

UNIVERZITET SINGIDUNUM
POSLOVNI FAKULTET

ANALIZA FINANSIJSKIH IZVJEŠTAJA
Na primjeru : Dahlia d.o.o. i Henkel d.o.o.

- diplomski rad -

Mentor:

prof. dr *Nemanja Stanišić*

Student:

Kristina Radoman
br.ideksa 2010/102167

Beograd, 2014.

Sadržaj

UVOD.....	- 3 -
1 Pojam i predmetna problematika finansijske analize.....	- 4 -
1.1 Cilj finansijke analize.....	- 5 -
1.2 Vrste finansijke analize	- 5 -
2 Vertikalna i horizontalna analiza finansijskih izvještaja (analiza strukture i dinamike).....	- 6 -
2.1 Primjer analize strukture i dinamike aktive bilansa stanja:	- 6 -
2.1.1 Na primjeru Dahlia d.o.o.....	- 6 -
2.1.2 Na primjeru Henkel d.o.o.....	- 7 -
2.2 Primjer analize strukture i dinamike pasive bilansa stanja:	- 8 -
2.2.1 Na primjeru Dahlia d.o.o.....	- 9 -
2.2.2 Na primjeru Henkel d.o.o.....	- 10 -
2.3 Primjer analize strukture i dinamike Bilansa uspjeha:	- 11 -
2.3.1 Na primjeru Dahlia d.o.o.....	- 12 -
2.3.2 Na primjeru Henkel d.o.o.....	- 13 -
3 Analiza osnovnih finansijskih indikatora.....	- 15 -
3.1 Osnovni pokazatelji.....	- 16 -
3.2 Pokazatelji zaduženosti	- 19 -
3.3 Pokazatelji likvidnosti.....	- 20 -
3.4 Pokazatelji profitabilnosti	- 22 -
3.5 Pokazatelji operativnog leveridža	- 25 -
3.6 Pokazatelji efikasnosti tj. periodi konverzije	- 27 -
3.7 Numeričko ocjenjivanje kreditne sposobnosti	- 29 -
3.8 Analiza gotovinskih tokova	- 31 -
3.9 DuPont analiza	- 33 -
3.10 Ostali pokazatelji.....	- 35 -
4 Porterov model od “pet sila”	- 41 -
5 Perspektive analize finansijskih izvještaja.....	- 44 -
ZAKLJUČAK	- 47 -
PRILOZI	- 48 -
LITERATURA	- 50 -

UVOD

Publikovanje podataka o finansijskim rezultatima poslovanja kompanija na našem području ima tradiciju dugu pola vijeka. Prolazeći kroz različite reforme i poštujući aktuelne propise došlo se do toga da su od 2010. godine u Srbiji poslovi prijema, kontrole, registracije i objavljivanja finansijskih izvještaja u funkciji Agencije za privredne registre. Na njihovom sajtu se može preuzeti potrebna dokumentacija koja jasno govori o finansijskoj situaciji određene kompanije.

Postavlja se pitanje: Zašto kompanije objavljuju računovodstvene informacije? Upravo zato što postoji mnogo zainteresovanih strana kojih se tiče kako kompanija upravlja svojim resursima. Akcionari, budući ulagači, bankari, dobavljači, svi oni prate u kojoj mjeri kompanija štiti njihove interese, a u tome im pomaže upravo analiza objavljenih izvještaja.

Koji su procesi, na koji način i pomoću kojih instrumenata analize izvještaja se dolazi do slike finansijskog 'zdravlja' kompanije, su pitanja na koja se nastoji odgovoriti u ovom diplomskom radu.

Prvi dio rada ima za cilj da predstavi osnove teorije analize, koje su vrste, šta je cilj i ko su korisnici iste.

Kao praktični primjer, u narednim poglavljima rada, pomenuta teorija i analiza će se primijeniti na izvještajima dvije kompanije iz iste djelatnosti, koje posluju na istom području i koje imaju najveće tržišno učešće. Takođe, izvještaji koji su preuzeti sa sajta APR-a preračunati su na stabilniju valutu (euro¹) kako bi podaci bili uporedivi i svrsishodni.

Kako zaključci izvedeni iz analize oslikavaju stanje prethodnih godina, iako nastoje da daju određene naznake onoga šta se može očekivati, moraju se kombinovati sa kvalitativnom analizom da bi se došlo do najjasnije slike o stanju kompanije. O toj problematici će biti riječi u četvrtom poglavlju.

U posljednjem dijelu ovog rada će se zaokružiti slika o analizi i značaju iste odgovorom na pitanje ko su zapravo korisnici i kako se pristupa analizi finansijskih izvještaja u zavisnosti od željene informacije.

¹ Podaci preuzeti sa sajta APR-a preračunati su u Excel-u u Euro, i kao i na samom Sajtu, iznosi su u 000 eura.

1 Pojam i predmetna problematika finansijske analize

Pojam analiza potice od grčke riječi “analysis (ἀνάλυσις)” koja označava raščlanjivanje ili rastavljanje nekog složenog objekta na njegove konstitutivne elemente. U tom smislu postoje dva osnovna postupka u analizi: “prvo, postupak raščlanjivanja čiji je cilj indentifikovanje konstitutivnih delova analiziranog objekta, a koji čini tzv. kvalitativni aspekt analize, i drugo, postupak komparacije ili upoređivanja čiji je cilj utvrđivanje odnosa ili relacija između identifikovanih konstitutivnih delova analiziranog objekta, a koji čini tzv. kvantitativni aspekt analize “.²

Analogno tome postoji i analiza finansijskih izvještaja koja se koristi u poslovne svrhe čime se utvrđuje finansijsko stanje jedne kompanije.

“Finansijsko stanje, često se naziva i finansijska situacija ili finansijska konstitucija, jeste zapravo struktura sredstava i izvora finansiranja iz koje se izvlače relacije odnosa sredstava po roku vezanosti i izvora finansiranja po roku raspoloživosti (finansijska ravnoteža), i odnosa sopstvenih i pozajmljenih izvora finansiranja (zaduženost). Te relacije su bitne za ocenu finansijskog stanja sa aspekta likvidnosti i solventnosti, ali i reprodukcione sposobnosti “.³

Polazeći od pretpostavke da je likvidnost ključna tačka finansijske analize proizilazi da se predmet finansijske analize može oblikovati i ispuniti sljedećim sadržajem:⁴

- Prvo, analiza likvidnosti u širem i užem smislu, u cilju uspostavljanja dinamičke ravnoteže na relaciji: naplata potraživanja - priliv novčanih sredstava - isplata dospelih obaveza;
- Drugo, analiza odnosa između finansijskog rezultata, prihoda i rashoda u cilju uspostavljanja dinamičke ravnoteže na relaciji: prihodi – rashodi – finansijski rezultat;
- Treće, analiza odnosa između poslovnog zadatka i sredstava, kao i između sredstava i izvora sredstava u cilju uspostavljanja dinamičke ravnoteže na relaciji: zadatak – potrebna sredstva – odgovarajući izvori;
- Četvrto, analiza odnosa između finansijske politike i drugih segmenata poslovne politike u skladu sa dijalektičko- sistemskim principom da se nijedna kategorija, pa ni finansijska politika ne sme analizirati sama za sebe, već samo u povezanosti sa drugim kategorijama.

Na osnovu navedenih segmenata istraživanja proizilazi zaključak koji je značajan za orijentaciju istraživanja u finansijskoj analizi, a to je: ravnoteža likvidnosti predstavlja najvidljiviji i ujedno najmobilniji sloj finansijske ravnoteže kompanije, dok se ispod njega rađaju ostali slojevi iste, i prema tome disproporcija u bilo kojem sloju finansijske ravnoteže remeti i ostale slojeve, pa se u finansijskoj analizi ne smije zanemariti njihova međusobna korelacija.

² Ivaniš et al, “Poslovne finansije”, Boograd 2011, str. 17

³ Rodić et al, “Analiza finansijskih izvještaja”, Subotica 2011, str. 100

⁴ Ivaniš et al, 2011, “Poslovne finansije”, Boograd 2011, str. 175

1.1 Cilj finansijke analize

Svrha analize sastoji se u tome da se pruže informacije koje će predstavljati polaznu osnovu za preduzimanje određenih korektivnih akcija usmjerenih na popravljivanje boniteta i trenda razvoja analiziranog objekta. Tako se pomoću finansijske analize “formuliše dijagnoza srednjeročne i dugoročne finansijske prognoze, koje u stvari čine veoma značajne elemente kompleksne poslovne analize, a bez kojih se ne bi mogla definisati poslovna i finansijska politika kompanije.”⁵

U tom smislu, moglo bi se reći da je krajnji cilj analize finansija pružanje svrsishodnih informacija ciljnim korisnicima, bilo oni interni ili eksterni.

1.2 Vrste finansijke analize

U literaturi se najčešće može sresti podjela analize na kvalitativnu i kvantitativnu. Kvalitativna analiza se ne bavi brojkama, ratio pokazateljima i statističkim podacima, ta oblast pokrivena je kvalitativnom analizom. Ona se bavi menadžmentom kompanije i njihovom poslovnom politikom i strategijom, analizom vlasničke strukture i kvalitetom zaposlenih. Takođe predmet kvantitativne analize su i eksterni faktori koji utiču na poslovanje kompanije poput: rizika industrije u kojoj ona obavlja svoje djelatnosti, njena tržišna pozicija tj. tržišna snaga i karakteristike tog tržišta uopšte. Za potrebe ovog rada koristiće se Porterov model pet sila, o kome će biti riječi u nastavku istog.

Kvantitativna analiza se bavi istraživanjem i kvantificiranjem odnosa koji postoje između bilansnih pozicija stanja i uspjeha. Oblast kvantitativne analize kompanije obuhvata analizu finansijskog poslovanja u najširem smislu, a izvori informacija su upravo svi godišnji ili kvartalni izvještaji (bilansi stanja i uspjeha, izvještaj o novčanim tokovima, izvještaj o promjenama na kapitalu, statistički aneks i napomene uz finansijske izvještaje⁶).

U ovom diplomskom radu, radi praktičnog prikaza, biće analizirani finansijski izvještaji dvije kompanije iz istog sektora⁷ koje posluju u Srbiji i imaju relativno slične linije proizvoda. Predmet kvantitativne i kvalitativne analize biće kompanije Dahlia d.o.o. i Henkel d.o.o. U postupku analize biće korišćeni sljedeći instrumenti:

- horizontalna i vertikalna analiza (strukturna i dinamička analiza);
- analiza osnovnih finansijskih indikatora (ratio pokazatelja);
- kvalitativna analiza primjenom Porterovih “pet sila”

Time će se doći do zaključka na koji način se koriste resursi kompanija. O svakom instrumentu ponaosob biće razmatrano više u poglavljima koji slijede.

⁵ Ivaniš et al, “Poslovne finansije”, Beograd 2011, str. 175

⁶ Za emirijski dio ovog diplomskog rada koristiće se samo bilansi stanja i uspjeha i napomene uz finansijske izvještaje.

⁷ Djelatnost 2041- Proizvodnja deterdženata, sapuna sredstava za čišćenje i poliranje

2 Vertikalna i horizontalna analiza finansijskih izvještaja (analiza strukture i dinamike)

Već je rečeno da se u procesu analize izvještaja mogu koristiti različiti postupci, a jedan od njih je i analiza strukture i dinamike svakog segmenta pomenutih izvještaja. *Vertikalna analiza* (kako se često drugačije naziva analiza strukture) ima za cilj da pokaže koliki je udio određenih bilansnih pozicija u ukupnoj aktivi, pasivi ili u poslovnom prihodu. Kako se te vrijednosti iskazuju u relativnom broju (%) donosiocu odluke se time daje kvalitetnija informacija za upoređivanje.

Prema načelima bilansiranja svi godišnji finansijski izvještaji se uvijek zaključuju stanjem na isti dan tj. na dan 31.12. date godine. Te informacije idu u prilog *horizontalnoj analizi* (kako se često drugačije naziva analiza dinamike/kretanja) jer se promjene vrijednosti bilansnih pozicija prethodnog i tekućeg bilansa mogu jednostavno uporediti.

2.1 Primjer analize strukture i dinamike aktive bilansa stanja:

Pri analizi strukture stavki *aktive* posmatra se u kom obliku imovine kompanija drži sredstva povjerena od strane investitora, čime se dolazi do spoznaje na koji način se organizuje poslovanje i koji su bitni imovinski djelovi. Zato se pridaje značaj određenim stavkama shodno njihovom učešću u ukupnoj aktivi (sve stavke koje će se dalje analizirati imaju više od jednog procenta učešća u ukupnoj aktivi i označene su tamnijom bojom).

2.1.1 Na primjeru Dahlia d.o.o.

U strukturi bilansa stanja u tekućoj godini stalna imovina učestvuje sa 84,31%. Dinamički posmatrano, učešće stalne imovine se povećava u odnosu na prethodnu godinu, dok se učešće obrtne imovine smanjuje za oko 22%, tako da obrtna imovina u tekućoj godini čini 15,69% poslovne imovine. U strukturi stalne imovine preovlađuju nematerijalna ulaganja, nekretnine, postrojenja i oprema u sve tri posmatrane godine. U relativnim iznosima, njihov udio u poslovnoj imovini iznosi 31,52%, odnosno 52,79%. Osim osnovnih sredstava, stalna imovina se sastoji i od dugoročnih finansijskih plasmana, koji su prethodne godine činili 10,03%, dok u tekućoj iznose 0%.

Strukturu obrtne imovine čine zalihe koje učestvuju sa 13,67% u strukturi poslovne imovine u tekućoj godini i njihov relativni udio se minorno smanjuje iz prethodne u tekuću godinu. Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina u tekućoj godini čine samo 2,02% ukupne aktive, čime je zabilježen veliki pad u odnosu na prethodnu godinu kada su iznosili 29,38% ukupne aktive. Posebnu pažnju treba posvetiti stavki potraživanja s obzirom da horizontalna analiza pokazuje zanimljive podatke. U 2012. godini ta stavka bilježi rast od 204,02% u odnosu na 2011. godinu, dok se u tekućoj godini bilježi pad od skoro 100%. Za jednu kompaniju čiji je glavni prihod iz primarne poslovne djelatnosti takav pad potraživanja odraziće se i na ostale pokazatelje o kojima će biti riječi u narednom poglavlju ovog rada. Vanbilansna aktiva, zbog slaganja zbirova, služi kao kontra-stavka *vanbilansnoj pasivi* i u okviru nje će i biti analizirana.

Tabela 1.a. Bilans stanja – Aktiva, Dahlia d.o.o.

AOP	Pozicija	BILANS STANJA - AKTIVA									
		DAHLIA D.O.O.				Analiza dinamike			Analiza strukture		
		2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2013	2012	2011
1	A. STALNA IMOVINA (002 + 003 + 004 + 005 + 009)	€ 16,947	€ 17,207	€ 16,103	€ 10,498	-1.51%	6.85%	53.39%	84.31%	62.10%	75.76%
2	I. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL										
3	II. GOODWILL										
4	III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	€ 6,336	€ 4,069	€ 4,896	€ 1,062	55.71%	-16.89%	360.95%	31.52%	14.69%	23.03%
5	IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006 + 007 + 008)	€ 10,610	€ 10,358	€ 11,206	€ 9,435	2.44%	-7.57%	18.77%	52.79%	37.38%	52.72%
6	1. Nekretnine, postrojenja i oprema	€ 10,610	€ 10,358	€ 9,312	€ 7,565	2.44%	11.23%	23.09%	52.79%	37.38%	43.81%
7	2. Investicione nekretnine		€ -	€ 1,895	€ 1,870		-100.00%	1.32%		0.00%	8.91%
8	3. Biološka sredstva										
9	V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	€ 0	€ 2,780	€ 1	€ 1	-99.99%	368149.95%	0.82%	0.00%	10.03%	0.00%
10	1. Učešća u kapitalu	€ 0	€ 0	€ 1	€ 1	-0.81%	-77.87%	0.82%	0.00%	0.00%	0.00%
11	2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	€ -	€ 2,780	€ -		-100.00%			0.00%	10.03%	0.00%
12	B. OBRtna IMOVINA (013 + 014 + 015)	€ 3,153	€ 10,478	€ 5,154	€ 3,692	-69.91%	103.31%	39.58%	15.69%	37.82%	24.24%
13	I. ZALIHE	€ 2,747	€ 2,338	€ 2,260	€ 1,396	17.53%	3.45%	61.81%	13.67%	8.44%	10.63%
14	II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJI I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA										
15	III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016 + 017 + 018 + 019 + 020)	€ 406	€ 8,140	€ 2,894	€ 2,296	-95.01%	181.28%	26.06%	2.02%	29.38%	13.61%
16	1. Potraživanja	€ 102	€ 7,985	€ 2,627	€ 2,051	-98.73%	204.02%	28.05%	0.51%	28.82%	12.36%
17	2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	€ 121	€ -	€ 13	€ 13		-100.00%	0.82%	0.60%	0.00%	0.06%
18	3. Kratkoročni finansijski plasmani	€ 2	€ 3	€ -		-27.26%			0.01%	0.01%	0.00%
19	4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	€ 1	€ 1	€ 49	€ 35	74.62%	-98.26%	40.71%	0.01%	0.00%	0.23%
20	5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	€ 180	€ 152	€ 206	€ 197	18.68%	-26.30%	4.46%	0.90%	0.55%	0.97%
21	V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	€ -	€ 23	€ -		-100.00%			0.00%	0.08%	0.00%
22	G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	-27.46%	30.35%	49.80%	100.00%	100.00%	100.00%
23	D. GUBITAK IZNAD VISINE KAPITALA										
24	Đ. UKUPNA AKTIVA (022 + 023)	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	-27.46%	30.35%	49.80%	100.00%	100.00%	100.00%
25	E. VANBILANSNA AKTIVA	€ 133,749	€ 52,943	€ 73,349	€ -	152.63%	-27.82%		665.43%	191.08%	345.06%

2.1.2 Na primjeru Henkel d.o.o.

Što se tiče strukture bilansa stanja kompanije Henkel d.o.o. u tekućoj godini stalna imovina čini 44,52% ukupne aktive. Dinamički posmatrano, učešće stalne imovine ima tendenciju rasta za posmatrani period od tri godine, dok se učešće obrtna imovine smanjuje iz godine u godinu za oko 10%, tako da obrtna imovina u tekućoj godini čini 52,84% poslovne imovine. U strukturi stalne imovine preovlađuju nekretnine, postrojenja i oprema u sve tri posmatrane godine čija vrijednost iz godine u godinu raste, a u tekućoj godini čine 43,81% ukupne aktive. S druge strane, dugoročni finansijski plasmani nemaju značajniji udio u cjelokupnoj aktivi.

U strukturi obrtna imovine dominiraju kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina (39,74%, od kojih 23,20% čine potraživanja), zalihe koje učestvuju sa 13,10% u tekućoj godini i njihov relativni udio takođe se minorno smanjuje iz prethodne u tekuću godinu.

Kratkoročni finansijski plasmani se odnose najvećim dijelom na deponovana novčana sredstva u domaćim bankama, oročena na godišnju kamatnu stopu od 0,63%. U stavki AOP 678 - *Prihodi od kamata po računima i depozitima u bankama i ostalim finansijskim organizacijama* može se vidjeti da je kompanija u 2013. godini ostvarila 825 hiljada, u 2012.

1,155 hiljada i u 2011. godini 1,666 hiljada eura prihoda od kamata po osnovu depozita.⁸ Porez na dodatu vrijednost i aktivna vremenska razgraničenja koja čije 4,16% ukupne aktive u tekućoj godini se ondose na PDV i na unaprijed plaćene troškove i akontaciju PDV-a.

Tabela 1.b. Bilans stanja – Aktiva, Henkel d.o.o.

