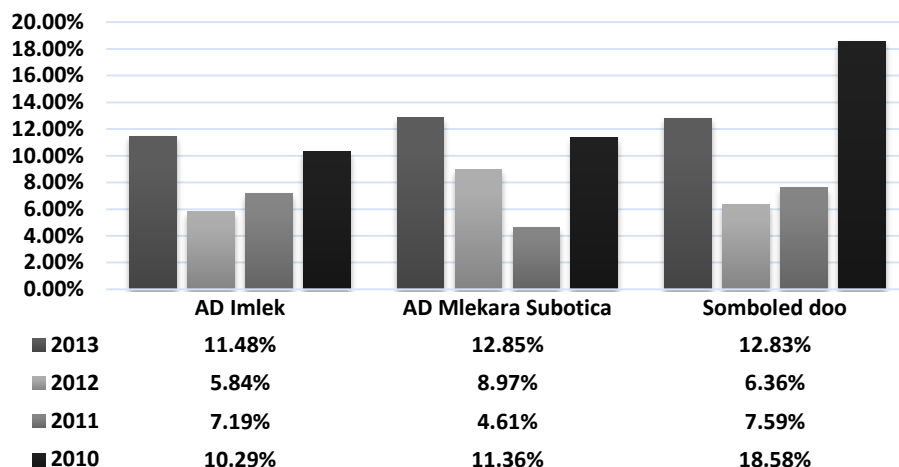
Društva najčešće ne plaćaju nominalni (zakonski propisani) iznos poreske stope zbog raznih poreskih olakšica kojima podležu. Značajnije diskusije na temu efektivne poreske stope mogu se naći u časopisima *Journal of Public Economics* (Feldstein et al. 1983) i *Journal of Monetary Economics* (Mendoza et al. 1994).

Efektivna poreska stopa, zapravo predstavlja realizovano opterećenje porezom na dobit i do vrednosti pokazatelja dolazi se na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

AOP 225 1. Poreski rashod perioda / AOP 223 B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 -220 + 221 -222)

Stopa poreza na dobit pravnih lica je proporcionalna i jednoobrazna i u 2013. u RS iznosila je 15%. Prosečna vrednost pokazatelja u 2013. godini je 12,38%, dok je medijana 12,83%.

Efektivna poreska stopa



Grafik 70 Efektivna poreska stopa

3.12.6 Kamatna stopa

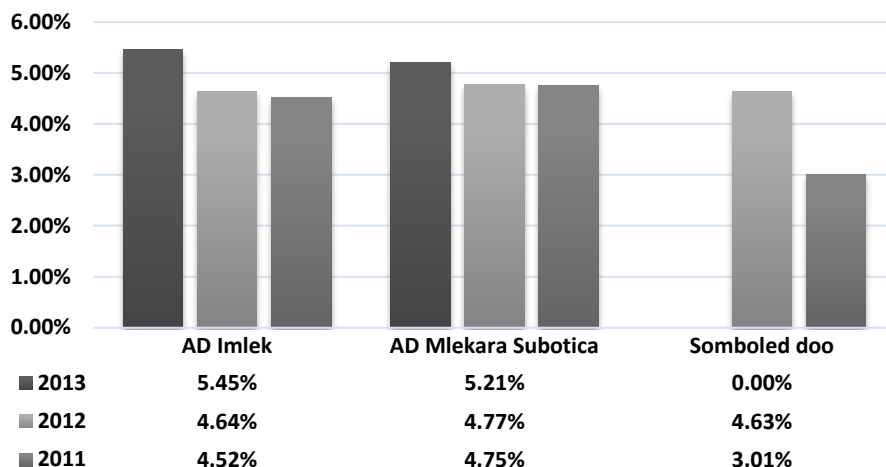
Pokazatelj kamatne stope (obračunate na finansijske obaveze od strane banaka i drugih finansijskih institucija), koristi se kao gruba procena prosečne kamatne stope društva ukoliko u napomenama uz finansijske izveštaje nisu pružene detaljnije informacije o uslovima pod kojima se društvo zadužilo.

Kalkulacija pokazatelja glasi: (Knezevic et al. 2013):

$$AOP\ 667\ 17.\ Rashodi\ kamata / (((AOP\ 114\ 1.\ Dugoročni\ krediti + AOP\ 115\ 2.\ Ostale\ dugoročne\ obaveze + AOP\ 117\ 1.\ Kratkoročne\ finansijske\ obaveze) + (AOP\ 114\ 1.\ Dugoročni\ krediti\ prethodne\ godine + AOP\ 115\ 2.\ Ostale\ dugoročne\ obaveze\ prethodne\ godine + AOP\ 117\ 1.\ Kratkoročne\ finansijske\ obaveze\ prethodne\ godine)) / 2)$$

Najveću prosečnu efektivnu kamatnu stopu na svoje finansijske obaveze u 2013. plaćalo je AD Imlek. Prosečna vrednost pokazatelja za analizirana društva u istom posmatranom periodu iznosi 3,56%, a medijana je 5,21%.

