

Prilog 3 – Procjena vrijednosti preduzeća Nova Borja a.d. Teslić

PROCJENA VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA
“NOVA BORJA” AD TESLIĆ

Juli, 2021. godine

Sadržaj

1. UVOD	3
1.1. Dan procjene vrijednosti kapitala.....	3
1.2. Svrha procjene vrijednosti kapitala i stanje i prospekti privrednog i finansijskog položaja	3
1.3. Tim za izradu studije	3
1.4. Metode procjene vrijednosti kapitala	4
1.5. Izjava procjenjivača.....	4
1.6. Rezime procjene vrijednosti kapitala	4
1.7. Osnove na kojima je izvršena procjena i objelodanjivanje	5
2. FINANSIJSKA ANALIZA.....	5
2.1. Analiza prinosnog položaja	5
2.2. Analiza imovinskog položaja	11
2.3. Analiza finansijskog položaja	15
2.3.1. Likvidnost.....	17
2.3.2. Finansijska stabilnost	18
2.4. Analiza gotovinskih tokova.....	20
2.5. Z-model za ocjenjivanje kreditnog boniteta.....	20
2.6. Rezime analize finansijskih izvještaja Preduzeća	22
3. METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI KAPITALA	22
3.1. Tržišna vrijednost kao fer vrijednost.....	23
3.2. Knjigovodstvena metoda.....	24
3.3. Likvidaciona vrijednost kapitala	25
3.4. Prinosna vrijednost kapitala (metod DNT)	26
3.4.1. Projekcija bilansa uspjeha	27
3.4.2. Projekcija bilansa stanja.....	28
3.4.3. Projekcija neto novčanog toka	30
3.4.4. Cijena kapitala.....	31
3.4.5. Rezidualna vrijednost.....	32
3.4.6. Proračun prinosne vrijednosti kapitala (metoda DNT)	32
4. TEST PRIHVATLJIVOSTI PROCIJENJENE VRIJEDNOSTI KAPITALA	33
5. OBJEKTIVNA VRIJEDNOST KAPITALA	34
6. PRILOZI.....	35

1. UVOD

1.1. Dan procjene vrijednosti kapitala

Procjena vrijednosti kapitala preduzeća "Nova Borja" a.d. Teslić (u daljem tekstu: Preduzeće) izvršena je na dan 30. juni 2021. godine, polazeći od bilansa na taj dan.

1.2. Svrha procjene vrijednosti kapitala i stanje i prospekti privrednog i finansijskog položaja

Svrha procjene vrijednosti kapitala preduzeća je utvrđivanje orijentacione cijene vrijednosti kapitala Preduzeća, a u svrhu koletarala koji će služiti investitoru kao dodatno sredstvo obezbjeđenja potraživanja nastalih iz prve emisije obveznica preduzeća „Interlignim“ d.o.o. Teslić, koje je većinski akcionar Preduzeća.

Ova studija prikazuje informacije o:

- **Zarađivačkoj moći , prinosnom, finansijskom i imovinskom položaju preduzeća;**
- **Riziku naplate potraživanja od strane povjerilaca;**
- **Vrijednosti nekretnina, postrojenja i opreme.**

Zavisno od raspoloživih informacija prilikom procjene vrijednosti kapitala preduzeća, upotrebljavaju se različiti principi i metodi procjene. Prilikom procjene vrijednosti kapitala Preduzeća korišten je troškovni i prinosni pristup. Tržišni pristup nije rađen zbog nemogućnosti obezbjeđivanja adekvatnih uporednih transakcija.

Svakom od prethodno navedenih pristupa odgovara neki od metoda procjene, tako da s tim u vezi za potrebe procjene kapitala Preduzeća, korištene su metode na bazi supstance i dinamička metoda.

Metode bazirane na supstanci koje su korištene su:

1. Vrijednost neto imovine (neto aktive)
 - a) knjigovodstvena metoda i
 - b) likvidaciona metoda
2. Dinamička metoda koja je bazirana na zarađivačkoj odnosno prinosnoj moći Preduzeća je sadašnja vrijednost neto novčanog toka.