AOP	Pozicija	BILANS STANJA - AKTIVA									
		HENKEL D.O.O.				Horizontalna analiza			Vertikalna analiza		
		2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2013	2012	2011
1	A. STALNA IMOVINA (002 + 003 + 004 + 005 + 009)	€ 34,174	€ 25,710	€ 21,651	€ 21,982	32.92%	18.75%	-1.51%	44.52%	36.39%	24.72%
2	I. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL										
3	II. GOODWILL										
4	III. NEMATERIJALNA ULAGANJA	€ 24	€ 2.6	€ 3.3	€ 12	801.98%	-20.64%	-72.49%	0.03%	0.00%	0.00%
5	IV. NEKRETNINE, POSTROJENJA, OPREMA I BIOLOŠKA SREDSTVA (006 + 007 + 008)	€ 33,635	€ 25,135	€ 21,006	€ 21,261	33.82%	19.66%	-1.20%	43.81%	35.58%	23.98%
6	1. Nekretnine, postrojenja i oprema	€ 33,635	€ 25,135	€ 21,006	€ 21,261	33.82%	19.66%	-1.20%	43.81%	35.58%	23.98%
7	2. Investicione nekretnine										
8	3. Biološka sredstva										
9	V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011)	€ 515	€ 573	€ 642	€ 708	-10.08%	-10.72%	-9.42%	0.67%	0.81%	0.73%
10	1. Učešća u kapitalu										
11	2. Ostali dugoročni finansijski plasmani	€ 515	€ 573	€ 642	€ 708	-10.08%	-10.72%	-9.42%	0.67%	0.81%	0.73%
12	B. OBRTNA IMOVINA (013 + 014 + 015)	€ 40,565	€ 44,645	€ 65,434	€ 82,871	-9.14%	-31.77%	-21.04%	52.84%	63.20%	74.71%
13	I. ZALIHE	€ 10,058	€ 7,610	€ 6,759	€ 8,622	32.15%	12.60%	-21.60%	13.10%	10.77%	7.72%
14	II. STALNA SREDSTVA NAMENJENA PRODAJU I SREDSTVA POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA										
15	III. KRATKOROČNA POTRAŽIVANJA, PLASMANI I GOTOVINA (016 + 017 + 018 + 019 + 020)	€ 30,508	€ 37,034	€ 58,675	€ 74,249	-17.62%	-36.88%	-20.98%	39.74%	52.42%	66.99%
16	1. Potraživanja	€ 17,811	€ 17,854	€ 13,469	€ 13,712	-0.24%	32.56%	-1.77%	23.20%	25.27%	15.38%
17	2. Potraživanja za više plaćen porez na dobitak	€ 845	€ 563	€ 999	€ -	50.08%	-43.62%		1.10%	0.80%	1.14%
18	3. Kratkoročni finansijski plasmani	€ 1,790	€ 16,431	€ 42,265	€ 36,821	-89.10%	-61.12%	14.79%	2.33%	23.26%	48.26%
19	4. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	€ 6,866	€ 196	€ 697	€ 21,817	3412.22%	-71.95%	-96.81%	8.94%	0.28%	0.80%
20	5. Porez na dodatu vrednost i aktivna vremenska razgraničenja	€ 3,194	€ 1,990	€ 1,244	€ 1,900	60.53%	59.91%	-34.50%	4.16%	2.82%	1.42%
21	V. ODLOŽENA PORESKA SREDSTVA	€ 2,030	€ 289	€ 499	€ 320	602.13%	-42.10%	56.07%	2.64%	0.41%	0.57%
22	G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173	8.67%	-19.34%	-16.72%	100.00%	100.00%	100.00%
23	D. GUBITAK IZNAD VISINE KAPITALA										
24	Đ. UKUPNA AKTIVA (022 + 023)	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173	8.67%	-19.34%	-16.72%	100.00%	100.00%	100.00%
25	E. VANBILANSNA AKTIVA	€ 5,331	€ 3,319	€ 2,218	€ 2,934	60.61%	49.61%	-24.38%	6.94%	4.70%	2.53%

2.2 Primjer analize strukture i dinamike pasive bilansa stanja:

Analizom stavki koje čine *pasivu* dobijaju se informacije o izvoru finansiranja tj. koliko se duguje dobavljačima, kolike su kratkoročne obaveze, da li kompanija naplaćuje dio prihoda unaprijed (dati avansi), koliki dio profita je reinvestiran u poslovanje (neraspoređena dobit) itd. Opet, analiziraju se samo značajnije stavke (više od 1% učešća u ukupnoj pasivi).

⁸ Izvor: Napomene uz finansijske izveštaje za 2013. godinu, Henkel d.o.o., dostupno na sajtu APR-a

2.2.1 Na primjeru Dahlia d.o.o.

Strukturno posmatrano u tekućoj godini, ukupna pasiva se sastoji 15,41% od kapitala⁹ i 81,72% od izvora sredstava koji nastaju po osnovu kreditnih odnosa, kratkoročnih i dugoročnih. Preostalih 2,87% pasive čine odložene poreske obaveze. Dinamički posmatrano, učešće kapitala se smanjuje za oko 22%, dok se učešće preostalih izvora sredstava i odloženih poreskih obaveza povećava za oko 21%, odnosno 2%.

U toku 2013. i 2012. godine, struktura ukupnih obaveza je pomjerena ka kratkoročnim obavezama koje čine 26,70%, odnosno 78,44% ukupne pasive u prethodnoj i tekućoj godini. Udio dugoročnih obaveza iznosi 2,53% u tekućoj, odnosno 33,84% u prethodnoj godini. Što se može protumačiti time da su dugoročni krediti dospjeli poslednju godinu naplate i time su postali kratkoročni, a vrijednost od 333 hiljade eura (38.201 hiljade dinara) odnosi se na kredit kod Komercijalne banke a.d. koji dospijeva na naplatu do kraja 2014.god.

Sljedeća stavka sa značajnim udjelom u ukupnoj pasivi su Ostale obaveze koje se najvećim dijelom odnose na obaveze po izdatim mjenicama bankama i dobavljačima.

U vanbilansnoj evidenciji se navode data jemstva i garancije koje čine vanbilansnu pasivu. Prema izvještaju Kreditnog biroa data jemstva i garancije kompanije na dan 31. decembra 2013. se odnose na:¹⁰

- data jemstva po kreditima u ukupnom iznosu od RSD 6.929.587 hiljada¹¹
- data jemstva po garancijama u ukupnom iznosu od RSD 301.669 hiljada¹²
- garancije banaka u iznosu od RSD 70.048 hiljade.

⁹ Kompanija je u skladu sa odredbama novog Zakona o privrednim društvima izvršila usklađivanje osnovnog kapitala evidentiranog u poslovnim knjigama sa visinom registrovanog kapitala u Agenciji za privredne registre Republike Srbije i povećalo kapital za RSD 9.621 hiljadu na teret neraspoređenog dobitka. Shodno tome, ona je registrovana u APR-u kao društvo sa ograničenom odgovornošću, sa upisanim i uplaćenim kapitalom u iznosu od RSD 180.811.

¹⁰ Izvor: Napomene uz finansijske izvještaje za 2013.godinu, Dahlia d.o.o, dostupno na sajtu APR-a

¹¹ Od čega se iznos od RSD 5.688.000 hiljada odnosi na jemstva data povezanim pravnim licima, odnosno Matičnom društvu Beohemija d.o.o. Beograd (RSD 5.462.754 hiljade) i Beohemija-Inhem d.o.o. Zrenjanin (RSD 225.246)

¹² Od čega se iznos RSD 163.104 hiljade odnosi na jemstva data Matičnom društvu Beohemija d.o.o.

Tabela 2.a. Bilans stanja – Pasiva, Dahlia d.o.o.

AOP	Pozicija	BILANS STANJA - PASIVA									
		DAHLIA D.O.O.				Analiza dinamike			Analiza strukture		
		2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2013	2012	2011
	A. KAPITAL (102+103+104+105+106+107+108-109-110)	€ 3,097	€ 10,389	€ 9,752	€ 8,022	-70.19%	6.53%	21.56%	15.41%	37.49%	45.88%
101	I. OSNOVNI KAPITAL	€ 1,577	€ 1,590	€ 1,636	€ 1,623	-0.81%	-2.81%	0.82%	7.85%	5.74%	7.70%
102	II. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL										
103	III. REZERVE										
104	IV. REVALORIZACIONE REZERVE	€ 2,386	€ 2,095	€ 2,666	€ 5,359	13.88%	-21.42%	-50.25%	11.87%	7.56%	12.54%
105	V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI										
106	VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI										
107	VII. NERASPOREĐENI DOBITAK	€ 6,650	€ 6,704	€ 5,450	€ 1,040	-0.81%	23.01%	424.05%	33.08%	24.19%	25.64%
108	VIII. GUBITAK	€ 7,516							37.39%		
109	IX. OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE										
110	B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112 + 113 + 116)	€ 16,426	€ 16,925	€ 11,236	€ 6,134	-2.95%	50.63%	83.18%	81.72%	61.08%	52.86%
111	I. DUGOROČNA REZERVISANJA	€ 151	€ 152	€ -		-0.81%			0.75%	0.55%	0.00%
112	II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	€ 508	€ 9,375	€ 8,932	€ 4,156	-94.58%	4.96%	114.93%	2.53%	33.84%	42.02%
113	1. Dugoročni krediti	€ 333	€ 2,231	€ 8,208	€ 814	-85.06%	-72.82%	907.76%	1.66%	8.05%	38.61%
114	2. Ostale dugoročne obaveze	€ 175	€ 7,145	€ 724	€ 3,341	-97.55%	886.45%	-78.32%	0.87%	25.79%	3.41%
115	III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117 + 118 + 119 + 120 + 121 + 122)	€ 15,767	€ 7,397	€ 2,304	€ 1,978	113.14%	221.06%	16.48%	78.44%	26.70%	10.84%
116	1. Kratkoročne finansijske obaveze	€ 6,200	€ 2,408	€ 708	€ 431	157.45%	240.06%	64.41%	30.84%	8.69%	3.33%
117	2. Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja										
118	3. Obaveze iz poslovanja	€ 8,781	€ 2,158	€ 1,150	€ 1,382	306.84%	87.67%	-16.79%	43.69%	7.79%	5.41%
119	4. Ostale kratkoročne obaveze	€ 735	€ 1,538	€ 169	€ 92	-52.25%	808.70%	84.74%	3.65%	5.55%	0.80%
120	5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	€ 28	€ 1,272	€ 224	€ 70	-97.78%	466.57%	219.67%	0.14%	4.59%	1.06%
121	6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak	€ 23	€ 21	€ 52	€ 3	10.73%	-59.68%	1440.53%	0.12%	0.08%	0.25%
122	V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	€ 577	€ 394	€ 269	€ 35	46.52%	46.42%	679.78%	2.87%	1.42%	1.27%
123	G. UKUPNA PASIVA (101 + 111 + 123)	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	-27.46%	30.35%	49.80%	100.00%	100.00%	100.00%
124	D. VANBILANSNA PASIVA	€ 133,749	€ 52,943	€ 73,349	€ -	152.63%	-27.82%		665.43%	191.08%	345.06%
125											

2.2.2 Na primjeru Henkel d.o.o.

Osnovni kapital u cjelini se odnosi na udjele društva sa ograničenom odgovornošću. Većinski vlasnik je Henkel Central Eastern Europe sa 99,75% udjela i prava glasa.¹³

Kapital čini 69,73% ukupne pasive (osnovni kapital čini 15,93% , a neraspoređeni dobitak 53,58% ukupne pasive).

S druge strane 30,27% pasive se odnosi na dugoročna rezervisanja i obaveze. Kratkoročne¹⁴ obaveze čine 29,05%, a dugoročna rezervisanja 1,19% ukupne pasive. Obaveze iz poslovanja takođe imaju značajniji udio i većim dijelom se odnose na obaveze prema dobavljačima.

Dinamički posmatrano sve stavke značajnijeg strukturnog udjela imaju minorne promjene tj. bez većih su oscilacija u toku posmatrane tri godine.

¹³ Izvor: Napomene uz finansijske izveštaje za 2013.godinu, Henkel d.o.o., dostupno na sajtu APR-a

¹⁴ Odnose se na kratkoročni revolving kredit kod SOGE

Kao i u primjeru Dahlia d.o.o. u evidenciji vanbilansne pasive najveći udio čine obaveze za bankarske garancije i potraživanja za bankarske garancije.

Tabela 2.b. Bilans stanja – Pasiva, Henkel d.o.o.

AOP	Pozicija	BILANS STANJA - PASIVA									
		HENKEL D.O.O.				Horizontalna analiza			Vertikalna analiza		
		2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2013	2012	2011
101	A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)	€ 53,528	€ 50,988	€ 66,179	€ 85,541	4.98%	-22.95%	-22.63%	69.73%	72.18%	75.56%
102	I. OSNOVNI KAPITAL	€ 12,232	€ 12,331	€ 13,400	€ 13,282	-0.81%	-7.97%	0.89%	15.93%	17.46%	15.30%
103	II. NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL										
104	III. REZERVE	€ 174	€ 176	€ -	€ 27,204	-0.70%		-100.00%	0.23%	0.25%	0.00%
105	IV. REVALORIZACIONE REZERVE										
106	V. NEREALIZOVANI DOBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI										
107	VI. NEREALIZOVANI GUBICI PO OSNOVU HARTIJA OD VREDNOSTI										
108	VII. NERASPOREĐENI DOBITAK	€ 41,136	€ 38,496	€ 52,795	€ 45,070	6.86%	-27.08%	17.14%	53.58%	54.49%	60.28%
109	VIII. GUBITAK										
110	IX. OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE	€ 15	€ 15	€ 16	€ 15	1.28%	-7.98%	6.02%	0.02%	0.02%	0.02%
111	B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112 + 113 + 116)	€ 23,242	€ 19,655	€ 21,405	€ 19,632	18.25%	-8.17%	9.03%	30.27%	27.82%	24.44%
112	I. DUGOROČNA REZERVISANJA	€ 917	€ 1,470	€ 838	€ 992	-37.64%	75.54%	-15.53%	1.19%	2.08%	0.96%
113	II. DUGOROČNE OBAVEZE (114 + 115)	€ 22	€ 28			-20.65%			0.03%	0.04%	
114	1. Dugoročni krediti										
115	2. Ostale dugoročne obaveze	€ 22	€ 28			-20.65%			0.03%	0.04%	
116	III. KRATKOROČNE OBAVEZE (117 + 118 + 119 + 120 + 121 + 122)	€ 22,302	€ 18,157	€ 20,567	€ 18,640	22.83%	-11.72%	10.34%	29.05%	25.70%	23.48%
117	1. Kratkoročne finansijske obaveze	€ 106	€ 28	€ 28	€ -	283.69%	-2.74%		0.14%	0.04%	0.03%
118	2. Obaveze po osnovu sredstava namenjenih prodaji i sredstava poslovanja koje se obustavlja										
119	3. Obaveze iz poslovanja	€ 20,088	€ 15,883	€ 18,126	€ 17,362	26.47%	-12.37%	4.40%	26.17%	22.48%	20.70%
120	4. Ostale kratkoročne obaveze	€ 558	€ 561	€ 548	€ 15	-0.48%	2.44%	3622.84%	0.73%	0.79%	0.63%
121	5. Obaveze po osnovu poreza na dodatu vrednost i ostalih javnih prihoda i pasivna vremenska razgraničenja	€ 1,550	€ 1,685	€ 1,865	€ 1,127	-8.01%	-9.68%	65.53%	2.02%	2.38%	2.13%
122	6. Obaveze po osnovu poreza na dobitak			€ -	€ 137			-100.00%			0.00%
123	V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE										
124	G. UKUPNA PASIVA (101 + 111 + 123)	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173	8.67%	-19.34%	-16.72%	100.00%	100.00%	100.00%
125	D. VANBILANSNA PASIVA	€ 5,331	€ 3,319	€ 2,218	€ 2,934	60.61%	49.61%	-24.38%	6.94%	4.70%	2.53%

2.3 Primjer analize strukture i dinamike Bilansa uspeha:

Analiza *bilansa uspeha* predstavlja analizu prihoda i rashoda nastalih u toku posmatranog perioda. Kao i ranije utvrđuju se prioriteti analize, a najbitnije su stavke poslovnog rezultata. “Kada su rashodi u pitanju, najviše pažnje se posvećuje učešću rashoda po vrstama, učešće može biti u zbiru posmatrane vrste rashoda ili u pripadajućim prihodima. Ukoliko je vrednost stavke *ostali poslovni rashodi* značajna, poželjno je koristiti statistički aneks i napomene uz finansijske izveštaje u kojima je njihova struktura detaljno izložena”.¹⁵

¹⁵ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 16

2.3.1 Na primjeru Dahlia d.o.o.

Da bi se bolje razumjele brojke iz bilansa uspjeha za 2013. godinu, koje se znatno razlikuju u odnosu na prethodnu, treba imati u vidu ono što je naznačeno u napomenama uz finansijski izveštaj:

“Društvo je u 2013. godini ostvarilo neto gubitak od RSD 861.667 hiljada, dok su na dan 31. decembra kratkoročne obaveze bile veće od njegove obrtno imovine za RSD 1.446.042 hiljade. Društvo se od druge polovine 2013. godine suočilo sa problemom zaduženosti i nelikvidnosti, odnosno nemogućnosti da o rokovima dospeća izmiruje obaveze prema bankama i dobavljačima, dok je u poslednjem kvartalu zbog navedenih problema došlo do smanjenja prihoda zbog znatnog pada obima proizvodnje i prodaje svih privrednih društava u Poslovnom sistemu Beohemija. ... Društvo je zajedno sa ostalim povezanim licima pristupilo sprovođenju reorganizacije putem unapred pripremljenog Plana reorganizacije shodno odredbama Zakona o stečaju. Dana 20. decembra 2013. godine Društvo je nadležnom sudu predalo unapred pripremljeni plan reorganizacije. Rukovodstvo smatra da mere za realizaciju plana reorganizacije mogu dovesti do stabilizacije poslovanja Društva, te da ono ima resurse i tržište da nastavi sa poslovanjem u doglednoj budućnosti, ukoliko poverioci odobre predlog plana reorganizacije.”¹⁶

Slijedi detaljnija analiza strukture bilansa uspjeha, sa posebnim akcentom na analizu troškova po vrstama koja će dati jasniju sliku o trenutnoj finansijskoj situaciji.

Naime, u okviru poslovnog rezultata, prihodi od prodaje čine 99,40% ukupnih poslovnih prihoda 2013. godine što je razumljivo, budući da poslovni prihodi nastaju kao rezultat osnovne djelatnosti kompanije.

S druge strane poslovni rashodi su za 6,72% veći od poslovnih prihoda iste godine. Stavke koje čine poslovne rashode se upoređuju sa *poslovnim prihodima* da bi se vidjela rentabilnost kompanije. Tako, nabavna vrijednost prodate robe čini 46,25%, troškovi materijala 38,20%, troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi troškovi 6,72%, amortizacije i rezervisanja 1,93%, a ostali poslovni rashodi 13,63% *poslovnih prihoda* u 2013. godini. Šta čini ostale poslovne rashode nije precizirano za tekuću godinu, ali oni bilježe rast od 108,46% u odnosu na prethodnu.¹⁷ Takođe, u toj godini zabilježen je poslovni gubitak čija vrijednost čini 6,72% poslovnih prihoda.

Što se tiče neposlovnog rezultata (stavke u bilansu od AOP 215 do AOP 230) finansijski prihodi¹⁸ čine 1,62% poslovnog prihoda, a finansijski rashodi¹⁹ 7,42%. Sljedeća stavka čija vrijednost iznosi 30,09% vrijednosti poslovnih prihoda su *Ostali rashodi*. Iako značajna, nije

¹⁶ Preuzeto iz Napomena uz finansijske izvještaje Dahlia d.o.o. 2013, str. 7, dostupno na sajtu APR-a

¹⁷ Prethodne godine ostale poslovne rashode su najvećim dijelom činili: troškovi reklame i propagande, zakupnine, reprezentacija itd.