Kamatna stopa



Grafik 71 Kamatna stopa

3.12.7 Kapital investiran u primarnu poslovnu delatnost po zaposlenom

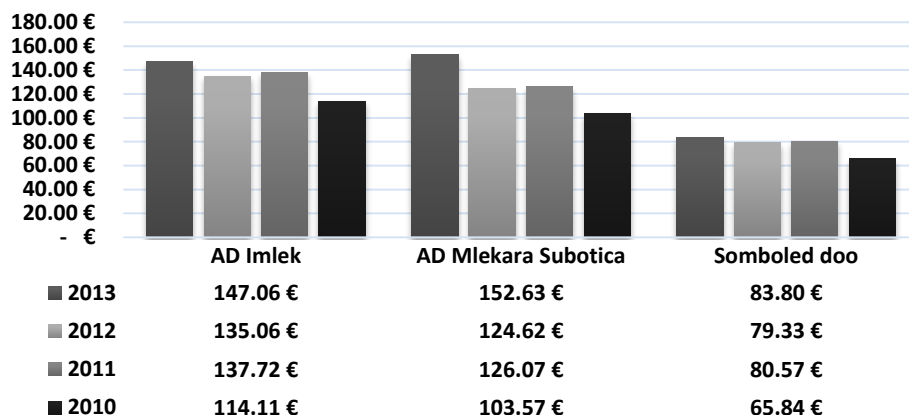
je metod ocene kapitalne intenzivnosti proizvodnje (Ali & Nabil 2012). Društva u kojima preovladava ljudski faktor su radno intenzivna, a društva u kojima preovlađuju kapitalna ulaganja su kapitalno intenzivna.

Do vrednosti pokazatelja dolazi se na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{(AOP\ 022\ G.\ POSLOVNA\ IMOVINA\ (001 + 012 + 021) - AOP\ 9\ V.\ DUGOROČNI\ FINANSIJSKI\ PLASMANI\ (010+011) - AOP\ 18\ 3.\ Kratkoročni\ finansijski\ plasmani - Višak\ gotovine)}{Broj\ zaposlenih}$$

Najviše kapitala investiranog u primarnu delatnost po jednoj osobi u 2013. imalo je AD Mlekara Subotica. Prosečna vrednost pokazatelja za analizirana društva u istom periodu iznosi 127,23 hiljada evra, a medijana 147,06 hiljada evra.

Kapital investiran u primarnu poslovnu delatnost po zaposlenom



Grafik 72 Kapital investiran u primarnu poslovnu delatnost po zaposlenom

3.12.8 Prosečna neto zarada

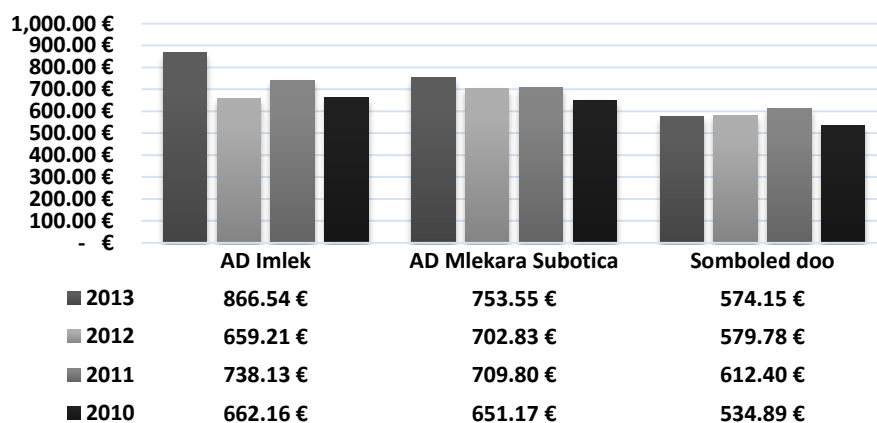
Značaj zarada (plata) prepoznat je još od samog početka ekonomske teorije (Smith 1776; Keynes 1936), jer se kroz prosečnu neto zaradu može se stvoriti opšta predstava o motivaciji i kvalitetu zaposlenih u jednom društvu.

Kalkulacija pokazatelja glasi (Knezevic et al. 2013):

$$\frac{AOP\ 644\ 6.\ Obaveze\ za\ neto\ zarade\ i\ naknade\ zarada\ (potražni\ promet\ bez\ početnog\ stanja)\ /}{AOP\ 605\ 5.\ Prosečan\ broj\ zaposlenih\ na\ osnovu\ stanja\ krajem\ svakog\ meseca\ (ceo\ broj)\ / 12} \times 1000$$

Na sledećem grafiku prikazane su prosečne neto zarade društava po godinama. Prosečna neto zarada u 2013. godini za analizirana društva iznosi 731,41, a medijana 753,55 evra.

Prosečna neto zarada



Grafik 73 Prosečna neto zarada

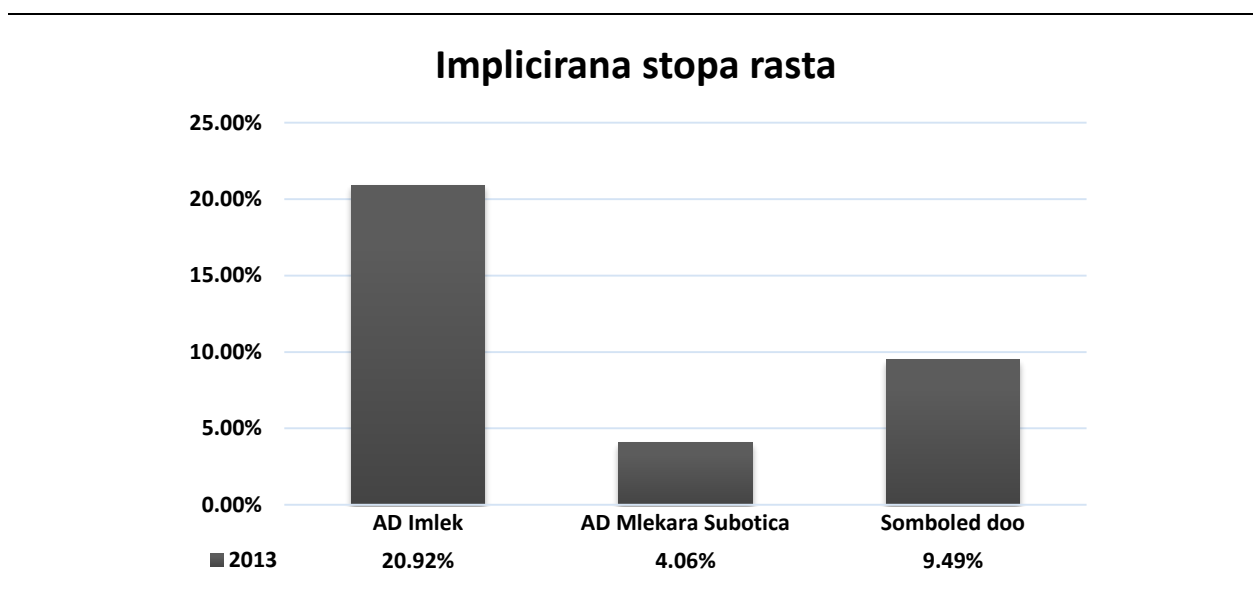
3.12.9 Implicirana stopa rasta

je očekivana buduća stopa rasta neto rezultata (Knezevic et al. 2013). Implicirana stopa zavisi od racia isplate dividendi, jer se menadžment društva nakon ostvarenog pozitivnog rezultata nalazi pred izazovom da li da reinvestira sredstva, ili ih isplatiti vlasnicima kroz dividendu.

Kalkulacija pokazatelja glasi (Healy & Palepu 2012):

$$ROE \times (1 - \text{Racio isplate dividende})$$

Prosečna implicirana stopa rasta za analizirana društva u 2013. godini iznosila je 11,49%, a medijana 9,49%.



Grafik 74 Implicirana stopa rasta

3.12.10 Održiva stopa rasta

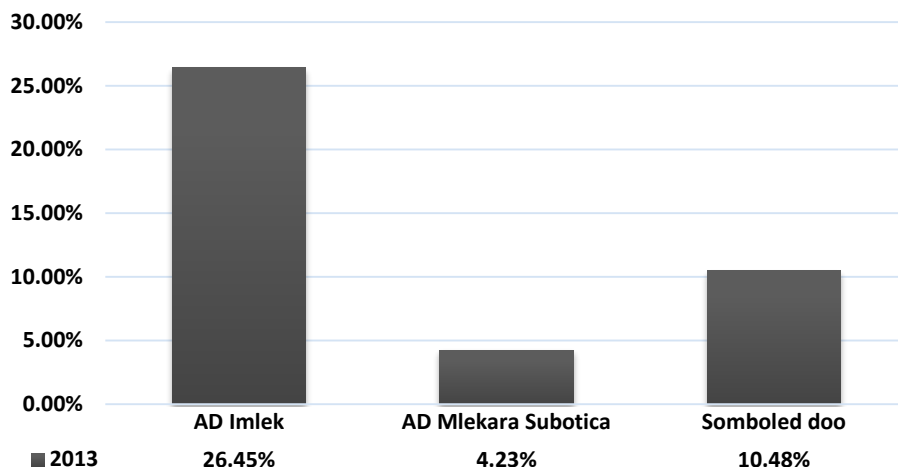
To je maksimalna stopa po kojoj kompanija očekuje da raste bez povećanja finansijskog leveridža (Pyles 2013). Definiše se i kao očekivana godišnja stopa rasta u prihodima imajući u vidu finansijsku politiku društva (Higgins 1977).