¹⁸ Nije precizirano u napomenama na šta se tačno odnose, ali posmatrajući prethodnu godinu najvjerovatnije se odnose na pozitivne kursne razlike u najvećem dijelu.

¹⁹ Odnose se najvećim dijelom na prefakurisane finansijske rashode od strane Matičnog društva „Beohemija“ d.o.o. u iznosu od RSD 150.000 hiljada.

precizirana u napomenama, ali pretpostavka je da se najvećim dijelom odnosi (kao i u prethodnoj godini) na ispravku vrijednosti potraživanja od kupaca.

Kada su ovakve brojke u pitanju dolazi se do zaključka da je neto gubitak u vrijednosti od 42,43% u odnosu na poslovne prihode u tekućoj godini, dok je prehodne godine zabilježen dobitak od 5,04%, a 2011. godine od 7,32% vrijednosti poslovnih prihoda tih godina.

Tabela 3.a. Bilans Uspjeha, Dahlia d.o.o.

AOP	Pozicija	BILANS USPEHA									
		DAHLIA D.O.O.				Analiza dinamike			Analiza strukture		
		2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2013	2012	2011
	I. POSLOVNI PRIHODI (202+203+204-205+206)	€ 17,713	€ 36,473	€ 19,444	€ 9,476	-51.44%	87.58%	105.19%	100.00%	100.00%	100.00%
201											
202	1. Prihodi od prodaje	€ 17,607	€ 36,093	€ 19,268	€ 9,388	-51.22%	87.31%	105.24%	99.40%	98.96%	99.10%
203	2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	€ 113	€ 239	€ 171	€ 68	-52.59%	39.47%	149.97%	0.64%	0.65%	0.88%
204	3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	€ -	€ 43	€ -		-100.00%			0.00%	0.12%	0.00%
205	4. Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	€ 29	€ -	€ 20	€ 3		-100.00%	509.67%	0.17%	0.00%	0.10%
206	5. Ostali poslovni prihodi	€ 22	€ 99	€ 24	€ 23	-77.83%	305.06%	5.39%	0.12%	0.27%	0.13%
207	II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	€ 18,903	€ 32,979	€ 14,934	€ 8,486	-42.68%	120.84%	75.98%	106.72%	90.42%	76.80%
208	1. Nabavna vrednost prodane robe	€ 8,192	€ 11,194	€ 5,057	€ 1,716	-26.82%	121.33%	194.65%	46.25%	30.69%	26.01%
209	2. Troškovi materijala	€ 6,767	€ 18,421	€ 7,423	€ 5,208	-63.27%	148.16%	42.53%	38.20%	50.51%	38.18%
210	3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	€ 1,190	€ 1,321	€ 1,063	€ 736	-9.89%	24.28%	44.32%	6.72%	3.62%	5.47%
211	4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	€ 341	€ 886	€ 272	€ 166	-61.50%	225.80%	63.96%	1.93%	2.43%	1.40%
212	5. Ostali poslovni rashodi	€ 2,413	€ 1,158	€ 1,119	€ 659	108.46%	3.50%	69.64%	13.63%	3.17%	5.75%
213	III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207)	€ -	€ 3,494	€ 4,511	€ 990	-100.00%	-22.53%	355.52%	0.00%	9.58%	23.20%
214	IV. POSLOVNI GUBITAK (207 - 201)	€ 1,190							6.72%		
215	V. FINANSIJSKI PRIHODI	€ 287	€ 303	€ 21	€ 31	-5.14%	1346.99%	-31.96%	1.62%	0.83%	0.11%
216	VI. FINANSIJSKI RASHODI	€ 1,314	€ 1,754	€ 3,186	€ 540	-25.12%	-44.93%	490.47%	7.42%	4.81%	16.38%
217	VII. OSTALI PRIHODI	€ 243	€ 162	€ 314	€ 506	50.25%	-48.55%	-37.97%	1.37%		1.62%
218	VIII. OSTALI RASHODI	€ 5,330	€ 481	€ 51	€ 176	1007.87%	840.69%	-70.93%	30.09%	1.32%	0.26%
219	IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213 - 214 + 215 - 216 + 217 - 218)	€ -	€ 1,723	€ 1,609	€ 812	-100.00%	7.12%	98.16%	0.00%	4.73%	8.27%
220	X. GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (214 - 213 - 215 + 216 - 217 + 218)	€ 7,304							41.23%		
221	XI. NETO DOBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	€ -	€ 32	€ 2	€ 8	-100.00%	1972.10%	-80.83%	0.00%	0.09%	0.01%
222	XII. NETO GUBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	€ 58							0.33%		
223	B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 - 220 + 221 - 222)	€ -	€ 1,755	€ 1,610	€ 820	-100.00%	9.01%	96.40%	0.00%	4.81%	8.28%
224	V. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (220 - 219 + 222 - 221)	€ 7,362							41.56%		
225	1. Poreski rashod perioda	€ -	€ 165	€ 97	€ 44	-100.00%	69.25%	122.63%	0.00%	0.45%	0.50%
226	2. Odloženi poreski rashodi perioda	€ 154	€ -	€ 75	€ -		-100.00%		0.87%	0.00%	0.38%
227	3. Odloženi poreski prihodi perioda	€ -	€ 246	€ -	€ 198	-100.00%		-100.00%	0.00%	0.67%	0.00%
228	D. Isplaćena lična primanja poslodavcu		€ -	€ 14	€ -		-100.00%			0.00%	0.07%
229	Đ. NETO DOBITAK (223 - 224 - 225 - 226 + 227 - 228)	€ -	€ 1,837	€ 1,424	€ 974	-100.00%	28.99%	46.18%	0.00%	5.04%	7.32%
230	E. NETO GUBITAK (224 - 223 + 225 + 226 - 227 + 228)	€ 7,516							42.43%		

2.3.2 Na primjeru Henkel d.o.o.

Kao do sada, i u ovom primjeru će se najvažnije stavke upoređivati sa *poslovnim prihodima*, budući da predstavljaju rezultat kompanije iz njene osnovne djelatnosti.

Prihodi od prodaje²⁰ u tekućoj godini čine 96,90% , i dinamički posmatrano bilježe minorne razlike u toku posmatrane tri godine, kao i poslovni rashodi koji čine 91,77% vrijednosti poslovnih prihoda.

U okviru poslovnih rashoda nabavna vrijednost prodate robe, troškovi materijala, troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi, kao i troškovi amortizacije i rezervisanja ne trpe velike promjene već je u posmatranom periodu njihov udio u poslovnih prihodima na veoma sličnom nivou. Ostale poslovne rashode u velikom dijelu čine troškovi reklame i propagande, transportni troškovi i nematerijalni troškovi. Poslovni dobitak, u odnosu na prethodnu godinu, bilježi pad od 1,86%.

Kada je u pitanju neposlovni rezultat, finansijski prihodi²¹ su manji za 2,91% u odnosu na prethodnu i u tekućoj godini iznose 1,32% poslovnih prihoda. Vrijednost finansijskih rashoda²² je značajnije opala i njihov udio iznosi 0,9%. Ostali prihodi²³ iznose 2,26%, a ostali rashodi²⁴ 1,69% poslovnih prihoda.

Neto dobitak kao krajnji rezultat poslovanja u 2013.godini čini 9,28% ukupnih poslovnih prihoda. U odnosu na prethodne dvije posmatrane godine bilježi se blagi porast na toj poziciji.

²⁰ Shodno brojkama koje stoje u napomenama, može se zaključiti da 78,47% prihoda od prodaje čini realizacija proizvoda na domaćem, a ostalih 21,53% na stranom tržištu.

²¹ Čine ih: prihodi od kamata i pozitivne kursne razlike

²² Dominiraju negativne kursne razlike.

²³ Čine ih: viškovi zaliha, naknadno odobreni popusti i bespl. darivanja i naplaćena otpisana potraživanja.

²⁴ Čine ih: gubici po osnovu prod.i rash.postrojenja i opreme, manjkovi zaliha i rashodi zaliha.

Tabela 3.b. Bilans Uspjeha, Henkel d.o.o.

AOP	Pozicija	BILANS USPEHA									
		HENKEL D.O.O.				Horizontalna analiza			Vertikalna analiza		
		2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2013	2012	2011
	I. POSLOVNI PRIHODI										
201	(202+203+204-205+206)	€ 138,757	€ 122,188	€ 119,585	€ 116,293	13.56%	2.18%	2.83%	100.00%	100.00%	100.00%
202	1. Prihodi od prodaje	€ 134,458	€ 119,549	€ 117,354	€ 113,973	12.47%	1.87%	2.97%	96.90%	97.84%	98.14%
203	2. Prihodi od aktiviranja učinaka i robe	€ 3,301	€ 2,407	€ 2,401	€ 1,401	37.10%	0.25%	71.46%	2.38%	1.97%	2.01%
204	3. Povećanje vrednosti zaliha učinaka	€ 833	€ 38	€ -	€ 640	2110.41%		-100.00%	0.60%	0.03%	0.00%
205	4. Smanjenje vrednosti zaliha učinaka	€ 17	€ 3	€ 568	€ -	377.53%	-99.38%		0.01%	0.00%	0.47%
206	5. Ostali poslovni prihodi	€ 183	€ 197	€ 396	€ 280	-7.45%	-50.17%	41.58%	0.13%	0.16%	0.33%
207	II. POSLOVNI RASHODI (208 do 212)	€ 127,333	€ 109,855	€ 105,616	€ 101,384	15.91%	4.01%	4.17%	91.77%	89.91%	88.32%
208	1. Nabavna vrednost prodane robe	€ 30,795	€ 28,002	€ 24,854	€ 22,972	9.97%	12.67%	8.19%	22.19%	22.92%	20.78%
209	2. Troškovi materijala	€ 54,604	€ 47,194	€ 45,519	€ 45,687	15.70%	3.68%	-0.37%	39.35%	38.62%	38.06%
210	3. Troškovi zarada, naknada zarada i ostali lični rashodi	€ 9,936	€ 9,377	€ 10,522	€ 4,160	5.97%	-10.88%	152.96%	7.16%	7.67%	8.80%
211	4. Troškovi amortizacije i rezervisanja	€ 2,445	€ 2,069	€ 2,411	€ 2,808	18.16%	-14.20%	-14.13%	1.76%	1.69%	2.02%
212	5. Ostali poslovni rashodi	€ 29,553	€ 23,214	€ 22,310	€ 25,757	27.31%	4.05%	-13.38%	21.30%	19.00%	18.66%
213	III. POSLOVNI DOBITAK (201 - 207)	€ 11,424	€ 12,333	€ 13,969	€ 14,909	-7.37%	-11.71%	-6.31%	8.23%	10.09%	11.68%
214	IV. POSLOVNI GUBITAK (207 - 201)										
215	V. FINANSIJSKI PRIHODI	€ 1,831	€ 5,163	€ 5,858	€ 6,977	-64.53%	-11.86%	-16.03%	1.32%	4.23%	4.90%
216	VI. FINANSIJSKI RASHODI	€ 1,252	€ 3,975	€ 6,813	€ 2,672	-68.50%	-41.65%	154.96%	0.90%	3.25%	5.70%
217	VII. OSTALI PRIHODI	€ 3,131	€ 1,117	€ 940	€ 892	180.26%	18.89%	5.31%	2.26%	0.91%	0.79%
218	VIII. OSTALI RASHODI	€ 2,340	€ 1,857	€ 2,853	€ 3,106	26.01%	-34.91%	-8.13%	1.69%	1.52%	2.39%
219	IX. DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (213 - 214 + 215 - 216 + 217 - 218)	€ 12,794	€ 12,781	€ 11,100	€ 17,000	0.10%	15.14%	-34.70%	9.22%	10.46%	9.28%
220	X. GUBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (214 - 213 - 215 + 216 - 217 + 218)										
221	XI. NETO DOBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	€ -	€ 9			-100.00%			0.00%	0.01%	
222	XII. NETO GUBITAK POSLOVANJA KOJE SE OBUSTAVLJA	€ 308	€ -	€ 229	€ -		-100.00%		0.22%	0.00%	0.19%
223	B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 - 220 + 221 - 222)	€ 12,486	€ 12,789	€ 10,871	€ 17,000	-2.37%	17.64%	-36.05%	9.00%	10.47%	9.09%
224	V. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (220 - 219 + 222 - 221)										
225	1. Poreski rashod perioda	€ 1,351	€ 805	€ 1,170	€ 1,232	67.77%	-31.18%	-5.06%	0.97%	0.66%	0.98%
226	2. Odloženi poreski rashodi perioda	€ -	€ 170	€ -	€ 677	-100.00%		-100.00%	0.00%	0.14%	0.00%
227	3. Odloženi poreski prihodi perioda	€ 1,743	€ -	€ 177	€ -		-100.00%		1.26%	0.00%	0.15%
228	D. Isplaćena lična primanja poslodavcu										
229	Đ. NETO DOBITAK (223 - 224 - 225 + 226 + 227 - 228)	€ 12,878	€ 11,814	€ 9,878	€ 15,091	9.01%	19.60%	-34.54%	9.28%	9.67%	8.26%
230	E. NETO GUBITAK (224 - 223 + 225 + 226 - 227 + 228)										

3 Analiza osnovnih finansijskih indikatora

U nastavku rada biće riječi o sljedećim pokazateljima:

- Osnovni pokazatelji: kolika je poslovna imovina, neto kapital, poslovni prihodi, poslovni rezultat, neto rezultat i broj zaposlenih. Ovim brojkama se dobija okvirno slika koliko je velika i uticajna kompanija;
- Pokazatelji zaduženosti: pokazuju koliko je kompanija zapravo u dugovima;
- Pokazatelji likvidnosti: mjere koliko lako kompanija može doći do gotovine;
- Pokazatelji profitabilnosti: pokazuju koliki je prinos na uložena sredstva;
- Pokazatelji operativnog leveridža: fiksni troškovi, kontribuciona marža i prelomna tačka;

- Pokazatelji efikasnosti tj. periodi konverzije: period naplate potraživanja, period plaćanja obaveza, period konverzije zaliha i period konverzije gotovine;
- Numeričko ocjenjivanje kreditne sposobnosti (Z skor);
- Analiza gotovinskih tokova;
- DuPont analiza;
- Kao i sekcija sa ostalim pokazateljima koji dopunjuju sliku o poslovnoj politici i finansijskom stanju kompanije.

Većina pomenutih pokazatelja su zapravo *ratio brojevi* koji predstavljaju odnose između pojedinih pozicija bilansa stanja i uspjeha i time ih svode na uporedive kategorije. Govore o pojedinim aspektima finansijskog stanja kompanije, a da bi imali tu iskaznu moć mora da postoji logika i baza za poređenje. Tako postoji već uvrežen sistem upoređivanja određenih pozicija čime se dolazi do svrsishodnih informacija. Najveći izazov je tumačenje vrijednosti koje se dobijaju tom analizom, ocjena finansijske situacije i davanje sugestija za njeno unapređenje.

Zato su ratio pokazatelji samo prikladan način da se izbjegnu prevelike količine finansijskih podataka. Iako “pomažu da se postavi pravo pitanje, oni retko kad daju odgovor.”²⁵

3.1 Osnovni pokazatelji

“Vrijednost *poslovne imovine* govori o tome kolika je knjigovodstvena vrijednost investicija, a struktura poslovne imovine ukazuje na to u kom se obliku investicije nalaze.”²⁶ Zavise od karakteristike djelatnosti kompanije, tako da priroda posla dvije kompanije koje se analiziraju u ovom radu podrazumijeva ulaganje u opremu i postrojenja koja čine njihovu fabriku.

Neto kapital “je knjigovodstvena vrednost vlasničkog (sopstvenog) dela izvora finansiranja. On daje grubu procenu vrednosti koju bi vlasnici kompanije kolektivno dobili nakon likvidacije ukupne imovine, a nakon podmirivanja svih obaveza prema trećim licima.”²⁷ Kada je vrijednost poslovne imovine veća od ukupnih obaveza²⁸, *neto kapital* ima pozitivnu vrijednost. Poslovna imovina je stavka iz aktive koja je paralelna stavki ukupna pasiva iz pasive koja služi da se pokaže kakvi su izvori finansiranja. Ukoliko je poslovna imovina manja od ukupnih obaveza, pozicija kapitala u pasivi se svodi na nulu, a višak obaveza se evidentira u aktivni na poziciji gubitak iznad visine kapitala.

Poslovni prihodi su “uvećanje ekonomskih koristi u toku obračunskog perioda u vidu priliva nove, ili povećanja vrednosti postojeće imovine, ili smanjenja vrednosti obaveza, koje za rezultat ima povećanje vrednosti kapitala, a ne odnose se na dodatne uloge vlasnika

²⁵ Brili et al, “Osnovi korporativnih finansija“, 2010, str.456

²⁶ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 22

²⁷ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 23-24.

²⁸ Stavka iz bilansa stanja AOP 111 B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116)

kapitala.“²⁹ Generišu se u okviru redovnih poslovnih aktivnosti kompanije (kad su u pitanju kompanije posmatrane u ovom radu, prihodi nastaju po osnovu prodaje proizvoda iz sopstvene proizvodnje – linije kozmetičkih i farmaceutskih proizvoda, ali i po osnovu prodaje sirovina drugim licima).

Poslovni rezultat je “posledica redovnih poslovnih aktivnosti kompanije, nezavisan je od načina finansiranja i nije pod uticajem vanrednih stavki, što ga čini pogodnim za ocenu profitabilnosti primarne poslovne delatnosti kompanije.”³⁰ Predstavlja razliku između poslovnih prihoda i rashoda.

Razlika između svih prihoda i rashoda obračunskog prioda (uključujući i porez) je *Neto rezultat*. Na njegovu vrijednost će uticati i poslovni rezultat isto koliko i finansijski i ostali rezultat. Zato, ukoliko je razlika pozitivna dobija se neto dobitak i uvećava se dosadašnja vrijednost vlasničkog kapitala, a smanjuje u slučaju gubitka. Upravo zbog ovakvog neposrednog uticaja na kapital, neto rezultat je prva stavka koja se gleda pri analizi.

Broj zaposlenih ima važnu ulogu u određivanju da li je kompanija radno ili kapitalno intezivna, tj. da li će njena osnovna tržišna misija biti ostvarena uz pomoć zaposlenih ili umnogome zavisi od kapitalnog ulaganja. O toj tematici će biti riječi u okviru *ostalih pokazatelja*.

Tabela 4: Prikaz osnovnih pokazatelja obje kompanije, vrijednost izražena u hiljadama eura

OSNOVNI POKAZATELJI	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
Poslovna imovina	€ 20,099.74	€ 27,707.66	€ 21,256.88	€ 14,190.25	€ 76,769.30	€ 70,643.75	€ 87,583.68	€ 105,172.52
Neto Kapital	€ 3,096.52	€ 10,388.71	€ 9,751.72	€ 8,021.85	€ 53,527.73	€ 50,988.43	€ 66,179.09	€ 85,540.52
Poslovni prihodi	€ 17,713.15	€ 36,473.25	€ 19,444.27	€ 9,476.44	€ 138,756.84	€ 122,187.76	€ 119,584.57	€ 116,293.36
Poslovni rezultat	-€ 1,190.09	€ 3,494.26	€ 4,510.60	€ 990.21	€ 11,423.93	€ 12,332.73	€ 13,968.84	€ 14,908.92
Neto rezultat	-€ 7,516.15	€ 1,836.93	€ 1,424.10	€ 974.22	€ 12,878.33	€ 11,813.90	€ 9,878.11	€ 15,090.59
Broj zaposlenih	173	171	146	118	432	444	460	352

Posmatrajući tekuću godinu, u slučaju Dahlia d.o.o. ne možemo zaključiti da li je vrijednost kapitala (€ 3.096 hiljada) kao sopstveni izvor finansiranja dovoljan s obzirom na to kolika je vrijednost poslovne imovine tj. ukupnih investicija (€ 20.099 hiljada).