Do vrednosti pokazatelja dolazi se na sledeći način (Knezevic et al. 2013):

$$\text{Održiva stopa rasta} = (\text{Neto margina} \times (1 - \text{Racio isplate dividende}) \times (1 + \text{Racio obaveza prema kapitalu})) / (\text{Poslovna imovina} / \text{Poslovni prihodi} - (\text{Neto margina} \times (1 - \text{Racio isplate dividende}) \times (1 + \text{Racio obaveza prema kapitalu})))$$

Prosečna održiva stopa rasta za analizirana društva u 2013. godini iznosila je 13,72%, a medijana 10,48%.

Održiva stopa rasta



Grafik 75 Održiva stopa rasta

3.12.11 Zaključak sekcije ostalih pokazatelja

AD Imlek je u 2013. godini 68% svoje imovine držalo u obliku stalne imovine. 82,15% akcionarskog kapitala je bilo u vlasništvu fizičkih i pravnih lica sa sedištem u inostranstvu. Dividenda je isplaćivana proteklih godina u vrednosti od 5,32% od iznosa neto rezultata, te je implicirana stopa rasta na nivou od 20,92%. Efektivna poreska stopa na dobit je iznosila 11,48%. Održiva stopa rasta prihoda je iznosila 26,45%. Društvo je u 2013. godini na svoje finansijske obaveze plaćalo prosečnu efektivnu kamatu u iznosu od 5,45%, a moglo bi imati rashode kamate 5,06 puta veće od sadašnjih bez ulaska u zonu neto gubitka. Imalo je 147,06 hiljada evra kapitala investiranog u primarnu delatnost po jednoj zaposlenoj osobi, a prosečna neto zarada je u 2013. godini iznosila 866,54 evra.

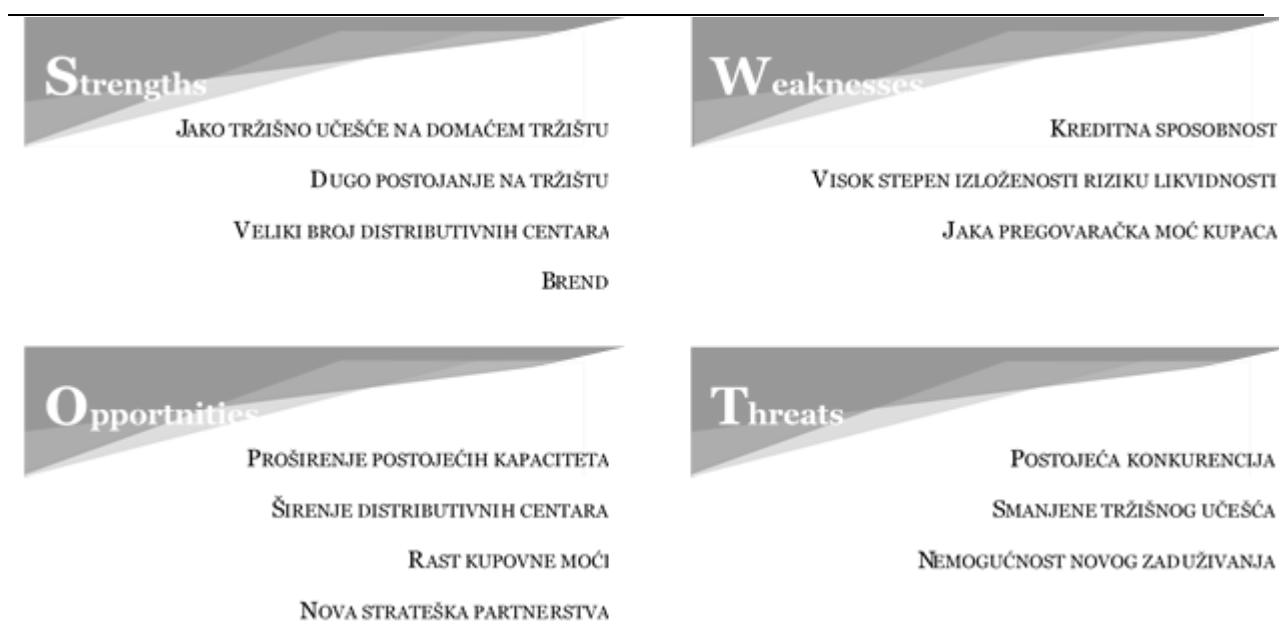
AD Mlekara Subotica je u 2013. godini 58,21% svoje imovine držalo u obliku stalne imovine. Dividenda je isplaćivana proteklih godina u vrednosti od 37,53% od iznosa neto rezultata, te je implicirana stopa rasta na nivou od 4,06%. Efektivna poreska stopa na dobit je iznosila 12,85%. Održiva stopa rasta prihoda je iznosila 4,23%. Društvo je u 2013. godini na svoje finansijske obaveze plaćalo prosečnu efektivnu kamatu u iznosu od 5,21%, a moglo bi imati rashode kamate 7,42 puta veće od sadašnjih bez ulaska u zonu neto gubitka. Imalo je 152,63 hiljada evra kapitala investiranog u primarnu delatnost po jednoj zaposlenoj osobi, a prosečna neto zarada je u 2013. godini iznosila 753,55 evra.

Somboled doo je u 2013. godini 49,35% svoje imovine držalo u obliku stalne imovine. 97,79% akcionarskog kapitala je bilo u vlasništvu fizičkih i pravnih lica sa sedištem u inostranstvu. Dividenda je isplaćivana proteklih godina u vrednosti od 15,39% od iznosa neto rezultata, te je implicirana stopa rasta na nivou od 9,49%. Efektivna poreska stopa na dobit je iznosila 12,83%. Održiva stopa rasta prihoda je iznosila 10,48%. Društvo je imalo 83,80 hiljada evra kapitala investiranog u primarnu delatnost po jednoj zaposlenoj osobi, a prosečna neto zarada je u 2013. godini iznosila 574,15 evra.

4 SWOT analiza

Strateški menadžment i SWOT analiza vuku korene iz istraživanja vršenih 1960-tih godina na *Harvard Business School* i drugim američkim poslovnim školama. Veliki doprinos ovoj oblasti dali su radovi Kenneth Andrews-a (Andrews 1971; Andrews 1980). On je popularizovao ideju da dobra strategija uključuje eksterne prilike sa kojima je društvo suočeno, kao i prilike unutar samog društva.

U nastavku su prikazani rezultati SWOT analize.



Grafik 76 SWOT - AD Imlek



Grafik 77 SWOT - AD Mlekara Subotica



Grafik 78 SWOT - Somoled doo

5 Porterov model od „pet sila“

Model od „pet sila“ definisao je Michael E. Porter (Porter 1979), profesor *Harvard Business School*. Iako se često postavlja pitanje da li su modeli Michael E. Porter-a i dalje primenjivi, nesumnjivo je da model od „pet sila“ opstaje, pružajući brojne mogućnosti upotrebe (Mintzberg 1991; Miller & Dess 1993).

5.1.1 Rivalitet između postojećih konkurenata

je na visokom nivou, jer analizirana društva nude gotovo isti set proizvoda, sličnog kvaliteta. Intenzitet rivaliteta se, pre svega, ispoljava u vidu neprestanih marketing kampanja, za koje se izdvaja velika količina novca, kao i kroz česte prodajne akcije koje imaju za cilj da privuku što više potrošača.

5.1.2 Opasnosti od ulaska novih konkurenata

Opasnost od ulaska novih konkurenata zapravo i ne postoji, jer analizirana društva posluju u okviru vodećih grupacija u regionu, koje imaju dugu tradiciju i prepoznatljiv kvalitet.

5.1.3 Substituti

Pravi substituti za mlečne proizvode se ne mogu naći, jer proizvodi od mleka spadaju u osnovne životne namirnice bez adekvatne zamene koja može zadovoljiti istu potrebu.

5.1.4 Pregovaračka moć kupaca

je na zavidnom nivou i proističe iz rivaliteta između postojećih konkurenata. Najveću moć u pregovorima imaju veliki hipermarketi, koji postavljaju stroge uslove prilikom uspostavljanja saradnje. Najskuplje je tzv. „mesto na polici“ koje se posebno plaća i pored potpisane poslovne saradnje o preprodaji proizvoda.

5.1.5 Pregovaračka moć dobavljača

Pregovaračka moć dobavljača nije značajna. Na tržištu postoji svega nekoliko velikih proizvođača, dok je, sa druge strane, broj dobavljača veliki. Dobavljači su većinom „sitni“ i ne mogu imati velikog uticaja prilikom definisanja uslova poslovanja.

6 Zaključak

Nakon sprovedene analize, mogu se dati odgovori na postavljena pitanja iz uvodnog dela rada. U nastavku ćemo sagledati koliko su analizirana društva dobra gledajući sa aspekata najbitnijih interesnih grupa (stejkholdera).

Počev od vlasnika, i njihovog stava da li su analizirana društva dobra prikladno je vratiti se na pokazatelje profitabilnosti (zarađivačke sposobnosti društva). Sa stopom prinosa na kapital u 2013. u iznosu od 22,09% i zahtevanom stopom prinosa na kapital od 9%¹⁸ koju su vlasnici AD Imlek zahtevali u toj godini može se reći da je za njih društvo prilično dobra investicija. AD Mlekara Subotica ostvarilo je u 2013. stopu prinosa na kapital u iznosu od 6,50%, dok je zahtevana stopa prinosa na kapital iznosila 6% u toj godini, što govori da su vlasnici ovog društva bili indiferentni (ni zadovoljni ni nezadovoljni). Vlasnici društva Somboled doo, koje je ostvarilo stopu prinosa na kapital u 2013. u iznosu od 11,21%, zahtevali su te godine stopu prinosa od 4,82%, te se zaključuje da je za njih društvo izuzetno dobro.

Državu interesuje da li, i koliki, porez plaća društvo. Odgovor na to pitanje daje efektivna poreska stopa. Prosečna vrednost pokazatelja u 2013. za analizirana društva iznosila je 12,38%, što ukazuje da su društva značajan izvor priliva za državnu kasu, jer plaćaju porez na dobit po stopi približnoj nominalnoj poreskoj stopi RS.