Na primjeru druge kompanije, Henkel d.o.o, takođe ne možemo na osnovu (iako pozitivnog) neto rezultata (€12.879 hiljada) zaključiti da li je to dovoljan iznos imajući u vidu koliki je neto kapital (€53.527 hiljada).

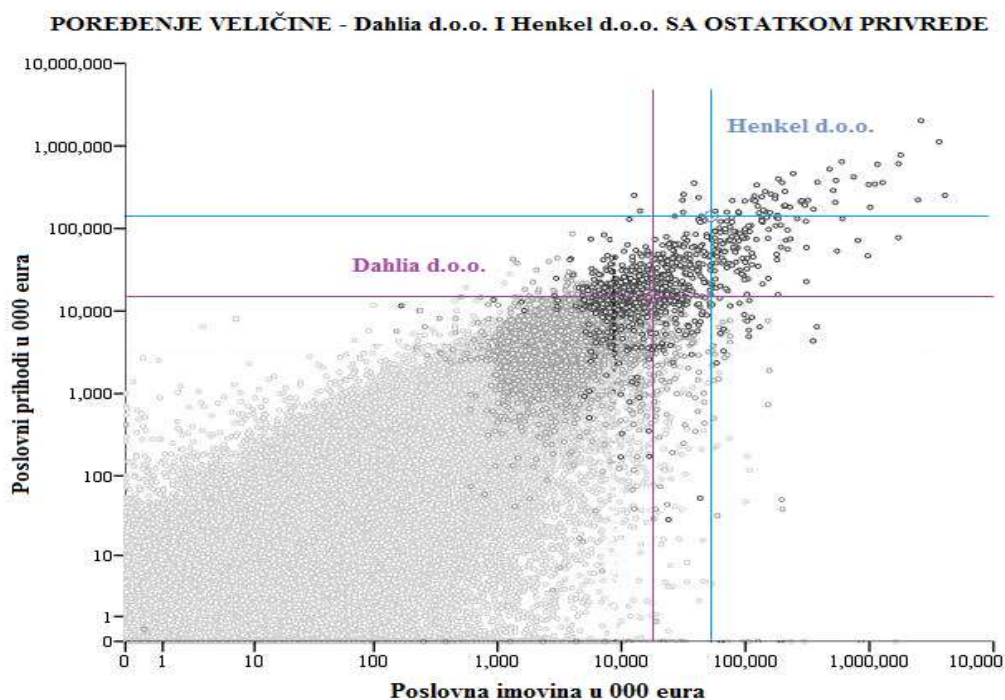
Za dublju analizu poslovanja nisu dovoljni ovi apsolutni pokazatelji, oni će samo pružiti prvi utisak kako kompanija posluje (poput vrijednosti Neto rezultata) i koja je njena veličina (visina poslovnih prihoda i poslovne imovine se zajedno sa brojem zaposlenih koristi za

²⁹ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 25

³⁰ Isto, str. 27

zvaničnu klasifikaciju veličine kompanije). Ipak na grafiku koji slijedi ilustrovan je ekonomsko – društveni značaj dvije analizirane kompanije na osnovu pomenutih veličina.

Grafik 1: Poređenje veličine kompanija sa ostatkom privrede³¹



*EBIT*³² je način mjerenja rezultata kompanije koji uključuje sve troškove osim rashoda kamate i poreza. Kada kompanija nema neposlovne prihode/rashode (finansijski i ostali rezultat), tada je poslovni rezultat sinonim za EBIT.

Kako se računa?

(AOP 223 B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 - 220 + 221 - 222) ili AOP 224 V. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (220 - 219 + 222 - 221)) + AOP 667 17. Rashodi kamata

*EBITDA*³³ osim rashoda kamata i poreza uvećava neto rezultat i za troškove amortizacije. “Na taj način se isključuje efekat računovodstvenih politika troškova amortizacije na profitabilnost, i ističe činjenica da trošak amortizacijene predstavlja odliv gotovine.”³⁴

Kako se računa?

(AOP 223 B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (219 - 220 + 221 - 222) ili AOP 224 V. GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (220 - 219 + 222 - 221)) + AOP 667 17. Rashodi kamata + AOP 661 11. Troškovi amortizacije

*NOPLAT*³⁵ se tumači kao “neto rezultat koji bi bio raspoloživ vlasnicima kompanije ukoliko bi ono bilo u potpunosti finansirano iz sopstvenih izvora.”³⁶ Takođe, služi pri izračunavanju

³¹ Po uzoru na Ilustraciju 12. iz Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 33

³² Na engleskom jeziku – Earnings before interest and taxes

³³ Na engleskom jeziku – Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

³⁴ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 34

³⁵ Na engleskom jeziku- Net operating profit / loss after taxes

³⁶ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 34

stope prinosa na investirani kapital o kojoj će biti riječi u nastavku rada.

Kako se računa?

$$EBIT \times (1 - \text{stopa poreza na dobit})$$

Tabela 5: Vrijednosti pokazatelja EBIT, EBITDA i NOPLAT za obje kompanije

	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
Rezultat prije oporezivanja	-€ 7,361.78	€ 1,755.44	€ 1,610.41	€ 819.97	€ 12,485.77	€ 12,789.30	€ 10,871.18	€ 16,999.97
AOP 667 Rashodi kamata	€ 616.97	€ 96.89	€ 1,160.44	€ 93.38	€ 31.94	€ 11.83	€ 5.53	€ -
EBIT	-€ 6,744.81	€ 1,852	€ 2,771	€ 913	€ 12,518	€ 12,801	€ 10,877	€ 17,000
AOP 661 Troškovi	€ 341.04	€ 853.46	€ 271.91	€ 165.84	€ 2,396.89	€ 1,965.53	€ 2,244.57	€ 2,284.85
EBITDA	-€ 6,404	€ 2,706	€ 3,043	€ 1,079	€ 14,915	€ 14,767	€ 13,121	€ 19,285
(1-15%)	85.00%							
NOPLAT	-€ 5,733	€ 1,574	€ 2,355	€ 776	€ 10,640	€ 10,881	€ 9,245	€ 14,450

3.2 Pokazatelji zaduženosti

“Kada se kompanija zaduži, obećava da će isplatiti kamate u ratama i otplatiti iznos za koji se zadužila. Budući da dugovanje povećava prinose akcionarima u dobrim vremenima, a smanjuje ga u lošim, kaže se da je reč o finansijskom leveridžu. Racija finansijskog leveridža mere koliko je deo imovine finansiran iz sopstvenih sredstava.”³⁷ Kompanije snose određeni rizik³⁸ pri svakoj odluci o zaduživanju. Ipak, u slučaju ograničenih sopstvenih izvora finansiranja, opcija zaduživanja je primamljiva ako se tim novcem može postići željena poslovna misija.

*Racio zaduženosti*³⁹ ukazuje na mjeru korišćenja pozajmljenih izvora. Kako se računa?
(AOP 111 B. DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (112+113+116) + AOP 123 V. ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE) / AOP 22 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)

Racio kamatonosne zaduženosti mjeri na koji dio izvora finansiranja se obračunava kamata. “Ukoliko se na pozajmljena sredstva ne obračunava kamata, možemo pretpostaviti da su manje opterećujuća po novčani tok kompanije od ostalih sredstava (obično se radi o stavkama obaveza prema dobavljačima, zaposlenima ili državi).”⁴⁰

Kako se računa?

(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)

³⁷ Brili et al, “Osnovi korporativnih finansija“, 2010, str. 459

³⁸ Kamatni, valutni, rizik opterećenja novčanog toka i rizik stečaja

³⁹ Na engleskom jeziku – Debt ratio

⁴⁰ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 37

Tabela 6: Prikaz pokazatelja zaduženosti obje kompanije

POKAZATELJI ZADUŽENOSTI	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
AOP 111 Dugoročna rezervisanja i obaveze	€ 16,426	€ 16,925	€ 11,236	€ 6,134	€ 23,242	€ 19,655	€ 21,405	€ 19,632
AOP 123 Odložene poreske obaveze	€ 577	€ 394	€ 269	€ 35				
AOP 22 Poslovna imovina	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173
Racio zaduženosti (111+123)/22	84.59%	62.51%	54.12%	43.47%	30.27%	27.82%	24.44%	18.67%
AOP 114 Dug.kredit	€ 333	€ 2,231	€ 8,208	€ 814				
AOP 115 Ostale dug.obav	€ 175	€ 7,145	€ 724	€ 3,341	€ 22	€ 28		
AOP 117 Kratk.finan obav	€ 6,200	€ 2,408	€ 708	€ 431	€ 106	€ 28	€ 28	
AOP 22 Poslovna imovina	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173
Racio kamatonosne zaduženosti	33.37%	42.53%	45.35%	32.32%	0.17%	0.08%	0.03%	0.00%

Prema podacima iz tabele može se zaključiti da je Henkel d.o.o. u znatno povoljnijoj situaciji jer, za razliku od Dahlia d.o.o., on finansira samo 30,27% sopstvene imovine pozajmljenim sredstima, a na samo 0,17% se obračunava kamata. Visok procenat zaduženosti kompanije Dahlia d.o.o. je jedan od razloga zašto je kompanija u procesu reorganizacije.

3.3 Pokazatelji likvidnosti

Likvidna imovina može biti brzo i jeftino pretvorena u novac. Da bi se znalo ima li kompanija dovoljno gotovine da isplati obaveze, kreditni analitičari i bankari gledaju nekoliko mjerila likvidnost.

Neto obrtni fond jedini je pokazatelj koji se izražava u apsolutnim novčanim jedinicama. “On grubo meri potencijale gotovinskih rezervi kompanije”⁴¹. Obrtna imovina je uglavnom veća od kratkoročnih obaveza, ali ukoliko to nije slučaj onda neto obrtni fond ima predznak minus.

Kako se računa?

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

Tekući racio je odnos obrtne imovine prema kratkoročnim obavezama. Kako zapravo predstavlja racio oblik Neto obrtnog fonda, ukoliko je on pozitivan vrijednost tekućeg racija će biti iznad 1.

Kako se računa?

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

⁴¹ Brili et al, “Osnovi korporativnih finansija“, 2010, str. 461

Brzi ratio je oprezniji (rigorozniji) od tekućeg racia. Likvidnost određenih stavki obrtne imovine se razlikuje. Zato se u rigoroznom ratio likvidnosti isključuju zalihe i ostale manje likvidne komponente kad se upoređuje obrtna imovina sa kratkoročnim obvezama. Akcenat je stavljen na gotovinu i gotovinske ekvivalente i račune koji klijenti još nisu naplatili.

Kako se računa?

$(AOP\ 016 - 1. Potraživanja + AOP\ 017 - 3. Kratkoročni\ finansijski\ plasmani + AOP\ 019 - 4. Gotovinski\ ekvivalenti\ i\ gotovina) / AOP\ 116 - III. KRATKOROČNE\ OBAVEZE$
(117+118+119+120+121 +122)

Racio gotovine stavlja stavku gotovina i gotovinski ekvivalenti (najlikvidniju imovinu kompanije) naspram kratkoročnih obaveza. Treba napomenuti da nizak ratio novčane likvidnosti nije možda toliko važan ukoliko je prethodno višak gotovine negdje uložen po odgovarajućoj stopi prinosa. Zapravo najčešća racionalna poslovna odluka je da se gotovina upotrijebi za isplatu dividendi ili otkup sopstvenih akcija.

Kako se računa?

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

Tabela 7: Prikaz pokazatelja likvidnosti obje kompanije

POKAZATELJI LIKVIDNOSTI	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
AOP 012 Obrtna imovina	€ 3,153	€ 10,478	€ 5,154	€ 3,692	€ 40,565	€ 44,645	€ 65,434	€ 82,871
AOP 116 Kratkoročne obaveze	€ 15,767	€ 7,397	€ 2,304	€ 1,978	€ 22,302	€ 18,157	€ 20,567	€ 18,640
Neto obrtni fond	-€ 12,614	€ 3,080	€ 2,850	€ 1,714	€ 18,263	€ 26,488	€ 44,867	€ 64,230
Tekuci ratio	0.2000	1.4164	2.2368	1.8666	1.8189	2.4589	3.1815	4.4458
AOP 016 Potraživanja	€ 102	€ 7,985	€ 2,627	€ 2,051	€ 17,811	€ 17,854	€ 13,469	€ 13,712
AOP 018 Kratkoročni finansijski plasman	€ 2	€ 3	€ -		€ 1,790	€ 16,431	€ 42,265	€ 36,821
AOP 019 Gotovinski ekvivalenti i gotovina	€ 1	€ 1	€ 49	€ 35	€ 6,866	€ 196	€ 697	€ 21,817
AOP 116 KRATKOROČNE OBAVEZE	€ 15,767	€ 7,397	€ 2,304	€ 1,978	€ 22,302	€ 18,157	€ 20,567	€ 18,640
BRZI RACIO	0.0067	1.0799	1.1610	1.0544	1.1868	1.8991	2.7438	3.8813
AOP 019 Gotovinski ekvivalenti i gotovina	€ 1	€ 1	€ 49	€ 35	€ 6,866	€ 196	€ 697	€ 21,817
AOP 116 KRATKOROČNE OBAVEZE	€ 15,767	€ 7,397	€ 2,304	€ 1,978	€ 22,302	€ 18,157	€ 20,567	€ 18,640
RACIO GOTOVINE	0.0001	0.0001	0.0211	0.0175	0.3079	0.0108	0.0339	1.1704

Prema vrijednostima iz date tabele vidi se da kompanija Dahlia d.o.o. u tekućoj godini ima za 12.614 hiljada eura veću vrijednost kratkoročnih obaveza od vrijednosti obrtne imovine. Iz toga proizilazi da je pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom na nivou od 20%. Kako raste likvidnost sredstava u brojiocu tako se vrijednost racia smanjuje. Tako je pokrivenost kratkoročnih obaveza obrtnom imovinom bez zaliha, poreskih kredita i aktivnih vremenskih razgraničenja na nivou od 0,67%, a gotovinom i gotovinskim ekvivalentima na

nivou od 0,01%. Negativna vrijednost NOF-a u ovom slučaju ukazuje na problem u održavanju likvidnosti i solventnosti kompanije, što je i prouzrokovalo pitanje stečaja odnosno reorganizacije.

Kompanija Henkel d.o.o. u startu ima sasvim drugačije brojke: obrtna imovina je za 18.263 hiljade veća od kratkoročnih obaveza i time ih pokriva za 181,89% . Prema brzom raciu i raciu gotovine, ta pokrivenost je na nivou od 118,68% odnosno 30,79% .

3.4 Pokazatelji profitabilnosti

Rentabilnost tj. profitabilnost je ekonomsko načelo poslovanja čijom se primjenom u praksi postiže da se sa što manjim angažovanim sredstvima u reprodukciji ostvaruje što veća dobit. Kako je osnovni cilj i motivacija svake kompanije da bude profitabilna, veliki broj pokazatelja sa različitih aspekata dokazuju u kojoj mjeri ona zapravo jeste. U nastavku rada će se objasniti najčešće korišćeni pokazatelji profitabilnosti.

Neto margina (profitna marža) je “odnos poslovnih prihoda koji nalazi svoj put do profita”.⁴² To zapravo znači da se krajnji neto rezultat (koji pripada vlasnicima) stavlja u odnos sa prihodima kompanije.

Kako se računa?

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

*Stopa prinosa na kapital*⁴³ (ROE) odnosi se na prinos od sopstvenog kapitala , odnosno utvrđuje se stopa rasta vlasničkog kapitala.

Kako se računa?

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

Poslovna margina predstavlja procenat poslovnog dobitka u poslovnim prihodima. “Kada je stopa poslovnog dobitka veća od nule, što znači da su poslovni rashodi manji od poslovnih prihoda, onda služi, pre svega za sagledavanje razvoja rentabilnosti poslovanja kompanije u nizu sukcesivnih perioda”⁴⁴.

Kako se računa?

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

*Stopa prinosa na imovinu*⁴⁵ (ROA) mjeri učešće poslovnog rezultata u poslovnoj imovini. Kako se računa?

⁴² Brili et al, “Osnovi korporativnih finansija“, 2010, str. 463

⁴³ Na engleskom jeziku - Return on equity ROE

⁴⁴ Ivaniš et al, “Poslovne finansije“, Boograd 2011, str. 217

⁴⁵ Na engleskom jeziku – Return on assets ROA

(AOP 213 III. POSLOVNI DOBITAK (201 -207) ili AOP 214 IV. POSLOVNI GUBITAK (207 -201))/
AOP 22 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021)

*Stopa prinosa na investirani kapital*⁴⁶ (ROIC) pokazuje koliki bi bio prinos na kapital ukoliko bi kompanija bila finansirana isključivo sopstvenim izvorima. U jednačini ovog pokazatelja se ne uzimaju samo stavke iz bilansa nego već pomenuti pokazatelj NOPLAT sa kojim se dijeli iznos koji je kompaniji na raspolaganju od strane investitora i poverioca, a koji se aktivno koristi.

Kako se računa?

EBIT x (1- stopa poreza na dobit) / (AOP 101 A. KAPITAL (102+103+104+105+106-107+108-109-110)+ AOP 113 II.DUGOROCNE OBAVEZE (114+115) + AOP 117 1.Kratkoročne finansijske obaveze – Višak gotovine)

Važno je objasniti da se Višak gotovine odnosi uglavnom na stavku gotovina i gotovinski ekvivalenti koja iznosi više od 3% poslovnih prihoda, ukoliko iznosi manje to se tumači kao uobičajena svota novca koja je potrebna kompaniji za tekuće poslove. U slučaju da kompanija ima višak gotovine, razlog zašto se u ovom pokazatelju oduzima od iznosa koji je na raspolaganju kompaniji (kapital i dugoročne obaveze) je dvojak. Prvo, sa stanovišta sredstava taj višak nije aktivno plasiran i ne donosi nikakvu zaradu, pa ako bi se isključio iz imenioca došlo bi do potcenjivanja profitabilnosti kompanije. Drugo, ako se gleda sa stanovišta izvora finansiranja postavlja se pitanje zašto se ta gotovina ne bi iskoristila upravo za izmirenje obaveza na koje se obračunava kamata.

Stopa prinosa u primarnoj poslovnoj djelatnosti se odnosi na profitabilnost koja potiče isključivo iz primarnih poslovnih aktivnosti. Zato brojilac čini poslovni rezultat, a imenilac poslovna imovina umanjena za izos koji nije uloženi u primarnu djelatnost (dugoročni i kratkoročni finansijski plasmani i prinos od viška gotovine koji čine finansijske prihode , a ne poslovne).

Kako se računa?