Banku interesuje kamatna stopa koju društvo plaća na svoje obaveze, u kojoj meri je ono zaduženo tj. koliki je kreditni rizik. Grubu procenu kamatne stope koju društvo plaća daje pokazatelj prosečne efektivne kamatne stope, ali dobijene vrednosti često govore dosta više. Obično društva koja su prezadužena i koja imaju visok rizik likvidnosti plaćaju veću kamatnu stopu, i obrnuto. Od analiziranih društava, za banke je najpoželjnije društvo Somboled doo koje u 2013. godini nije zaduženo.

Zaposlene posebno interesuje visina mesečnih primanja (pokazatelj *prosečna neto zarada*). Sudeći po izračunatim vrednostima zaposleni u AD Imlek, gde je prosečna neto zarada u 2013. godini iznosila 866,54 evra, imaju najviše razloga za zadovoljstvo.

¹⁸ Zahtevana stopa prinosa se odnosi na globalno diversifikovanog investitora. Ukoliko investitor ulaže isključivo u RS stopu je neophodno uvećati za procenjeni rizik zemlje, dok za investitora koji nije diversifikovan (to mu je jedina investicija) stopa mora biti još veća.

Kupcima su važni rokovi plaćanja, te je prikladno spomenuti vrednosti perioda naplate potraživanja. Prosečna vrednost pokazatelja u 2013. za analizirana društva je 62 dana, što se može oceniti kao njima odgovarajući period, pa se na osnovu toga donosi zaključak da su za kupce analizara društva očigledno dobra.

Poslednji ugao posmatranja su dobavljači, koji se slično kao i kupci uvek pitaju kakvi su uslovi plaćanja. Pokazatelj koji daje dobar odgovor na to je period plaćanja obaveza. Dobijene vrednosti govore da su dobavljači društva Somboled doo verovatno najzadovoljniji, jer najbrže naplaćuju svoja potraživanja prema društvu. Ipak, ne može se reći da dobavljači ostalih analiziranih društava imaju razloga za nezadovoljstvo, jer u sličnom periodu naplaćuju svoja potraživanja.

Pitanje koje sve povezuje je da li postoji rizik od stečaja. Odgovor mogu dati Z skor modeli tj. preko njih dobijene verovatnoće stečaja. Kod svih analiziranih društava verovatnoća je izuzetno mala, što pojačava sigurnost i zadovoljstvo svih analiziranih stejkholdera.

Literatura

- Agencija za privredne registre, 2013a. *Napomene uz finansijske izveštaje AD "Mlekara", Subotica*, Available at: http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci_Komplet_1.asp?strSearch=08057036&kod=4388fd8a4fo8649ce37255178a9057082166doc4&godina=2013&pk_zag=734344.
- Agencija za privredne registre, 2013b. *Napomene uz finansijske izveštaje Industrija Mleka i Mlečnih proizvoda AD "Imlek" Beograd*, Agencija za privredne registre. Available at: http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci_Komplet_1.asp?strSearch=07042701&kod=29d1ebedc14ofd4d8e3foeada5bde7cb8175doo6&godina=2013&pk_zag=669258.
- Agencija za privredne registre, 2013c. *Napomene uz finansijske izveštaje Somboled d.o.o.*, Available at: http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci_Komplet_1.asp?strSearch=08067953&kod=00ce7a74d7b161b83dfcoob86abbf96327038c33&godina=2013&pk_zag=645549.
- Albrecht, W. et al., 2007. *Accounting: Concepts and Applications*, Cengage Learning. Available at: <https://books.google.com/books?id=sYIWqWBosZ4C&pgis=1> [Accessed June 5, 2015].
- Ali, D. & Nabil, R.A., 2012. *Aggregate and Industry-Level Productivity Analyses*, Springer Science & Business Media. Available at: <https://books.google.com/books?id=KHDyCAAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Altman, E.I., 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), pp.589–609. Available at: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x> [Accessed March 31, 2015].
- Andrews, 1968. *Financial Management; Principles and Practice*, FreeLoad Press, Inc. Available at: <https://books.google.com/books?id=sSzpPWDSapoC&pgis=1> [Accessed June 4, 2015].
- Andrews, K.R., 1971. *The Concept of Corporate Strategy*, Richard D. Irwin, Homewood.
- Andrews, K.R., 1980. *The concept of Corporate Strategy, 2nd Edition*, Richard D. Irwin, Homewood.
- Anon, 1997. *Interest Rate Risk Models: Theory and Practice*, Global Professional Publishi. Available at: <https://books.google.com/books?id=nEKsxOb5VVvC&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Black, F., 1976. The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), pp.5–8. Available at:

- <http://www.ijournals.com/doi/abs/10.3905/jpm.1976.408558?journalCode=jpm> [Accessed June 6, 2015].
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Marcus, A.J., 2007. *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin. Available at: <https://books.google.com/books?id=3X2pPwAACAAJ&pgis=1> [Accessed June 3, 2015].
- Buffet, W., 2012. Chairman's Letter. Available at: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>.
- Calkins, S., 1983. The new merger guidelines and the Herfindahl-Hirschman Index. *California Law Review*. Available at: <http://www.jstor.org/stable/3480160> [Accessed June 2, 2015].
- Carlberg, C.G., 2002. *Business Analysis with Microsoft Excel*, Que Publishing. Available at: https://books.google.com/books?id=wBOy_Val75IC&pgis=1 [Accessed June 4, 2015].
- Centralni registar HOV, 2013. Statistika vlasništva privrednog društva.
- Cohen, N.B. & Sullivan, C.A., 1983. The Herfindahl-Hirschman Index and the New Antitrust Merger Guidelines: Concentrating on Concentration. Available at: <http://papers.ssrn.com/abstract=2370639> [Accessed June 2, 2015].
- Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons. Available at: <https://books.google.com/books?id=5SRHAAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 4, 2015].
- Dent, J., 2011. *Distribution Channels: Understanding and Managing Channels to Market*, Kogan Page Publishers. Available at: <https://books.google.com/books?id=FdlRv1wqTT4C&pgis=1> [Accessed June 3, 2015].
- Dorsey, P., 2011. *The Five Rules for Successful Stock Investing: Morningstar's Guide to Building Wealth and Winning in the Market*, John Wiley & Sons. Available at: https://books.google.com/books?id=Zo86MS_IDCAC&pgis=1 [Accessed June 3, 2015].
- Doss, D.A. et al., 2013. *Economic and Financial Analysis for Criminal Justice Organizations*, CRC Press. Available at: <https://books.google.com/books?id=pYNFAQAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Feldstein, M., Dicks-Mireaux, L. & Poterba, J., 1983. The effective tax rate and the pretax rate of return. *Journal of Public Economics*, 21(2), pp.129–158. Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0047272783900476> [Accessed June 5, 2015].
- Gibson, C., 2010. *Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information*, Cengage Learning. Available at: <https://books.google.com/books?id=JRUIAAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 4, 2015].
- Gildersleeve, R., 1999. *Winning Business: How to Use Financial Analysis and Benchmarks to Outscore Your Competition, Volume 1*, Gulf Professional Publishing. Available at: <https://books.google.com/books?id=RspmTt-WnpgC&pgis=1> [Accessed June 3, 2015].
- Gitman, L.J., Juchau, R. & Flanagan, J., 2010. *Principles of Managerial Finance*, Pearson Higher Education AU. Available at: <https://books.google.com/books?id=EQbiBAAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 5, 2015].
- Greuning, H. van, 2009. *International Financial Reporting Standards: A Practical Guide*, World Bank Publications. Available at: <https://books.google.com/books?id=JvoEzOHHngQC&pgis=1> [Accessed June 5, 2015].
- Healy, P. & Palepu, K., 2012. *Business Analysis Valuation: Using Financial Statements*, Cengage Learning. Available at: <https://books.google.com/books?id=sT8LAAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 7, 2015].
- Higgins, R., 1977. How much growth can a firm afford? *Financial management*. Available at:

- <http://www.jstor.org/stable/3665251> [Accessed June 6, 2015].
- Jain, K.&, 2007. *Financial Management*, Tata McGraw-Hill Education. Available at: <https://books.google.com/books?id=N9V34rWEOGcC&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, John Maynard Keynes. Available at: <https://books.google.com/books?id=M-pvBgAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Knezevic, G., Stanisic, N. & Mizdrakovic, V., 2013. *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum. Available at: <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=9SpHAgAAQBAJ&pgis=1> [Accessed May 31, 2015].
- Koen, M. & Oberholster, J., 1999. *Analysis and Interpretation of Financial Statements*, Juta and Company Ltd. Available at: <https://books.google.com/books?id=U13ldOyr73QC&pgis=1> [Accessed June 5, 2015].
- Lewis, J., 1908. Remark to a neighbor.
- Mankiw, N.G. & Taylor, M.P., 2006. *Economics*, Available at: https://books.google.rs/books/about/Economics.html?id=Come_egxxDcC&pgis=1 [Accessed May 31, 2015].
- Meggison, W.L., Lucey, B.M. & Smart, S.B., 2008. *Introduction to Corporate Finance*, Cengage Learning EMEA. Available at: <https://books.google.com/books?id=wXqibnOslSgC&pgis=1> [Accessed June 5, 2015].
- Mendoza, E.G., Razin, A. & Tesar, L.L., 1994. Effective tax rates in macroeconomics. *Journal of Monetary Economics*, 34(3), pp.297–323. Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304393294900213> [Accessed April 11, 2015].
- Miller, A. & Dess, G.G., 1993. Assessing Porter's (1980) model in Terms of Its Generalizability, Accuracy and Simplicity. *Journal of Management Studies*, 30(4), pp.553–585. Available at: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1467-6486.1993.tb00316.x> [Accessed June 2, 2015].
- Miller, R., 1982. Herfindahl-Hirschman Index As a Market Structure Variable: An Exposition for Antitrust Practitioners, The. *Antitrust Bull.* Available at: http://heinonlinebackup.com/hol-cgi-bin/get_pdf.cgi?handle=hein.journals/antibull27§ion=22 [Accessed June 2, 2015].
- Mintzberg, H., 1991. The effective organization: forces and forms. *Sloan Management Review*. Available at: <http://sloanreview.mit.edu/article/the-effective-organization-forces-and-forms/> [Accessed June 2, 2015].
- Peterson, P.P., Fabozzi, F.J. & CFA, 1999. *Analysis of Financial Statements*, John Wiley & Sons. Available at: <https://books.google.com/books?id=RA-KNAhFy4cC&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Plewa, F.J., Jr. & Friedlob, G.T., 1995. *Understanding Cash Flow*, John Wiley & Sons. Available at: <https://books.google.com/books?id=eNo8WKVsZdgC&pgis=1> [Accessed June 5, 2015].
- Porter, G. & Norton, C., 2012. *Financial Accounting: The Impact on Decision Makers*, Cengage Learning. Available at: <https://books.google.com/books?id=vXsJAAAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Porter, M., 1979. How competitive forces shape strategy. Available at: <http://faculty.bcitbusiness.ca/KevinW/4800/porter79.pdf> [Accessed June 1, 2015].
- Pyles, M.K., 2013. *Applied Corporate Finance: Questions, Problems and Making Decisions in the Real World*, Springer Science & Business Media. Available at: <https://books.google.com/books?id=3Fm-BAAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- Ramiro, J., Cambero, J. & Fabry, W., 2015. *Investment: Principles For Analysis and*