Poslovni rezultat / (AOP 022 G. POSLOVNA IMOVINA (001 + 012 + 021) – AOP 9 V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (010+011) – AOP 18 3. Kratkoročni finansijski plasmani – Višak gotovine)

⁴⁶ Na engleskom jeziku – Return on invested capital ROIC

Tabela 8: Prikaz pokazatelja profitabilnosti obije kompanije

POKAZATELJI PROFITABILNOSTI	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
AOP 229/230 NETO REZULTAT	-€ 7,516	€ 1,837	€ 1,424	€ 974	€ 12,878	€ 11,814	€ 9,878	€ 15,091
AOP 201 POSLOVNI PRIHODI	€ 17,713	€ 36,473	€ 19,444	€ 9,476	€ 138,757	€ 122,188	€ 119,585	€ 116,293
NETO MARGINA	-42.43%	5.04%	7.32%	10.28%	9.28%	9.67%	8.26%	12.98%
AOP 229/230 NETO REZULTAT	-€ 7,516	€ 1,837	€ 1,424	€ 974	€ 12,878	€ 11,814	€ 9,878	€ 15,091
AOP 101 KAPITAL	€ 3,097	€ 10,389	€ 9,752	€ 8,022	€ 53,528	€ 50,988	€ 66,179	€ 85,541
STOPA PRINOSA NA KAPITAL(ROE)	-243%	18%	15%	12%	24%	23%	15%	18%
AOP 213/214 POSLOVNI REZULTAT	-€ 1,190	€ 3,494	€ 4,511	€ 990	€ 11,424	€ 12,333	€ 13,969	€ 14,909
AOP 201 POSLOVNI PRIHODI	€ 17,713	€ 36,473	€ 19,444	€ 9,476	€ 138,757	€ 122,188	€ 119,585	€ 116,293
POSLOVNA MARGINA	-6.72%	9.58%	23.20%	10.45%	8.23%	10.09%	11.68%	12.82%
	107%	90.42%	76.80%	89.55%	91.77%	89.91%	88.32%	87.18%
AOP 213/214 POSLOVNI REZULTAT	-€ 1,190	€ 3,494	€ 4,511	€ 990	€ 11,424	€ 12,333	€ 13,969	€ 14,909
AOP 22 POSLOVNA IMOVINA	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173
STOPA PRINOSA NA IMOVINU	-5.92%	12.61%	21.22%	6.98%	14.88%	17.46%	15.95%	14.18%

Tabela 9: Nastavak prikaza pokazatelja profitabilnosti obije kompanije

POKAZATELJI PROFITABILNOSTI	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
NOPLAT	-€ 1,012	€ 2,970	€ 3,834	€ 842	€ 9,710	€ 10,483	€ 11,874	€ 12,673
AOP 101 A. KAPITAL	€ 3,097	€ 10,389	€ 9,752	€ 8,022	€ 53,528	€ 50,988	€ 66,179	€ 85,541
AOP 113 DUGOROCNE OBAVEZE	€ 508	€ 9,375	€ 8,932	€ 4,156	€ 22	€ 28		
AOP 117 Kratkororočne Finansijske obaveze	€ 6,200	€ 2,408	€ 708	€ 431	€ 106	€ 28	€ 28	
Višak gotovine					€ 6,866			€ 21,817
STOPA PRINOSA NA INVESTIRANI KAPITAL	-10.32%	13.40%	19.77%	6.68%	20.75%	20.54%	17.93%	19.89%
AOP 213/214 POSLOVNI REZULTAT	-€ 1,190	€ 3,494	€ 4,511	€ 990	€ 11,424	€ 12,333	€ 13,969	€ 14,909
AOP 22 POSLOVNA IMOVINA	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173
AOP 9 DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI	€ 0	€ 2,780	€ 1	€ 1	€ 515	€ 573	€ 642	€ 708
AOP 18 Kratkoročni finansijski plasmani	€ 2	€ 3	€ -		€ 1,790	€ 16,431	€ 42,265	€ 36,821
Višak gotovine					€ 6,866			€ 21,817
ST. PRINOSA U PRIMARNOJ DJELATNOSTI	-5.92%	14.02%	21.22%	6.98%	16.90%	22.99%	31.27%	32.53%

Svi pokazatelji profitabilnosti kompanije Dahlia d.o.o. su u minusu, a to je posljedica negativnog poslovnog rezultata odnosno neto rezultata, pa je logično da kompanija neće biti profitabilna ako u startu ima takve gubitke.

U slučaju Henkel d.o.o. pokazatelji su sasvim zadovoljavajući za kompaniju koja posluje na našem tržištu. Treba napomenuti da je Henkel d.o.o. lider u svojoj branši i na našem području i da su njihovi proizvodi, iako imaju veliki broj supstituta, veoma atraktivni i traženi od strane potrošača. Brojke iz prikazane tabele bi se interpretirale na sljedeći način: Henkel d.o.o. je u tekućoj godini ostvario neto rezultat koji je iznosio 9,28% u odnosu na vrijednost poslovnih prihoda (neto margina), i 24% u odnosu na vrijednost vlasničkog kapitala (ROE). Poslovni rezultat je iznosio 8,23%⁴⁷ od vrijednosti poslovnih prihoda (poslovna margina), 14,88% u odnosu na vrijednost poslovne imovine (ROE), i 16,90% u odnosu na sredstva koja su uložena u njegovo ostvarivanje (stopa prinosa u primarnoj poslovnoj djelatnosti). Stopa prinosa na investirani kapital pokazuje da su investitori u kompaniju (vlasnici i povjerioci) ostvarili stopu od 20,75% na uložena sredstva. Vidno je primjetno da se ova cifra sigurno povećava iz godine u godinu, i da sa prethodnim pokazateljima govori o zavidnoj i veoma stabilnoj finansijskoj situaciji ove kompanije.

3.5 Pokazatelji operativnog leveridža

“Operativni leveridž je mera učešća fiksnih troškova u ukupnim troškovima. Kompanije koje imaju veće učešće fiksnih troškova imaju veću osetljivost neto rezultata na promene u obimu poslovne aktivnosti.”⁴⁸

Pod fiksnim troškovima se, za razliku od varijabilnih, podrazumijevaju oni troškovi koji se *ne mijenjaju* sa obimom poslovne aktivnosti određene kompanije, iako se zapravo svi troškovi moraju mijenjati u dužem vremenskom periodu. Fiksni troškovi imaju ulogu u izračunavanju prelomne tačke, a “svrha analize prelomne tačke je predviđanje očekivane vrednosti neto rezultata pri različitim nivoima poslovne aktivnosti”.⁴⁹

Jedan od načina na koji se dolazi do tih vrijednosti je *Top - down* metoda koja je “zasnovana na pretpostavci da je primenom metode linearne regresije, moguće iz prethodnih finansijskih izveštaja utvrditi vrednost njenih parametara koji bi na odgovarajući način kvantifikovali vezu između neto rezultata i poslovnih prihoda”.⁵⁰ Koristi sljedeći linearni model:

$$\text{Neto rezultat} = \text{Kontribuciona marža} \times \text{Poslovni prihodi} - \text{Fiksni troškovi}$$

“Pretpostavka o pravolinijskom ponašanju troškova i prihoda rešava problem jednostavnosti i ažurnosti analize, a dovoljno je pouzdana za kratkoročne projekcije rezultata.”⁵¹

⁴⁷ Iz ovog pokazatelja proizilazi računica da bi Henkel d.o.o. nakon jednog fakturisanog proizvoda u prosjeku iz prihoda mogao nadoknaditi 91,77 % rashoda nastalih njegovom proizvodnjom.

⁴⁸ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 57

⁴⁹ Isto.

⁵⁰ Isto.

⁵¹ Stevanović, “Upravljačko računovodstvo”, Beograd 2001, str. 395

Upravo zato je moguće pretpostaviti da ukoliko kompanija svede svoje aktivnosti na minimum tj. ako su poslovni prihodi jednaki nuli, neto rezultat je jednak fiksnim troškovima.

Stoga je “vrednost **fiksni troškova** jednaka preseku regresione krive na y osi kada je y neto rezultat, a x ukupni prihodi: $=INTERCEPT([Obuhvatiti seriju vrednosti neto rezultata],[Obuhvatiti seriju vrednosti poslovnih prihoda])$ ”⁵²

Sljedeće u postupku šta treba izračunati da bi se dobila prelomna tačka je **kontribuciona marža**. To je “procenat prodajne cene koji preostaje nakon pokrivanja varijabilnih troškova raspoloživ za pokrivanje fiksnih troškova, a ukoliko se i oni pokriju u celosti, i za akumulaciju pozitivnog neto rezultata.”⁵³ Računica je:

$$= \frac{\text{Prodajna cena učinka ili usluge} - \text{Varijabilni troškovi po jedinici učinka ili usluge}}{\text{Prodajna cena učinka ili usluge}}$$

U Excel-u se računa na sljedeći način: $=SLOPE([Obuhvatiti seriju vrednosti neto rezultata],[Obuhvatiti seriju vrednosti poslovnih prihoda])$ ⁵⁴

Prelomna tačka predstavlja iznos prihoda koji je neophodan da bi neto rezultat bio jednak nuli, u tom smislu, ako su prihodi manji od iznosa koji pokazuje prelomna tačka neto rezultat će biti u minusu i obrnuto. Kada se izračunaju vrijednosti fiksnih troškova i kontribucione marže, **prelomna tačka** se može izračunati na sljedeći način:

$$= \frac{\text{Fiksni troškovi}}{\text{Kontribuciona marža}}$$

Kako Dahlia d.o.o. i Henkel d.o.o. imaju karakteristične vrijednosti poslovnih prihoda i neto rezultata, ova vrsta analize je neprimjenljiva u njihovom slučaju. Naime, da bi obračun bio pouzdan mora da postoji odgovarajuća korelacija između nezavisno promjenljive i zavisno promjenljive. Koeficijenti determinacije ukazuju da su u pitanju anomalne kompanije, pa bi i rezultati pokazatelja bili takvi.

Tabela 10: Prikaz R squared vrijednosti za obje kompanije

OPERATIVNI LEVERIDŽ	DAHLIA D.O.O.			HENKEL D.O.O.	
	Neto rezultat (Y nezavisna)	Poslovni prihodi		Neto rezultat (Y nezavisna)	Poslovni prihodi
2013	-€ 7,516	€ 17,713	2013	€ 12,878	€ 138,757
2012	€ 1,837	€ 36,473	2012	€ 11,814	€ 122,188
2011	€ 1,424	€ 19,444	2011	€ 9,878	€ 119,585
2010	€ 974	€ 9,476	2010	€ 15,091	€ 116,293
Koeficijent determinacije	0.065479171			0.000523956	

⁵² Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 57

⁵³ Isto, str. 58

⁵⁴ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 57

3.6 Pokazatelji efikasnosti tj. periodi konverzije

“Definisanje mere efikasnosti za kompanije koje imaju puno ulaznih varijabli i tehnologije mogu uključivati složena i osjetljiva pitanja, tako da su analitičari u praksi obično zadovoljni sa tim da koriste koeficijente *obrta tj konverzije*.”⁵⁵ “Cilj analize perioda konverzije je obično uočavanje eventualnih zastoja u naplati potraživanja od kupaca ili plaćanju obaveza prema dobavljačima.”⁵⁶

Period naplate potraživanja je prosječan broj dana koji prođe od fakutrisanja prodatih dobara do dana kada se naplate ta potraživanja. Ukoliko je ovaj broj veći od uobičajenog u istoj branši, to često može biti znak da je u pitanju loša naplata potraživanja.

Kako se računa?

$AOP\ 639\ 1. Potraživanja\ po\ osnovu\ prodaje\ (stanje\ na\ kraju\ godine\ 639 \leq 016) / AOP202\ 1. Prihodi\ od\ prodaje \times 365 / 1,20$ ⁵⁷

Period plaćanja obaveza će dati naznake koliko je kompanija likvidna zato što predstavlja broj dana koji protekne od momenta kad se prime fakture do momenta izmirenja obaveza prema dobavljačima. Takođe treba obratiti pažnju na prosječnu vrijednost ovog pokazatelja u okviru djelatnosti jer pokazatelji kompanije ne treba da budu veći od pomenutog prosjeka.

Kako se računa?

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

Period konverzije zaliha mjeri prosječno vrijeme obrta zaliha, a koristan je zato što finansijski izvještaji pokazuju troškove zaliha, a ne za koji vremenski period će gotov proizvod na kraju biti prodat.

Kako se računa?

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

“Ukoliko su kupci jedne kompanije u situaciji da odlože plaćanje svojih nabavki prema njoj duže nego što je ona u stanju da odloži plaćanje nabavki prema svojim dobavljačima, kaže se da je ta kompanija neto poverilac u lancu snabdevanja. Kada je razlika negativna, kompanija ima položaj neto dužnika.”⁵⁸ Kada se ovoj računici doda i prosječan period konverzije zaliha dobija se pretpostavka trajanja procesa transformacije gotovine od plaćanja inputa dobavljačima, preko proizvodnje zaliha do naplate potraživanja (autputa) od kupaca, taj broj nosi naziv *period konverzije gotovine*.

Kako se računa?

$Period\ naplate\ potraživanja - Period\ plaćanja\ obaveza + Period\ konverzije\ zaliha$

⁵⁵ Brili et al. 2010, “Osnovi korporativnih finansija“, str. 462

⁵⁶ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str.61

⁵⁷ Kako potraživanja od prodaje uključuju, a prihodi od prodaje ne uključuju PDV potrebno je dijeliti sa koef. koji odgovara poreskoj stopi tog perioda. U 2013. god. je iznosila 20% i zato je koefincijent 1,20. U 2012. god. je do oktobra bila 18% a nakon toga podignuta na 20% i zato se koristi koeficijent 1,185.

⁵⁸ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str.61

Tabela 11: Prikaz pokazatelja efikasnosti obije kompanije

PERIODI KONVERZIJE	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
AOP 639 Potraživanja po osnovu prodaje	€ 42	€ 7,139	€ 2,553	€ 160	€ 17,575	€ 17,713	€ 13,441	€ 13,712
AOP202 1. Prihodi od prodaje	€ 17,607	€ 36,093	€ 19,268	€ 9,388	€ 134,458	€ 119,549	€ 117,354	€ 113,973
365	365	365	365	365	365	365	365	365
Poreska stopa	1.200	1.185	1.180	1.180	1.200	1.185	1.180	1.180
Period naplate potraživanja	0.73	60.92	40.98	5.26	39.76	45.64	35.43	37.21
AOP 640 2. Obaveze iz poslovanja	€ 8,781	€ 2,158	€ 1,150	€ 1,382	€ 20,088	€ 15,883	€ 18,126	€ 17,362
AOP 643 5. Obaveze iz poslovanja (potražni promet bez početnog stanja)	€ 28,102	€ 41,831	€ 22,388	€ 17,854	€ 148,590	€ 133,100	€ 111,911	€ 119,094
365	365	365	365	365	365	365	365	365
Period plaćanja obaveza	114	19	19	28	49	44	59	53
AOP 616 1. Zalihe materijala	€ 1,853	€ 2,216	€ 1,556	€ 1,175	€ 4,121	€ 2,968	€ 2,807	€ 3,599
AOP 617 2. Nedovršena proizvodnja	€ 36	€ 14	€ 6	€ 8	€ 59	€ 76	€ 86	€ 112
AOP 618 3. Gotovi proizvodi	€ 53	€ 73	€ 42	€ 59	€ 2,021	€ 1,198	€ 1,261	€ 1,788
AOP 619 4. Roba	€ 788	€ 3	€ 581	€ 11	€ 3,311	€ 2,706	€ 2,256	€ 2,945
AOP 643 5. Obaveze iz poslovanja (potražni promet bez početnog stanja)	€ 28,102	€ 41,831	€ 22,388	€ 17,854	€ 148,590	€ 133,100	€ 111,911	€ 119,094
365	365	365	365	365	365	365	365	365
Poreska stopa	1.20	1.19	1.18	1.18	1.20	1.19	1.18	1.18
Period konverzije zaliha	43	24	42	30	28	23	25	31
Period konverzije gotovine	-71	66	64	7	18	25	1	15

Kompaniji Dahlia d.o.o. je u tekućoj godini u prosjeku trebalo 114 dana da plati obaveze prema dobavljačima, 43 dana da proizvede i proda stavke koje se nalaze u zalihama, a 0,73 dana da naplati potraživanja nastala na osnovu prodaje. Iz ovih podataka slijedi da je kompanija neto dužnik. Opet, razlog za ovakve zabrinjavajuće brojke u odnosu na prethodnu godinu, kada su pokazatelji bili sličniji projseku uobičajenom za djelatnost u kojoj kompanija posluje, je nepovoljna finansijska situacija koja je dovela do pokretanja procesa reorganizacije u drugoj polovini 2013.godine.

Sa druge strane kompanija Henkel d.o.o. ima sasvim prihvatljive pokazatelje za vrstu posla kojom se bavi. Period naplate potraživanja od skoro 40 dana je sasvim uobičajen ako kompanija daje opciju odloženog plaćanja, takođe postoji i dogovor sa dobavljačima da se obaveze izmire za manje od dva mjeseca.

3.7 Numeričko ocjenjivanje kreditne sposobnosti

Kreditna analiza nastoji utvrditi vjerovatnoću da kompanija ode u stečaj u nekom budućem vremenskom periodu. Najčešća metoda za ocjenjivanje kreditne sposobnosti je putem kompozitnih pokazatelja koji čine takozvani Z-skor pokazatelj solventnosti. Istraživanje koje je sproveo Edvard Altman⁵⁹ (Edward I. Altman) rezultiralo je modelom koji ima formu jednačine u koju se unose vrijednosti već poznatih ratio brojeva. Za potrebe ovog rada koristiće se modifikovan model prilagođen kompanijama koje posluju u zemljama u razvoju jer je to slučaj obje kompanije koje se analiziraju.

Racio brojevi koji se koriste u jednačini su sljedeći:

T1 = Neto obrtni fond / Poslovna imovina

T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina

T3 = EBIT / Poslovna imovina

T4 = Kapital / Ukupne obaveze

Kako se računa?

$$Z''_{prilagođeni} = 3,25 + 6,56 \times T1 + 3,26 \times T2 + 6,72 \times T3 + 1,05 \times T4$$

Dobijena vrijednost se tumači prema stepenu kreditnog rejtinga shodno vrijednostima iz sljedeće tabele:

Tabela 12: Prosječne vrijednosti prilagođenog Z skor pokazatelja za pojedine stepene kreditnog rejtinga⁶⁰

Kreditni rejting	Prosečna vrednost Z'' prilagođeni
AAA	8,15
AA+	7,60
AA	7,30
AA-	7,00
A+	6,85
A	6,65
A-	6,40
BBB+	6,25
BBB	5,85
BBB-	5,65
BB+	5,25
BB	4,95
BB-	4,75
B+	4,50
B	4,15
B-	3,75
CCC+	3,20
CCC	2,50
CCC-	1,75
D	0,00

⁵⁹ Profesor finansija na Njujorškom Univerzitetu (NYU)

⁶⁰ Stanišić, N. "Analiza finansijskih izveštaja", Beograd 2013, str. 73

Vrijednost Z'' prilagođeni skora se može prevesti (uz pomoć funkcije u Excel-u) na implicitiranu vjerovatnoću stečaja koja se iskazuje u relativnom broju (%) i time daje jasniju informaciju za upoređivanje.

Kako se računa?

Z'' skor implicitirana verovatnoća stečaja za kompanije koje pripadaju tržištima u razvoju = $1 - \text{EXP}(Z'') / (1 + \text{EXP}(Z''))$

Tabela 13: Numeričko ocjenjivanje kreditne sposobnosti obje kompanije prema prilagođenom Z skor

KREDITNA ANALIZA	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
T1 = Neto obrtni fond / Poslovna imovina	-0.63	0.11	0.13	0.12	0.24	0.37	0.51	0.61
Neraspoređeni dobitak	€ 6,650	€ 6,704	€ 5,450	€ 1,040	€ 41,136	€ 38,496	€ 52,795	€ 45,070
T2 = Neraspoređeni dobitak / Poslovna imovina	0.33	0.24	0.26	0.07	0.54	0.54	0.60	0.43
T3 = EBIT / Poslovna imovina	-0.34	0.07	0.13	0.06	0.16	0.18	0.12	0.16
Ukupne obaveze čine: Dugorčne i	€ 16,426	€ 16,925	€ 11,236	€ 6,134	€ 23,242	€ 19,655	€ 21,405	€ 19,632
Odložene poreske obaveze	€ 577	€ 394	€ 269	€ 35				
T4 = Kapital / Ukupne obaveze	0.18	0.60	0.85	1.30	2.30	2.59	3.09	4.36
„Prilagođeni Z skor model“								
= $3,25 + 6,56 \times T1 + 3,26 \times T2 + 6,72 \times T3 + 1,05 \times T4$	-1.85	5.85	6.73	6.08	10.07	11.43	12.66	14.31
Z skor implicitirana verovatnoća stečaja za industrijska društva i tržišta u razvoju								
$\text{EXP}(Z'') / (1 + \text{EXP}(Z''))$	86.44%	0.29%	0.12%	0.23%	0.0042%	0.0011%	0.0003%	0.0001%

Zanimljivo je pogledati kako se vrijednosti ovog pokazatelja za Dahlia d.o.o. uklapaju u skalu i koja je implicitirana vjerovatnoca stečaja (s obzirom da je poznato već pokrenut proces stečaja odnosno reorganizacije). Dakle kompanija u 2013. godini ima najniži, D rejting, dok je prethodne godine spadala u BB+ kategoriju. U tekućoj godini je vjerovatnoća odlaska u stečaj na nivou od 86,44%, a u prehodnoj sasvim drugacije 0,29%.

Sasvim suprotno, ali očekivano, kompanija Henkel d.o.o. prema pokazateljima ove kreditne analize ima najviši rejting, a samim tim i veoma malu vjerovatnoću odlaska u stečaj.

3.8 Analiza gotovinskih tokova

U skladu sa računovodstvenom praksom ekonomske pojave se evidentiraju u okviru jednog obračunskog perioda (određena godina u kojoj su nastale), a ne u tačno određenom trenutku kada su uticale na gotovinu (dan, mjesec). Zato izvjesni gotovinski tokovi koji se odnose na određene prihode, rashode i ostale ekokonomske pojave mogu odstupati od njih po pitanju iznosa i trenutka nastajanja. Za ilustraciju uzima se primjer prihoda od prodaje koji se evidentiraju kada se pošalje fakura kupcima, a ne onda kada se naplati to potraživanje. Izdavanje fakture se evidentira kao „zasluženi“ prihod, ali stvarna uplata gotovine od strane kupca po osnovu pomentue fakture se ne poklapa sa momentom izdavanja fakture, što se i može zaključiti iz *pokazatelja perioda naplate pozaživanja*.

Vlasnike i investitore više zanima stvarni gotovinski tok i raspoloživost tih likvidnih sredstava, nego računovodstvena praksa i zato postoje dva načina da se do takvih informacija dođe:

Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala je iznos gotovine koji može biti isplaćen vlasnicima kompanije. Ekvivalentan je stanju gotovine na kraju obračunskog perioda uvećanom za isplate vlasnika (jer isplaćene dividende i otkup sopsvenih akcija i udjela predstavlja tok gotovine ka vlasnicima) i umanjenom za uplate vlasnika (uvećanje osnovnog kapitala jer predstavlja tok gotovine od vlasnika ka kompaniji).

Kako se računa?

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 I. Uvećanje osnovnog kapitala

Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i povjeriocima je zapravo iznos gotovine koji preostaje vlasnicima kada se podmire finansisjke obaveze. U slučaju kada kompanija *nema* finansijskih obaveza ne može se reći da se ovaj gotovinski tok može poistovjetiti sa prethodnim jer bi tada kompanija svakako plaćala veći porez. Zato se u računici uključuje stopa poreza na dobit.

Kako se računa?

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

Ukoliko kompanija nema finansijske obaveze, oslobođena je naravno otplate glavnice i kamate, ali s druge strane će opteretiti sopstvene izvore pri svakom finansiranju investicija. Shodno tome u periodima zaduživanja kompanija će imati negativne gotovinske tokove raspoložive vlasnicima kapitala i povjeriocima, a pozitivne gotovinske tokove raspoložive vlasnicima kapitala, dok će u periodima razduživanja biti obrnuta situacija.

Tabela 14: Prikaz analize gotovinskih tokova obje kompanije

ANALIZA GOTOVINSKIH TOKOVA	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
NA KRAJU OBRAČUNSKOG PERIODA	€ 1	€ 1	€ 49	€ 35	€ 6,866	€ 196	€ 697	€ 21,817
NA POČETKU OBRAČUNSKOG PERIODA	€ 1	€ 45	€ 35	€ 3	€ 194	€ 641	€ 21,996	€ 6,715
AOP 333 4. Isplaćene dividende		€ -	€ 1,280	€ -	€ 9,429	€ 20,589	€ 29,937	€ -
sopstvenih akcija i udela					€ 0	€ 1	€ 1	€ 10
AOP 326 1. Uvećanje osnovnog kapitala								
Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima	€ 1	-€ 44	€ 1,294	€ 32	€ 16,102	€ 20,144	€ 8,639	€ 15,112
Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima	€ 1	-€ 44	€ 1,294	€ 32	€ 16,102	€ 20,144	€ 8,639	€ 15,112
AOP 327 2. Dugoročni i kratkoročni krediti (neto prilivi)	€ 921	€ 4,670	€ 4,181	€ 1,159	€ 78	€ 1	€ 28	€ -
AOP 308 3. Plaćene kamate	€ 432	€ 303	€ 145	€ 67	€ 1	€ 12	€ 6	€ 6
x(1 -stopa poreza na dobit)	80%	82%	82%	82%	80%	82%	82%	82%
Gotovinski tok raspoloživ vlasnicima kapitala i povjeriocima	-€ 574	-€ 4,465	-€ 2,768	-€ 1,073	€ 16,024	€ 20,152	€ 8,615	€ 15,117

Prema podacima iz tabele, nakon plaćanja poslovnih i finansijskih obaveza i finansiranja investicija, vlasnicima Dahlia d.o.o. je u 2013.godini moglo biti isplaćeno do 1 hiljade eura gotovine. Da se kompanija nije zadužila kod povjerioca, vlasnici bi sami morali finansirati projekte, i u tom slučaju bi trebali unijeti 574 hiljade eura kapitala u gotovini. Takođe kompanija bilježi periode zaduživanja i negativnog gotovinskog toka raspoloživog vlasnicima kapitala i povjeriocima u toku četiri posmatrane godine.

S druge strane, Henkel d.o.o. bilježi pozitivna oba gotovinska toka jer godinama isplaćuje dividende (što će kasnije pokazati i ratio isplate dividendi), a ne finansira se putem većih dugoročnih i kratkoročnih kredita.

3.9 DuPont analiza

Ako se prinos na kapital (ROE) određene kompanije znatno poveća u toku poslednjih par godina kako se može objasniti takvo poboljšanje? Da li je kompanija efikasnije iskoristila svoju imovinu? Da li je uspjela da podigne cijene, a da time ne odbije kupce i smanji prodaju? Ili to povećanje odražava veći finansijski leveridž?

Postupak kojim se najčešće analitičari služe pri razjašnjenju ovakve situacije je rastavljanje mjerila performansi na komponente tj. dekompoziciju prinosa na kapital (ROE) na proizvod niza osnovnih racia.

Iz jednačine DuPont analize proizilazi koji finansijski aspekti kompanije najviše utiču na ROE. Kako se računa?

$$ROE = \text{Neto rezultat} / \text{Poslovni prihodi} \times \text{Poslovni prihodi} / \text{Poslovna imovina} \times \text{Poslovna imovina} / \text{Kapital}^{61}$$

Dakle, na pokazatelj ROE, u jednom obračunskom periodu, najznačajniji uticaj imaju:⁶²

- profitabilnost dobara i usluga (neto margina)
- efikasnost korišćenja imovine u generisanju prihoda (koeficijent obrta imovine)
- zaduženost kompanije

Ako bi menadžeri kompanije, imajući u vidu racio pokazatelje koji čine DuPont jednačinu, došli do zaključka da će se stopa prinosa povećati ili ako se povećaju prihodi putem smanjenja odnosno povećanja cijena proizvoda ili ako se smanje rashodi, naišli bi na dva moguća scenarija:

Prvi, pri povećanju cijene moglo bi se naići na odbojnost kupaca i smanjenje tražnje, a s druge strane snižena cijena nije uvijek garancija da će privući veliki broj zainteresovanih kupaca.

Drugi scenario koji bi se mogao desiti je da pri smanjenju rashoda opadne tražnja proizvoda usled pada njegovog kvaliteta zato što se uglavnom vrijednost rashoda (utrošenog inputa) usko vezuje za vrijednost samog proizvoda (nastalog outputa).

Zato se pri temeljnijoj analizi isto uzima u obzir čitav niz faktora, poput ovih pomenutih, koji utiču na promjenu neto rezultata i kapitala.

Interesantno je vidjeti koje brojke čine DuPont analizu kada je u pitanju cijelo tržište odnosno privreda Srbije u 2012.godini.

⁶¹ Stanišić, N. "Analiza finansijskih izveštaja", Beograd 2013, str .77

⁶² Stanišić, N. "Analiza finansijskih izveštaja", Beograd 2013, str. 77

Sve delatnosti	Neto margina	1,02%	➔	Prinos na kapital	4,10%
	Koeficijent obrta imovine	0,91			
	Zaduženost kompanije	1,98			

Slika 1: DuPont analiza svih djelatnosti u Srbiji u 2012.godini⁶³

Tabela 15: Prikaz postupka DuPont analize za obje kompanije

DUPONT ANALIZA	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
Kalkulacija: ROE = Neto rezultat / Poslovni prihodi × Poslovni prihodi / Poslovna imovina × Poslovna imovina / Kapital	-242.73%	17.68%	14.60%	12.14%	24.06%	23.17%	14.93%	17.64%
neto margina	-42.43%	5.04%	7.32%	10.28%	9.28%	9.67%	8.26%	12.98%
x koeficijent obrta imovine	0.8813	1.3164	0.9147	0.6678	1.8075	1.7296	1.3654	1.1057
x zaduženost kompanije	6.4911	2.6671	2.1798	1.7689	1.4342	1.3855	1.3234	1.2295

Kada se podaci iz prehodne slike i tabele uporede dolazi se do sljedećeg zaključka: Kompanija Dahlia d.o.o. je u 2012. godini imala znatno bolju neto marginu, ali uz koef. obrta imovine ispod prosjeka i natprosječnim koef. zaduženosti. Ako pretpostavimo da brojke tržišta nisu pretrpjele veću izmjenu u 2013. godini i da su i dalje primjenljive onda Henkel d.o.o. nastavlja sa sasvim zavidnim pokazateljima u odnosu na tržišne, dok Dahlia d.o.o. u samom startu zbog negativnog rezultata bilježi zabrinjavajuće brojke.

⁶³Preuzeto iz Stanišić, N. "Analiza finansijskih izveštaja", Beograd 2013, str. 77

3.10 Ostali pokazatelji

Na osnovu svih do sada pomenutih pokazatelja već se može steći prilično jasna slika finansijskog “zdravlja” dvije posmatrane kompanije. U ovoj sekciji će se pružiti dodatne informacije o različitim finansijskim ali i poslovnim aspektima kompanija.

Racio pokrića kamate ukazuje koliko je kompanija u stanju da iz ostvarenog rezultata pokriva rashode kamata obračunatih na pozajmljene izvore. Važno je napomenuti da rezultat ovog pokazatelja treba uzeti sa rezervom. Prvo, jer sam pokazatelj ne mjeri sposobnost plaćanja obaveza (za to je neophodan raspoloživ gotovinski tok i višak gotovine koji mogu, a ne moraju biti jednaki EBIT-u iz računice). S druge strane ovaj pokazatelj ne mjeri vjerodostojno koliko je zapravo kapacitet zaduživanja kompanije, jer bi na kraju kamata (na to procijenjeno dodatno zaduživanje) bila veća od dosadašnje.

Kako se računa?

$EBIT / AOP\ 667\ 17.$ Rashodi kamata

Učešće stalne u poslovnoj imovini je procenat poslovne imovine za koju se ne očekuje da bude potrošena ili prodana u roku od godinu dana.⁶⁴

Kako se računa?

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

Procenat stranog vlasništva tj. dio kapitala koji se nalazi u vlasništvu nerezidenata.

Kako se računa?

$(AOP\ 624\ u\ tome:$ 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)) / $AOP\ 633\ SVEGA\ (623+625+627+629+630+631+632=102)$

Racio isplate dividende odnosi se na dio neto rezultata koji je u posljednje četiri godine isplaćen vlasnicima, upravo kroz dividendu. U zavisnosti od poslovne politike kompanije, neto rezultat se može zadržati putem reinvesticije ili isplatiti vlasnicima srazmjerno njihovom vlasničkom pravu. Uglavnom se kombinuju ove dvije pomenute odluke da ne bi dolazilo do prevelikog odliva kapitala, a sa druge strane da bi investiranje u kompaniju bilo primamljivo za investitore.⁶⁵

Kako se računa?

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

Kada je ova vrijednost poznata i sljedeća računica je moguća:

$Stopa\ reinvestiranja = 1 - Racio\ isplate\ dividende$

⁶⁴ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 85

⁶⁵ Već je pomenuto da neto rezultat ili EBIT nisu jednaki raspoloživom gotovinskom toku

Efektivna poreska stopa “ može biti viša ili niža od zakonske (nominalne) stope poreza na dobit pravnih lica zbog različitih korekcija računovodstvenog dobitka koje propisuje Zakon o porezu na dobit pravnih lica kako bi se došlo do iznosa oporezive dobiti (amortizacija, umanjeње vrednosti sredstava, izdaci koji se ne priznaju kao trošak u poreskom bilansu).”⁶⁶

Kako se računa?

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

Poreski rashod perioda obračunava se primjenom propisane poreske stope na poresku osnovicu iz poreskog bilansa, pa se zatim prenosi u bilans uspjeha. Kompanije koje ostvare pozitivan rezultat prije oporezivanja plaćaju porez na dobit od 15%⁶⁷. Postoji mogućnost da se, radi ostvarivanja ciljeva ekonomske politike u pogledu stimulisanja privrednog rasta, obveznicima pruže poreski podsticaji.

Kamatna stopa je prosječna obračunata kamatna stopa na pozajmljene izvore finansiranja. Obično je prikazana u napomenama, a ukoliko to nije slučaj postoji kalkulacija koja okvirno daje procjenu njene vrijednosti.

Kako se računa?

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)

Kapital investiran u primarnu poslovnu djelatnost po zaposlenom mjeri kapitalnu intenzivnost kompanije. Ukoliko je, radi ostvarivanja poslovne misije, jednoj kompaniji najznačajniji ljudski rad koji se ne može zamijeniti investicijom u kapital (potput turističkih agencija, marketinških kompanija itd.) za takvu kompaniju kaže se da je radno intenzivna. S druge strane vrsta posla mnogih kompanija je takva da je dio ljudskog rada moguće zamijeniti određenim kapitalnim ulaganjem (najslikovitiji primjer su fabrike koje ulažu u postrojenja, zemljišta, opremu itd.). Naravno, činjenica je da se ove dvije vrste ulaznog faktora kombinuju u velikoj većini kompanija, ali najbolje informacije se dobiju upoređivanjem sa drugim kompanijama iz istog sektora. Tako, pri većem odstupanju od tih referentnih vrijednosti može se doći do dodatnih informacija o načinu poslovanja.

Kako se računa?

(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

⁶⁶ Izvor <http://www.pwc.rs/sr/services/tax/optimizing-effective-tax-rate.jhtml>

⁶⁷ Izvor <http://www.poreskauprava.gov.rs/sr/pravna-lica/pregled-propisa/zakoni/307/zakon-o-porezu-na-dobit-pravnih-lica.html>

Prosječna neto zarada je prosječna vrijednost plate zaposlenih (na mjesečnom nivou) posmatrana u okviru jednog obračunskog perioda. Kako je primarna motivacija zaposlenih upravo zarada ovaj pokazatelj dosta govori o finansijskoj situaciji kompanije. Naravno treba uzeti u obzir i mjesto poslovanja, vrstu poslova, strukturu i kvalifikacije zaposlenih (nivo obrazovanja) i niz drugih faktora pri tumačenju ovog pokazateja. Kako se računa?

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 × 1000

Implicirana stopa rasta je “očekivana buduća stopa rasta neto rezultata. Dobija se množenjem prinosa na kapital sa stopom reinvestiranja. Počiva na fundamentalnoj činjenici da isplata dividende vlasnicima smanjuje stopu reinvestiranja u kompaniju, i samim tim ograničava njene mogućnosti za rast. Opseg vrednosti implicirane stope rasta je time ograničen visinom stope prinosa na kapital. Zbog svoje konzervativnosti, veze sa fundamentima i jednostavnosti se koristi kao okvirna vrednost u projekciji finansijskih izveštaja i proceni vrednosti kapitala. Naravno, kako jednostavnost ima svoju cenu, pretpostavke ovog modela su prilično rigidne, a one su da je jedini izvor rasta i smanjenja vrednosti kapitala neto rezultat, da nema značajnih razlika između neto rezultata i gotovinskog toka ka kapitalu, i da su ratio isplate dividendi i stopa prinosa na kapital konstantne u okviru perioda predviđanja. Sa odstupanjem od gore navedenih pretpostavki, očekivana stopa gubi na preciznosti i ekonomskom smislu. Zrele kompanije sa stabilnom strukturom finansiranja, i ustanovljenim dividendama su najpogodnija za primenu ovog ratio broja. U slučajevima u kojima je zbog negativnog kapitala bilo nemoguće izvršiti kalkulaciju stope prinosa na kapital, ni kalkulacija implicirane stope rasta nije moguća.”⁶⁸ Kako se računa?

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

Održiva stopa rasta je “očekivana godišnja stopa rasta u prihodima imajući u vidu finansijsku politiku kompanije”.⁶⁹ Može se definisati i kao “stopa po kojoj kompanija može da raste, a da ne mora da promeni svoj nivo za duženosti”.⁷⁰

“Ukoliko kompanija celokupnu dobit isplaćuje u vidu dividende ili u slučaju da je neto rezultat nula, održiva stopa rasta je jednaka nuli. Za kalkulaciju bi trebalo koristiti očekivane iznose ulaznih ratio brojeva (očekivanu neto marginu, očekivani ratio dividende, targetirani ratio obaveza prema kapitalu). U slučaju korišćenja ratio brojeva iz prethodnih perioda, potrebno je proveriti konzistentnost brojeva. Na primer, u slučaju negativnih neto margina u prošlim periodima, potrebno je vrednost isplate dividende fiksirati na 0%, u suprotnom se dobijaju neočekivani rezultati.”⁷¹

Kako se računa?