- Management of Finances*, Venus Content Providers. Available at: <https://books.google.com/books?id=SQnCQAAQBAJ&pgis=1> [Accessed June 3, 2015].
- Rhoades, S., 1993. Herfindahl-Hirschman Index, *The Fed. Res. Bull.* Available at: http://heinonlinebackup.com/hol-cgi-bin/get_pdf.cgi?handle=hein.journals/fedred79§ion=37 [Accessed June 2, 2015].
- Ricardo, D., 2012. *The Principles of Political Economy and Taxation*, Available at: https://books.google.rs/books/about/The_Principles_of_Political_Economy_and.html?id=9_LDAAQBAJ&pgis=1 [Accessed June 3, 2015].
- Rittenberg, L., 2008. *Principles of Microeconomics*, Flat World Knowledge. Available at: <https://books.google.com/books?id=m1hIV358i3AC&pgis=1> [Accessed June 2, 2015].
- Schramm, C. & Renn, S., 1984. Hospital mergers, market concentration and the Herfindahl-Hirschman Index. *Emory LJ*. Available at: http://heinonlinebackup.com/hol-cgi-bin/get_pdf.cgi?handle=hein.journals/emlj33§ion=38 [Accessed June 2, 2015].
- Sheeba, K., 2010. *Financial Management*, Pearson Education India. Available at: <https://books.google.com/books?id=pOrLPYAzx9MC&pgis=1> [Accessed June 4, 2015].
- Shoup, G., 1998. *Currency Risk Management: A Handbook for Financial Managers, Brokers, and Their Consultants*, Global Professional Publishi. Available at: https://books.google.com/books?id=UMRnaCcD_QMC&pgis=1 [Accessed June 6, 2015].
- Smith, A., 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: W. Strahan. Available at: <http://books.google.bg/books?id=C5dNAAAACAAJ&pg=PP7#v=onepage&q&f=true> [Accessed June 3, 2015].
- Soliman, M., 2008. The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review*. Available at: <http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2008.83.3.823> [Accessed June 2, 2015].
- Soliman, M., 2004. Using industry-adjusted DuPont analysis to predict future profitability. Available at SSRN 456700. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=456700 [Accessed June 2, 2015].
- Stanišić, N., 2015. Analiza finansijskih izveštaja.
- Stanisic, N. & Knezevic, G., 2014. Break Even: Just Another Academic Amusement or Useful Addition to the Financial Practitioner's Toolbox. *Finiz conference, Belgrade*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2538724 [Accessed June 4, 2015].
- Stanišić, N., Mizdraković, V. & Knežević, G., 2013. Corporate bankruptcy prediction in the Republic of Serbia. *Industrija*, 41(4), pp.145–159.
- The Economist, 2003. Going with the flow. Available at: <http://www.economist.com/node/2048076>.
- Tracy, A., 2012. *Ratio Analysis Fundamentals: How 17 Financial Ratios Can Allow You to Analyse Any Business on the Planet*, RatioAnalysis.net. Available at: <https://books.google.com/books?id=GadRYnALi-oC&pgis=1> [Accessed June 6, 2015].
- VanHoose, D., 2009. *The Industrial Organization of Banking: Bank Behavior, Market Structure, and Regulation*, Springer Science & Business Media. Available at: <https://books.google.com/books?id=oh2i3IiNWXUC&pgis=1> [Accessed June 2, 2015].