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

⁶⁸ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 94-95

⁶⁹ Isto, str. 96

⁷⁰ Brili et al, “Osnovi korporativnih finansija“, 2010, str. 501

⁷¹ Stanišić, N. “Analiza finansijskih izveštaja”, Beograd 2013, str. 96-97

Tabela 16: Prikaz ostalih pokazatelja obje kompanije:

OSTALI POKAZATELJI	DAHLLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
EBIT	-€ 6,745	€ 1,852	€ 2,771	€ 913	€ 12,518	€ 12,801	€ 10,877	€ 17,000
AOP 667 Rashodi kamata	€ 617	€ 97	€ 1,160	€ 93	€ 32	€ 12	€ 6	€ -
Racio pokrića kamate	-10.93	19.12	2.39	9.78	391.88	1082.32	1965.72	
Učešće stalne imovine u poslovnoj	84.31%	62.10%	75.76%	73.98%	44.52%	36.39%	24.72%	20.90%
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.)					€ 11,794	€ 11,889	€ 12,953	€ 12,848
AOP 628 u tome: strani kapital (odnosi se na uloge u ortačkom i komanditnom društvu)								
/ AOP 633 SVEGA					€ 12,232	€ 12,331	€ 13,400	€ 13,282
Procenat stranog vlasništva					96.42%	96.42%	96.66%	96.73%
AOP 333 4. Isplaćene dividende zbir prethodne 4 godine	€ -	€ 1,280	€ -		€ 9,429	€ 20,589	€ 29,937	€ -
AOP 229 D. NETO DOBITAK	-€ 7,516	€ 1,837	€ 1,424	€ 974	€ 12,878	€ 11,814	€ 9,878	€ 15,091
AOP 230 E. NETO GUBITAK zbir prethodne 4 godine								
Racio isplate dividende	-0.39				1.73			
Stopa reinvestiranja					-0.73			
AOP 225 1. Poreski rashod perioda	€ -	€ 164.65	€ 97.29	€ 43.70	€ 1,351	€ 805	€ 1,170	€ 1,232
AOP 223 B. DOBITAK PRE OPOREZIVANJA	€ -	€ 1,755	€ 1,610	€ 820	€ 12,486	€ 12,789	€ 10,871	€ 17,000
Efektivna poreska stopa		9.38%	6.04%	5.33%	10.82%	6.29%	10.76%	7.25%
AOP 667 17. Rashodi kamata	€ 617	€ 97	€ 1,160	€ 93	€ 32	€ 12	€ 6	€ -
AOP 114 1. Dugoročni krediti	€ 333	€ 2,231	€ 8,208	€ 814				
AOP 115 2. Ostale dugoročne obaveze	€ 175	€ 7,145	€ 724	€ 3,341	€ 22	€ 28		
AOP 117 1. Kratkoročne finansijske obaveze	€ 6,200	€ 2,408	€ 708	€ 431	€ 106	€ 28	€ 28	
Kamatna stopa	6.67%	0.90%	16.31%		34.70%	28.09%	39.02%	

Tabela 17: Nastavak prikaza ostalih pokazatelja obije kompanije :

OSTALI POKAZATELJI	DAHLIA D.O.O.				HENKEL D.O.O.			
	2013	2012	2011	2010	2013	2012	2011	2010
AOP 022 G. POSLOVNA IMOVINA	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173
AOP 9 V. DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI	€ 0	€ 2,780	€ 1	€ 1	€ 515	€ 573	€ 642	€ 708
AOP 18 3. Kratkoročni finansijski plasmani	€ 2	€ 3	€ -		€ 1,790	€ 16,431	€ 42,265	€ 36,821
Višak gotovine					€ 6,866		€ 21,817	
Broj zaposlenih	173	171	146	118	432	444	460	352
Kapital investiran u primarnu delatnost po zaposlenom	€ 116	€ 146	€ 146	€ 120	€ 156	€ 121	€ 97	€ 130
AOP 644 6. Obaveze za neto zarade i naknade zarada	€ 664	€ 686	€ 605	€ 432	€ 8,269	€ 7,150	€ 5,955	€ 2,096
Broj zaposlenih	173	171	146	118	432	444	460	352
/12*100	12	12	12	12	12	12	12	12
	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Prosečna neto zarada	320	334	346	305	1,595	1,342	1,079	496
ROE (dividende)	-243%	18%	15%	12%	24%	23.17%	15%	18%
Implicirana stopa rasta					-0.73			
(Neto margina × (1 - Racio isplate dividende) × (1 + Racio obaveza prema kapitalu)) / (Poslovna imovina / Poslovni prihodi - (Neto margina × (1 - Racio isplate dividende) × (1 + Racio obaveza prema kapitalu)))								
Neto margina	-42.43%	5.04%	7.32%	10.28%	9.28%	9.67%	8.26%	12.98%
Stopa reinvestiranja					-0.73			
1+ Racio obaveza prema kapitalu	6.49	2.67	2.18	1.77	1.43	1.39	1.32	1.23
Poslovna imovina	€ 20,100	€ 27,708	€ 21,257	€ 14,190	€ 76,769	€ 70,644	€ 87,584	€ 105,173
Poslovni prihodi	€ 17,713	€ 36,473	€ 19,444	€ 9,476	€ 138,757	€ 122,188	€ 119,585	€ 116,293
Neto margina	-42.43%	5.04%	7.32%	10.28%	9.28%	9.67%	8.26%	12.98%
Stopa reinvestiranja					-0.73			
1+ Racio obaveza prema kapitalu	6.49	2.67	2.18	1.77	1.43	1.39	1.32	1.23
Održiva stopa rasta	-70.82%	21.48%	17.10%	13.82%	31.68%	30.16%	17.55%	21.42%

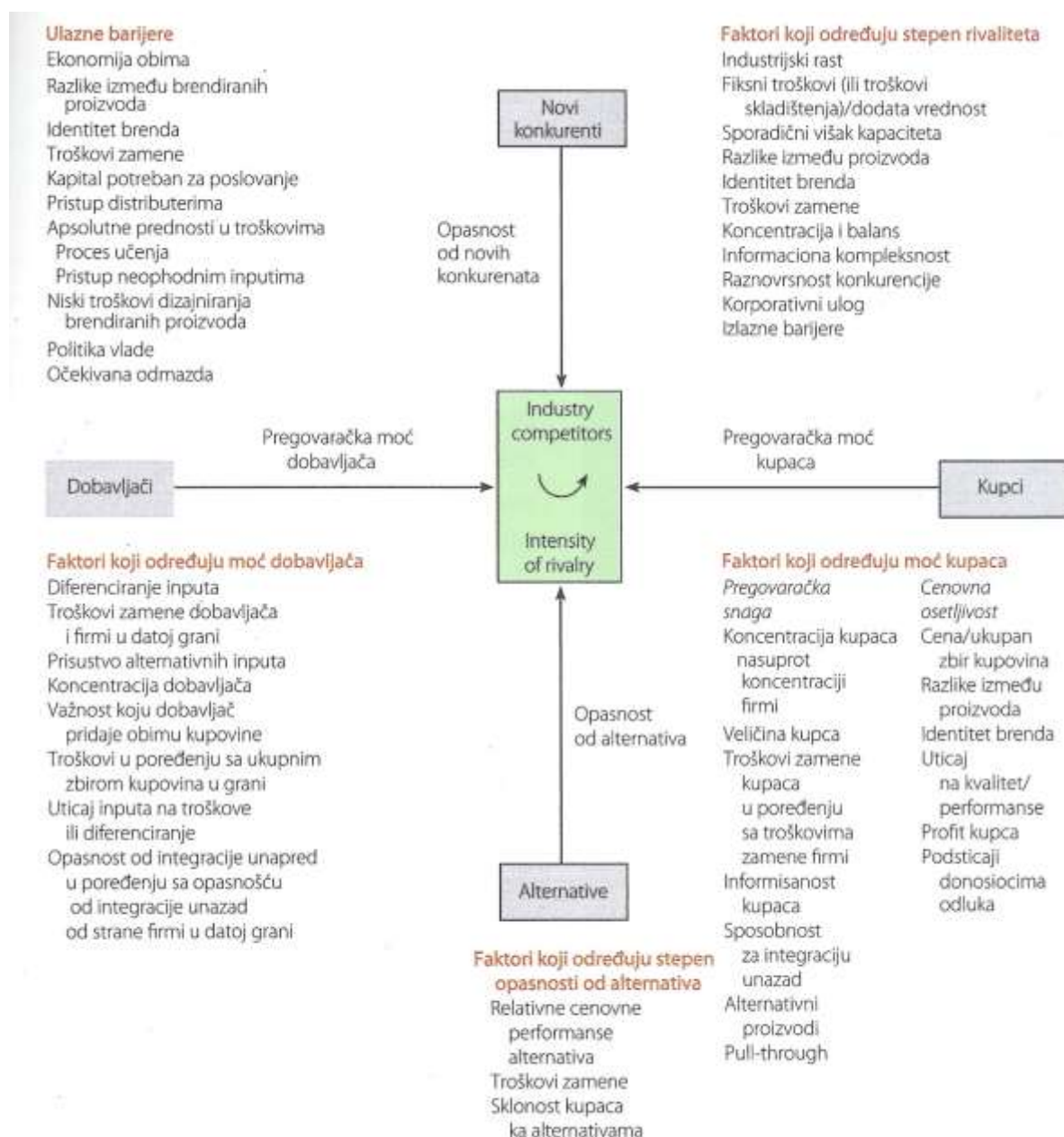
Prema podacima iz prethodne dvije tabele, osnovni pokazatelji za dvije posmatrane kompanije bi se mogli interpretirati na sljedeći način: Henkel d.o.o. je u 2013. godini 44,52% svoje imovine držao u obliku stalne imovine. U vlasništvu nerezidenata tj. fizičkih i pravnih lica sa sjedištem u inostranstvu je bilo 96,42% akcionarskog kapitala, dok je racio isplate dividende iznosio 1,73. Efektivna poreska stopa na dobit je iznosila 10,82%. Kompanija je u 2013. godini na svoje finansijske obaveze plaćala prosječnu efektivnu kamatu u iznosu od 34,70 %, a mogala bi imati rashode kamate 391 puta veće od sadašnjih bez ulaska u zonu neto gubitka. Henkel u tekućoj godini ima 156 hiljada eura kapitala investiranog u primarnu djelatnost po jednoj zaposlenoj osobi, a prosječna neto zarada je iznosila 1.595 eura.

Implicirana stopa rasta ima vrijednost od **-17,67%** , ali treba uzeti u obzir da je neto rezultat manji od gotovinskog toka ka kapitalu za 3 miliona eura. S druge strane održiva stopa rasta prihoda je iznosila 31,68%.

Kako je Dahlia d.o.o. u tekućoj godini bilježila negativni rezultat određeni pokazatelji nisu relevantni ili se nisu mogli izračunati poput implicirane stope rasta, racia isplate dividende i efektivne stope poreza. Dakle, u 2013. godini je 84,31 % svoje imovine držala u obliku stalne imovine. Procenat akcionarskog kapitala koji je u vlasništvu nerezidenata govori da je u pitanju domaća kompanija. Kompanija je u tekućoj godini na svoje finansijske obaveze plaćala prosječnu efektivnu kamatu u iznosu od 6,67%. S obzirom da je i racio zaduženosti zanačajno veliki i da je EBIT u minusu nije začuđujuće što je i racio pokrića kamate u minusu. Kapital investiran u primarnu djelatnost po jednoj zaposlenoj osobi iznosio je 116 hiljada eura, što je približno vrijednosti referentne kompanije Henkel. Zapravo Dahlia ima skoro 4 puta manju poslovnu imovinu i tri puta manje zaposlenih. Prosječna neto zarada se znatno razlikuje u odnosu na Henkel d.o.o. i iznosi 320 eura. Održiva stopa rasta prihoda, koja se znatno razlikuje u odnosu na prethodnu godinu, je iznosila -70.82% , upravo zbog visoke negativne neto margine u tekućoj godini.

4 Porterov model od “pet sila”

“Podlogu za donošenje poslovnih odluka ne može uvek dakako da dà samo analiza bilansa vec su nužne i druge, kao što su analiza tržišta, tehnicko-tehnološke analize, analiza kadrova, organizacije i dr.”⁷² Nekada se ne mogu naći razlozi nastanka određene nepovoljne situacije koja je zatekla kompaniju u internim izvorima (analizom finansija) ili nisu dovoljni za projekciju budućeg poslovanja. U tom slučaju se analiziraju i eksterni uticaji. Najpopularniji okvir za eksternu analizu je upravo Porterov model od “pet sila”.



Slika 2: Porterov model strukture granske konkurencije⁷³

⁷² Rodić et al, “Analiza finansijskih izveštaja”, Subotica 2011, str.98

⁷³ Preuzeto iz Jobber D. i Fahy J. “Osnovi marketinga”, str. 345

Kako kompanija Henkel d.o.o. ima prilično zadovoljavajuće pokazatelje u protekle četiri posmatrane godine, moglo bi se zaključiti da je jedan od razloga i dobra marketinška strategija (atraktivne linije proizvoda, prepoznatljivi brend i dobro pozicioniranje na tržištu). Na primjer, kada je Henkel d.o.o. 2002. godine privatizovao poznatu, 160 godina staru, fabriku Merima Kruševac, uveo je svoje proizvode, ali i ostavio one za koje su potrošači na ovom području vezani, a potiču iz Merime (potut prepoznatljivog dječijeg sapuna).

S druge strane, Dahlia d.o.o. ima veće oscilacije kada je u pitanju njena pozicija na tržištu pa je interesantnije primijeniti analizu Porterovih sila na ovoj kompaniji.

U kakvim uslovima posluje, koji su najveći konkurenti, kakvo je ponašanje kupaca i ostale važne tržišne karakteristike koje utiču na poslovanje kompanije, a tiču se i pomenutih Porterovih sila navedeni su u ekstraktima⁷⁴ iz Plana reorganizacije.

Tržište

U prvoj polovini 2009. godine pokazale su se prve posledice ekonomske krize koje su dovele do značajnog smanjenja kupovne moći građana, što je usporilo ulazak novih stranih proizvođača na srpsko tržište kozmetičkih proizvoda. Potrošači su postali vrlo osetljivi na cenu proizvoda, počeli su da u većoj količini kupuju jeftinije proizvode i suzili su asortiman proizvoda koje kupuju na najosnovnije. Na primer, prodaja samo dva proizvoda, sapuna i kupki čini 66% posto ukupne prodaje proizvoda za kupanje, dok se drugi proizvodi kao što su mirisne soli i ulja smatraju za previše luksuzne i imaju mali udeo na tržištu. Slična je situacija i na tržištu proizvoda za negu kože, kose i proizvoda za bebe.

Podelom tržišta kozmetičkih proizvoda na segmente, može se videti da je na tržištu proizvoda za kupanje lider Henkel Merima, koji pokriva širok asortiman proizvoda i zauzima 16% tržišnog udela. Na tržištu proizvoda za oralnu higijenu lider je kompanija Colgate-Palmolive, sa tržišnim udelom od 33%. Dva najprodavanija brenda ove kompanije su paste za zube Kolynos, koje su popularne među starijom generacijom i paste Colgate, koje su popularne među mlađim potrošačima. Kompanija Beiersdorf, sa svojim Nivea linijom proizvoda, lider je u brojnim segmentima kao što su proizvodi za negu kože (25% tržišnog udela), kose (16% udela), proizvodi za decu i bebe (24%) i proizvodi za muškarce (13%). Razlog za dominaciju ovog brenda su pristupačne cene, dobar odnos kvaliteta i cene, širok asortiman proizvoda, upoznatost potrošača sa brendom zbog dugogodišnjeg prisustva na srpskom tržištu kao i izuzetno kvalitetna distribuciona mreža.

U proteklom periodu povećana je konkurentnost domaćih proizvođača jer su neki od njihovih proizvoda, iako zaostali u odnosu na strane, postali sve traženiji zbog relativno niskih cena. Pozitivna strana krize je povećanje konkurencije na tržištu jer su svi proizvođači bili primorani da spuštaju cene. Primećuju se promene navika potrošača prema mestu kupovine: ranije su srpski potrošači kupovali ove proizvode samo u malim radnjama i supermarketima, ali se primećuje povećanje prodaje kozmetičkih proizvoda u hipermarketima, upravo zbog toga što su niže cene u ovim objektima postale kod potrošača jako bitan faktor prilikom kupovine.

Prodaja kozmetičkih proizvoda, značajno smanjena zbog ekonomske krize, pokazala je znake oporavka u 2013. godini. S obzirom da se očekuje dalji oporavak srpske ekonomije u narednim godinama, očekuje se ponovni rast kupovne moći građana.

Ekstrakt 1. iz Plana reorganizacije

⁷⁴ Plan reorganizacije, Dahlia d.o.o., str. 5-7, izvor sajt APR-a, dostupno 24.08.2014.
<http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/Details/EnterprisePublishedDocuments/1033182?code=F1CF8DEF53163333CE956B84D2C30E0BAC17B9B>

Okolnosti koje su dovele do teškoća

Ekonomska kriza stvorila su uslove otežanog poslovanja u gotovo svim industrijskim granama, uključujući i sektor proizvodnje deterdženata, sapuna, tečnosti za čišćenje i ostalih proizvoda za ličnu higijenu. Usled konstantnog pada kupovne moći stanovništva od 2009. godine do danas došlo je do velikog pritiska na margine proizvođača, distributera i prodajnih lanaca.

Kako bi održalo svoj tržišni udeo, tokom 2011. i 2012. godine, Društvo je odlučilo da proširi portfolio proizvoda što je iziskivalo značajne investicije u marketing, ulistavanje i pozicioniranje u trgovinskim lancima. Paralelno sa tim, Društvo je nastavilo politiku visokih rabata prema svojim distributerima što je dalje ugrožavalo profitabilnost. Investicije u nove proizvode Društvo je finansiralo iz skupih kredita kratkoročne prirode. Međutim, Društvo je ubrzo iskusilo probleme sa likvidnošću, kako uvođenje novih proizvoda nije počelo da generiše očekivane novčane tokove iz poslovanja, dok su novčani odlivi iz aktivnosti finansiranja beležili sve veći rast krajem 2012. i tokom 2013. godine. Nedostatak novčanih tokova iz poslovne aktivnosti posledica je kako od smanjenog obima prodaje i sve većih rabata, tako i usled velikih investicija u obrtni kapital. Naime, Društvo je kako bi održalo svoj tržišni udeo bilo prinuđeno da na sve duže periode naplate, što je dovelo do akumulacije potraživanja koje je Društvo počelo da prodaje uz prilično visoke diskonte.

Usled visokog nivoa finansijskih obaveza i stanja neto obrtnog kapitala, Društvo je u toku 2013. godine potpisalo sporazum o mirovanju obaveza sa ključnim kreditorima sa ciljem da dobije prostora za implementaciju potrebnog restrukturiranja. Čak i pored mirovanja većeg dela finansijskih obaveza, Društvo i dalje ima probleme sa likvidnošću usled već pomenute nepovoljne strukture neto obrtnog kapitala. Prestankom perioda mirovanja obaveza, bez definisanja finansijske i operativne konsolidacije, dovešće se u pitanje solventnost Društva i povećati rizik od pokretanja stečajnog postupka od strane poverilaca, usled dospelosti većine obaveza.

Dakle, preduzeće se našlo u trenutnoj situaciji spletom više faktora kao što su ekonomska kriza i pad kupovne moći stanovništva kako na domaćem tako i na regionalnom tržištu, pogrešan vremenski trenutak u kome je preduzeće krenulo u širenje proizvodnog portfolija, veoma izražena konkurencija u segmentu praškastih i tečnih deterdženata i proizvoda za ličnu higijenu, potreba za velikim ulaganjima kako bi se održale pozicije na policama velikih trgovinskih lanaca, velika ulaganja u marketing radi održavanja prepoznatljivosti brendova što je sve na kraju rezultiralo u prezaduženosti preduzeća i problemima sa likvidnošću.

5 Perspektive analize finansijskih izvještaja

U suštini, svi pokazatelji o kojima je bilo riječi su izrazito uzročno – posljedično vezani, zato se za najbolju ocjenu finansijskog stanja i sagledavaju zajedno. Tako, na likvidnost će uticati nivo zaduženosti, na projekciju održive stope rasta profitabilnost, na gotovinske tokove periodi konverzije itd.

Međutim, od krajnjeg korisnika informacija zavisi na koje pokazatelje će staviti akcenat. Različite zainteresovane strane imaju različite interese i zato se i razlikuju izvori informacija odnosno pokazatelji koji ih zanimaju. Ilustracija koja slijedi prikazuje iz kojih se sve uglova može sagledati analiza.



Slika 3: Perspektive analize finansijskih izvještaja⁷⁵

Prva upotreba analize je u funkciji vlasnika resursa tj. kapitala kompanije i investitora. Uglavnom bi trebalo da sagledaju sve indikatore poslovanja, ali kada je u pitanju njihov dobitak odgovore će najčešće potražiti u pokazateljima profitabilnosti, likvidnosti ili analizi gotovinskih tokova, raciju isplate dividende i održivoj stopi rasta.

Takođe, rezultati analize finansijskih izvještaja koriste se kod donošenja novih odluka koje kompaniju vode ka ostvarivanju postavljenih ciljeva i kao podloga za:⁷⁶

⁷⁵ Preuzeto sa <http://predmet.singidunum.ac.rs/mod/folder/view.php?id=3531> , dostupno 11.06.2014.

⁷⁶ Po uzoru na ⁷⁶ Rodić et al, "Analiza finansijskih izvještaja", Subotica 2011, str. 127

1. kratkoročno i srednjeročno planiranje;
2. planiranje investicionih projekata;
3. procenjivanje vrijednosti kapitala kompanije;
4. planiranje izlaska kompanije iz zone gubitka;
5. ocjenu boniteta kompanije;
6. ocjenu finansijskog položaja kompanije i slično.

Osim kontrole plaćanja poreza državu tj. “vladu, njene agencije i regulatorna tela koja određuju ”pravila igre” interesuju što kvalitetnija pravila kojima se usmerava ekonomski i društveni razvoj. Finansijski izveštaji mogu biti test za usvojena ”pravila igre”. Regulatorna tela uticu na raspodelu resursa, regulisanje poslovanja, monetarnu politiku poresku politiku, politiku zapošljavanja.”⁷⁷

Dobavljače i druge poslovne povjerioce zanima mogućnost kompanije da plaća dospelje obaveze pa ih se zato tiče period plaćanja obaveza, likvidnost i zaduženost.

Zaposleni, dio internog okruženja kompanije, najviše zanima plata i da li je njihovo radno mjesto ugroženo zbog mogućeg stečaja.

Kupce zanimaju “informacije na osnovu kojih će proceniti mogućnosti dugoročne saradnje i pouzdane dobavljače.”⁷⁸ Zato ih, kao i dobavljače, zanimaju periodi konverzije, u ovom slučaju do koliko dana kompanija namjerava naplatiti potraživanja.

Na samom kraju, perspektiva iz koje institucija banke sagledava kompaniju kao potencijalnog ili već postojećeg klijenta će se detaljnije obraditi.

Banka postavlja kao cilj analize ocjenu kreditne sposobnosti. Proces kreditne analize kompanije u bankarstvu je složen i obuhvata brojne faze (od prikupljanja i provjere informacija, preko analize finansijskih pokazatelja i pripreme izvještaja kreditne analize do donošenja odluke o plasmanu kreditnog zahtjeva i naplate kreditnog plasmana na samom kraju).

U tom procesu⁷⁹ posmatra se da li je kompanija imala neto rezultat manji, veći ili jednak nuli, ročna uklađenost odnosno NOF ne bi trebala biti ispod nule, neto novčani tok tj. razlika priliva i odliva gotovine⁸⁰ takođe, stepen zaduženosti sa kritičnom tačkom od +60%, i gubitak iznad visine kapitala koji, ukoliko postoji, odmah svrstava posmatranu kompaniju u najnižu kategoriju. Tada se formira prvi “skor” tj. ocjena finansijskog stanja.

Zatim, sa ocjenom tačnosti i cjelovitosti dosijea kompanije i procjenom istorijske docnje⁸¹ formira se krajnji skor imajući u vidu trenutnu docnju. Najviši rang je A, najniži D. Slijedi prikaz za klasifikaciju kompanija po prethodno pomenutim instrukcijama.

⁷⁷ Rodić et al, “Analiza finansijskih izveštaja”, Subotica 2011, str. 6

⁷⁸ Rodić et al, “Analiza finansijskih izveštaja”, Subotica 2011, str. 6

⁷⁹ Za potrebe ovog diplomskog rada uzet je primjer postupka analize koji se koristi u Komercijalnoj banci a.d. Beograd koji je prezentovan od strane zaposlenih studentima pri studentskoj praksi.

⁸⁰ Razlika priliva i odliva gotovine = Neto novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti

⁸¹ Dužnička docnja predstavlja situaciju u kojoj se nalazi dužnik od trenutka kada zadocni sa ispunjenjem obaveze pa sve do gašenja obaveze ispunjenjem ili prestankom obaveze.

Instrukcija za klasifikaciju klijenata

Klasifikaciju počev od 31.12.2011. godine potrebno je vršiti saglasno sledećim pravilima:

Pravna lica (mala, srednja, velika, mikro klijenti i ostali privredni klijenti)

Kriterijumi	Klasifikacija - skor 1											
Neto rezultat	≥ 0	≥ 0	≥ 0	≥ 0	≥ 0	< 0	< 0	< 0	≥ 0	< 0	< 0	≥ < 0
Ročna usklađenost	≥ 0	≥ 0	≥ 0	< 0	< 0	≥ 0	≥ 0	≥ 0	< 0	< 0	< 0	≥ < 0
Neto novčani tok	≥ 0	< 0	< 0	≥ 0	< 0	≥ 0	< 0	< 0	< 0	≥ 0	< 0	≥ < 0
Stepen zaduženosti	≥ < 60%	≤ 60%	> 60%	≥ < 60%	≤ 60%	≥ < 60%	≤ 60%	> 60%	> 60%	≥ < 60%	≤ 60%	≥ < 60%
Gubitak iznad visine kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	> 0
SKOR 1	A	A	B	B	B	B	B	V	V	V	V	G

SKOR 1	SKOR 2		SKOR 3		SKOR 4				
Ocena finansijskog stanja, odnosno kreditne sposobnosti	Kombinacija (SKOR 1: Dosije dužnika)		Kombinacija (SKOR 2: Istorijska docnja)		Kombinacija (SKOR 3: Trenutna docnja)				
	Dosije dužnika	SKOR 2	Istorijska docnja	SKOR 3	od 0 do 30 dana	od 31 do 60 dana	od 61 do 90 dana	od 91 do 120 dana	preko 120 dana
					A	B	V	G	D
A	Potpun	A	0 do 90 dana	A	A	B	V	G	D
			preko 90 dana	V	V	V	V	G	D
A	Delimičan	B	0 do 90 dana	B	B	B	V	G	D
			preko 90 dana	V	V	V	V	G	D
A	Nepotpun	D	0 do 90 dana	D	D	D	D	D	D
			preko 90 dana	D	D	D	D	D	D
B	Potpun	B	0 do 90 dana	B	B	B	V	G	D
			preko 90 dana	V	V	V	V	G	D
B	Delimičan	V	0 do 90 dana	V	V	V	V	G	D
			preko 90 dana	V	V	V	V	G	D
B	Nepotpun	D	0 do 90 dana	D	D	D	D	D	D
			preko 90 dana	D	D	D	D	D	D
V	Potpun	V	0 do 90 dana	V	V	V	V	G	D
			preko 90 dana	V	V	V	V	G	D
V	Delimičan	G	0 do 90 dana	G	G	G	G	G	D
			preko 90 dana	G	G	G	G	G	D
V	Nepotpun	D	0 do 90 dana	D	D	D	D	D	D
			preko 90 dana	D	D	D	D	D	D
G	Potpun	G		G	G	G	G	G	D
G	Delimičan	D		D	D	D	D	D	D
G	Nepotpun	D		D	D	D	D	D	D



Slika 4: Prikaz instrukcije za kvalifikaciju klijenata u Komercijalnoj banci a.d. Beograd⁸²

⁸² Dokument je ustupljen za potrebe diplomskog rada, a dobijen je pri studentskoj praksi u Komercijalnoj banci a.d. u sektoru za odnose sa privredom juna 2014.godine

ZAKLJUČAK

Ako se napravi osvrt na sve do sada izračunate pokazatelje za obje kompanije, do kakvog se zaključka dolazi? Kako su do sada poslovale kompanije, i kakva im se budućnost predviđa? Ako se posmatra iz ugla investitora, u koju bi se kompaniju prije ulagalo i zašto?

Prvo, već u horizontalnoj i vertikalnoj analizi bilansa, moglo se zaključiti da Henkel d.o.o., za razliku od Dahlia d.o.o. ima povoljnije pozicije. Prihodi su u porastu kao i potraživanja, a pored toga su i na dovoljno visokom nivou u odnosu na kapital i pozajmljene obaveze. U suštini, one pozicije za koje se smatra da treba dinamički posmatrano da rastu, u slučaju Henkela rastu.

S druge strane, Dahlia d.o.o. ima preokret u odnosu na prethodne godine. Najzabrinjavajuća je pozicija potraživanja koja bilježi veliki pad. Ovakve brojke iz bilansa za tekuću godinu najbolje su objašnjene u Napomenama uz finansijske izvještaje i u dokumentu o Planu reorganizacije. Bez uvida u ovu dokumentaciju, teško bi se mogao saznati uzrok.

Drugo, finansijski indikatori, iako jako korisni za procjenu trenutnog stanja, ako se posmatraju izolovano, bez dodatne kvalitativne analize, mogu da dovedu do pogrešne prognoze. Na primjer u slučaju Dahlia d.o.o. ROE je bio sasvim zadovoljavajući za naše tržište, imajući u vidu ponude alternativnih ulaganja (npr. alternativni izbor je oročenje sredstava u banci čiji prinos tj. kamata nesumljivo iznosi manje od 24% koliko je iznosio ROE Dahlie u 2012. godini). Ako bi se neki investitor vodio pokazateljima profitabilnosti, a možda zanemario vrijednosti pokazatelja zaduženosti koji su na granici normale u 2012. godini, i uložio u ovu kompaniju u toku 2013. ne analizirajući kakvo je tržište, bio bi u minusu kao što i pokazuju indikatori profitabilnosti.

Ovdje takođe treba napomenuti da se obje posmatrane kompanije svrstavaju u istu djelatnost, ali da im se linije proizvoda donekle razlikuju. Za one linije proizvoda za koje je Henkel d.o.o. specijalizovan može se reći da su najtraženiji na tržištu, i da je tu Henkel lider. S druge strane, Dahlia d.o.o. kao proizvođač sredstava tzv. "beauty care" nalazi se u prezasićenom tržištu. To se, na primjer, iz vrednosti HH indeksa ne može zaključiti, jer treba uzeti u obzir brojne distributere koje uvoze stane proizvode istog tipa, a koji su jako popularni (Nivea, Garnier, L'Oreal itd.). Tu se ogleda važnost kvalitativne analize, koja je u ovom diplomskom radu obrađena kroz Porterovih "pet sila".

Kvalitativna i kvantitativna analiza sa kombinacijom znanja, iskustva, informisanosti, pažljive perceptivnosti, dobre vizije i racionalnih ambicija pruža odličnu podlogu za uspješnu strategiju investiranja.

PRILOZI

Prilog 1.a. Istorijat, proizvodi i usluge Dahlia d.o.o., preuzeto iz *Plana reorganizacije*⁸³, Dahlia d.o.o., Beograd:

1.2 Istorijat i opis okolnosti koje su dovele do finansijskih teškoća

Koreni kompanije Dahlia sežu u 1924. godinu. "Engleska drogerija Union", prethodnica Dahlie, u to vreme bila je smeštena u samom centru Beograda, u ulici Kneza Mihaila br.33. Ova drogerija posedovala je laboratoriju, u kojoj su se proizvodili kozmetički preparati, ali se bavila i prodajom najpoznatijih svetskih brendova kolonjskih voda, parfema, krema, pudera. Kuriozitet je da je "Union" posedovao i licencu engleske firme "Elizabet Arden", koja se u to vreme punila i prodavala u Beogradu.

Početkom 50-tih godina, odlukom državnih organa "Gradska laboratorija", kako je prethodno preimenovana drogerija "Union", ulazi u sastav Hemijske industrije Balkan. Ubrzo se izdvaja kao posebno pravno lice i nastavlja svoj samostalni rad na novoj lokaciji na Dušanovcu pod nazivom Dahlia, gde se nalazila do 1969. godine.

Od 1969. god. pa do danas Dahlia se nalazi na lokaciji u Zemunu, gde je sagrađena najmodernija fabrika na prostorima tadašnje Jugoslavije, za proizvodnju isključivo kozmetičkih preparata. Fabrički kompleks se prostire na 2,20 ha zemljišta. Fabrika objedinjava proizvodnju, istraživačku i administrativnu celinu.

Godine 2004. Dahlia je privatizovana, a od 2008. godine se nalazi u 100% vlasništvu Beohemije.

Proizvodi i usluge

Društvo proizvodi izuzetno širok asortiman kozmetičkih proizvoda koji su koncentrisani oko 5 brendova: Dahlia Cosmetics, Hera Cosmetics, Becollino, Brion i Biljna rosa. Dahlia Cosmetics proizvodi uključuju proizvode za negu tela (mleka za telo i univerzalne kreme), negu ruku (kreme za ruke, skidači laka, kreme za negu noktiju i zanoktica), negu pod tušem (gelovi za tuširanje, toaletni i tečni sapuni), negu kose (šamponi, balzami i maske za kosu) i negu lica (proizvodi za dnevnu negu, noćnu negu, negu područja oko očiju, čišćenje i toniranje). Brend Hera je prema tipu proizvoda podeljen na dva dela: Hera Cosmetics i Hera Hair Care. Hera Cosmetics uključuje sledeće proizvode: toaletne i tečne sapune, gelove za tuširanje i kreme za negu kože. Hera Hair Care brend uključuje šampone, balzame i gelove za kosu. Becollino proizvodi su prilagođeni bebama i uključuju proizvode za higijenu (šamponi, kupke i sapuni) i negu beba (mleka, ulja, zaštitne masti, zaštitne kreme i puderi za bebe) kao i vlažne maramice. Biljna rosa je linija farmaceutskih proizvoda. Čine je dva proizvoda: Mast Biljna rosa, namenjena ublažavanju bolova i Biljna rosa – antibakterijski i antivirusni gel za suvo pranje ruku. Novi proizvod su Whitedent zubne paste, koje su prve domaće zubne paste visokog kvaliteta koje nisu proizvedene po stranoj licenci.

Zbog širokog asortimana proizvoda, konkurenti Dahlije na domaćem tržištu su brojni. Na tržištu proizvoda za kupanje lider i najveći konkurent je Henkel Merima, na tržištima proizvoda za negu kose i kože lider je Beiersdorf sa svojom Nivea linijom proizvoda, dok je na tržištu proizvoda za oralnu higijenu lider Colgate-Palmolive.

Društvo ima višegodišnju saradnju sa distributerima iz regiona i izvozi svoje proizvode na tržišta Slovenije, Bosne i Hercegovine, Crne Gore, Makedonije i Albanije.

Prilog 1.b. Informacije preuzete sa sajta APR-a⁸⁴

Основни подаци
Назив: DAHLIA
Пословно име: DAHLIA KOZMETIČKO-FARMACEUTSKA I HEMIJSKA INDUSTRIJA DOO, BEOGRAD (ZEMUN)
Статус: Активно привредно друштво Матични број: 07034962
Правна форма: Друштво са ограниченом одговорношћу
Седиште: Општина: Београд-Земун Место: Београд-Земун Улица и број: Батајнички друм 12
Датум оснивања: 31.12.2002
ПИБ: 100010812

⁸³Dostupno na :

<http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/Details/EnterprisePublishedDocuments/1033182?code=F1CF8DEF53163333CE956B84D2C30E0BAC17B9B>

⁸⁴Dostupno na :

<http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/details/EnterpriseBusinessName/1033182?code=D20EC5421C03BA49BDB8DF48A647479FBAB9503B>

Prilog 2.a. Istorijat, proizvodi i usluge Henkel d.o.o.,⁸⁵

Kompanija Henkel koja je osnovana 1876. godine zauzima vodeće pozicije na svetskom tržištu kako u potrošačkom, tako i u industrijskom sektoru sa dobro poznatim brendovima kao što su Persil, Schwarzkopf i Loctite. 2002. godine privatizovao je dobro poznatu, 160 godina staru, fabriku Merima Kruševac.

Henkel je organizovan u tri globalna sektora poslovanja:

Adhezivi, zaptivači i proizvodi za tretman površina

Lepkovi, zaptivne mase i proizvodi za tretman površina iz Henkela koriste se u transportnoj, elektronskoj, vazduhoplovnoj i metalnoj industriji, proizvodnji trajnih dobara i robe široke potrošnje, u sektorima održavanja, popravke i pakovanja, i obuhvataju širok asortiman proizvoda za zanatstvo i široku potrošnju.

Detergenti i kućna hemija

Pranje veša, pranje posuđa, čišćenje i sapini

Beauty care

Naš sektor za Beauty Care i ličnu higijenu razvija, proizvodi i prodaje širom sveta brojne uspešne visokokvalitetne proizvode za kozmetiku i negu tela, koji se mogu svrstati u sledeće kategorije: proizvodi za bojenje, oblikovanje i negu kose, proizvodi za negu tela, oralna higijena i “deo” proizvodi.

Prilog 2.b. Informacije preuzete sa sajta APR-a⁸⁶

Основни подаци	
Назив: HENKEL SRBIJA	
Пословно име: HENKEL SRBIJA DOO, BEOGRAD (VOŽDOVAC)	
Статус: Активно привредно друштво Матични број: 07102160	
Правна форма: Друштво са ограниченом одговорношћу	
Седиште: Општина: Београд-Вождовац Место: Београд-Вождовац Улица и број: Булевар ослобођења 383	
Датум оснивања: 31.10.2002	
ПИБ: 100472093	

Prilog 3. Podaci o kursu eura, napravljeno prema podacima sa sajta NBS-a⁸⁷

Godina	2013	2012	2011	2010
Kurs eura na kraju godine	114.6421 Din.	113.7183 Din.	104.6409 Din.	105.4982 Din.

⁸⁵ Preuzeto sa <http://www.henkel.rs/about-henkel-85.htm>

⁸⁶ Dostupno na <http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/details/EnterpriseBusinessName/1028490?code=818490EB155EC639FAC0BA3B5EF71AE53E318142>

⁸⁷ Dostupno na: <http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/ondate.html>

LITERATURA

1. Barjaktarović, L., (2012) *Upravljanje rizikom*, Univerzitet Singidunum, Beograd
2. Brili, R., Majers, S., Markus, A., (2010) *Osnovi korporativnih finansija*, Mate, Beograd
3. Ivaniš, M., Nešić, S., (2011) *Poslovne finansije*, Univerzitet Singidunum, Beograd
4. Jobber, D., Fahy J., (2006) *Osnovi marketinga*, Data status, Beograd
5. Knežević, G., Stanišić, N., Mizdraković, V., (2013) *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd
6. Rodić, J., Lakićević, M., Vukelić, G., Andrić M., (2011) *Analiza finansijskih izveštaja*, Proleter, Bečej
7. Stanišić, N., (2013) *Analiza finansijskih izveštaja*, preuzeto sa:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2332096
8. Stevanović, N., (2001) *Upravljačko računovodstvo*, CID, Beograd
9. <http://www.pwc.rs/sr/services/tax/optimizing-effective-tax-rate.jhtml> (posjećeno dana: 05.09.2014.)
10. http://sr.wikipedia.org/wiki/Du%C5%BEni%C4%8Dka_docnja (posjećeno dana: 27.06.2014.)
11. <http://www.apr.gov.rs/%D0%9E%D0%90%D0%B3%D0%B5%D0%BD%D1%86%D0%B8%D1%98%D0%B8/%D0%9E%D1%81%D0%BD%D0%B8%D0%B2%D0%B0%D1%9A%D0%B5.aspx>
12. <http://www.poreskauprava.gov.rs/sr/pravna-lica/pdv/opste-o-pdv.html>
13. <http://www.kombeg.org.rs/Komora/centri/CentarZaEkonomskuPolitiku.aspx?veza=3009>
14. <http://siepa.gov.rs/sr/index/investirajte/zakoni/porez-na-dobit-pravnih-lica.html>
15. Plan reorganizacije, Dahlia d.o.o., Beograd, preuzeto sa:
<http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/Details/EnterprisePublishedDocuments/1033182?code=F1CF8DEFE53163333CE956B84D2C30E0BAC17B9B>
16. <http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci1.asp?Search=07034962&code=e48cc837f8a2e52deb3a886258a006e47d918a7c>
17. <http://fi.apr.gov.rs/prijemfi/cir/Podaci1.asp?Search=07102160&code=fe2197cdabaf a27602f10a4ab54f1a75a2b387cd>
18. <http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/ondate.html>
19. <http://www.henkel.rs/o-henkelu/company-history-1244.htm>
20. <http://www.dahlia.rs/>