1.3. Tim za izradu studije

Studiju je izradio: Siniša Risojević, dipl.ecc.

1.4. Metode procjene vrijednosti kapitala

Kapital Preduzeća procijenjen je po:

- knjigovodstvenoj metodi;
- likvidacionoj metodi i
- dinamičkoj prinosnoj metodi.

Cilj korišćenja više od jedne metode procjene je razvijanje višestruke argumentacije za donošenje konačnog zaključka o procijenjenoj vrijednosti kapitala.

1.5. Izjava procjenjivača

U vezi sa ovom Procjenom potvrđujem sljedeće:

- Ne postoji trenutni, niti se namjerava sticanje budućeg interesa u sredstvima, imovini ili poslovnom interesu koji su predmet ove Studije o procjeni.
- Ne postoji lični interes niti pristrasnost procjenjivača na predmet Studije niti prema stranama koje su učestvovala u izradi ove Studije o procjeni.
- Moja profesionalna nadoknada za izradu ove Studije o procjene nije ni na koji način povezana sa iskazanom vrijednošću.
- U skladu sa znanjem koje posjedujem i mojim uvjerenjem, sve računice i podaci sadržani u ovoj Studiji, na osnovu kojih su izvršene analize, zaključci i iznijeto mišljenje, tačne su i korektne.
- Ova Studija o procjeni vrijednosti je pripremljena u skladu sa etičkim i profesionalnim zahtjevima Kodeksa ponašanja Odbora za međunarodne standarde vrednovanja (OMSB) i Međunarodnim standardima vrednovanja.

Siniša Risojević

1.6. Rezime procjene vrijednosti kapitala

Knjigovodstvena, prinosna i likvidaciona vrijednost neto kapitala i stopa prinosa na kapital Preduzeća na dan 30.6.2021. godine je:

	Vrijednost kapitala	
	KM	Stopa prinosa %
Knjigovodstvena vrijednost kapitala	5.276.674	14,28
Prinosna vrijednost kapitala	4.068.088	18,52
Likvidaciona vrijednost	1.131.309	90,45

Na osnovu izvršenog testiranja u poglavlju 4. ove studije, smatram da je objektivna vrijednost kapitala Preduzeća njegova **kombinovana vrijednosti**, odnosno njegova **knjigovodstvena vrijednost** sa

učešćem od **50%** i likvidaciona vrijednost sa učešćem od **50%**. Dakle, ukupna prrocijenjena vrijednost u apsolutnom iznosu je: **3.203.992 KM**, odnosno **0,62 KM** po jednoj akciji, sa stopom prinosa od **26,12%** godišnje.

1.7. Osnove na kojima je izvršena procjena i objelodanjanje

Ova studija je izrađena isključivo na bazi dostavljenih finansijskih informacija i dokumentacije od strane Društva. Uvid u fizičko stanje imovine i bilansnih pozicija nije vršeno.

Procjena je izrađena na bazi sljedećih dostavljenih dokumenata:

- Revidiranih finansijskih izvještaja za 2018. i 2019. godinu;
- Nerevidiranog finansijskog izvještaja za 2020. godinu i
- Bruto bilansa na dan 30.06.2021. godine. (u navedenom bilansu nisu bili obračunati troškovi amortizacije, pa su isti dodani u ½ iznosa godišnje amortizacije).

2. FINANSIJSKA ANALIZA

2.1. Analiza prinostnog položaja

Rekalisifikovani i skraćeni bilans uspjeha Preduzeća:

R.br.	Naziv	2020		2019		2018	
		iznos KM	struktura	iznos KM	struktura	iznos KM	struktura
1	Poslovni prihodi	6.165.517	75,22%	8.077.519	94,59%	8.415.157	87,75%
2	Finansijski prihodi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
3	Prihodi redovnih aktivnosti (1+2)	6.165.517	75,22%	8.077.519	94,59%	8.415.157	87,75%
4	Ostali prihodi	2.030.608	24,78%	461.578	5,41%	1.175.083	12,25%
5	Prihodi od promjene rač. Politika i ispravki grešaka iz ranijih godina	0	0,00%	140	0,00%	0	0,00%
6	Ukupan prihod (3+4)	8.196.125	100,00%	8.539.237	100,00%	9.590.240	100,00%
7	Poslovni rashodi	8.049.800	98,21%	8.359.776	97,90%	9.346.110	97,45%
8	Rashodi finansiranja	103.178	1,26%	160.202	1,88%	61.830	0,64%
9	Rashodi redovne aktivnosti (6+7)	8.152.978	99,47%	8.519.978	99,77%	9.407.940	98,10%
10	Ostali rashodi	0	0,00%	8.032	0,09%	134.568	1,40%
11	Rashodi od promjene rač. Politika i ispravki grešaka iz ranijih godina	35.146	0,43%	0	0,00%	0	0,00%
12	Ukupni rashodi (8+9)	8.188.124	99,90%	8.528.010	99,87%	9.542.508	99,50%

13	Poslovni dobitak (1-6)	-1.884.283	-22,99%	-282.257	-3,31%	-930.953	-9,71%
14	Dobitak redovne aktivnosti (3-8)	-1.987.461	-24,25%	-442.459	-5,18%	-992.783	-10,35%
15	Bruto dobitak (6-12)	8.001	0,10%	11.227	0,13%	47.732	0,50%
16	Porez na dobitak	800	0,01%	1.123	0,01%	0	0,00%
17	Neto dobitak (13-14)	7.201	0,09%	10.104	0,12%	47.732	0,50%

Struktura finansijskog rezultata:

R.br.	Naziv	2020		2019		2018	
		Iznos (KM)	Učešće (%)	Iznos (KM)	Učešće (%)	Iznos (KM)	Učešće (%)
1	Poslovni rezultat (EBIT)	-1.884.283	-23550,6%	-282.257	-2514,09%	-930.953	1950,38%
2	Rezultat finansiranja	-103.178	-1289,56%	-160.202	-1426,94%	-61.830	-129,54%
3	Rezultat redovne aktivnosti (1+2)	-1.987.461	24840,16%	-442.459	-3941,03%	-992.783	2079,91%
4	Rezultat ostalih prihoda i rashoda	1.995.462	24940,16%	453.686	4041,03%	1.040.515	2179,91%
5	Bruto rezultat EBT (3+4)	8.001	100,00%	11.227	100,00%	47.732	100,00%
6	Porez iz dobitka	800	10,00%	1.123	10,00%	0	0,00%
7	Neto dobitak/ukupan gubitak (5-6)	7.201	90,00%	10.104	90,00%	47.732	100,00%

Racio uspješnosti

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Poslovni prihodi	6.165.517	8.077.519	8.415.157
2	Finansijski prihodi	0	0	0
3	Poslovni i finansijski prihodi (1+2)	6.165.517	8.077.519	8.415.157
4	Dobitak/gubitak redovne aktivnosti	-1.987.461	-442.459	-992.783
5	Racio uspješnosti (4/3)	-32,24%	-5,48%	-11,80%

2020. godina: U ovoj godini je ostvaren najveći poslovni gubitak u odnosu na posmatrani period i iznosio je 1.987.461 KM. Neto rezultat u ovoj godini je bio pozitivan zahvaljujući rezultatu ostalih prihoda i rashoda, odnosno ukidanju dugoročnih rezervisanja u korist ostalih prihoda. Uzimajući u obzir da su ostali prihodi po svojoj prirodi neponovljivi ili rijetko ponovljivi, Preduzeće se ne može u budućnosti oslanjati na ovu vrstu prihoda. Zabrinjavajuća je činjenica da su poslovni prihodi u 2020. godini znatno niži u odnosu na 2019. godinu, što se može velikim dijelom pripisati novonastalom situacijom koja je prouzrokovana pojavom virusa Korona, a koja ima veliki uticaj na ekonomska kretanja, kako u zemlji, tako i na globalnom nivou.

2019. godina: U 2019. godini poslovni prihodi su iznosili 8.077.519 KM i viši su za oko 31% u odnosu na ostvarene prihode u 2020. godini, a niži za oko 4% u odnosu na 2018. godinu. Poslovni rezultat u 2019. godini je takođe bio negativan i iznosio je -442.459 KM. Takođe, kao što je slučaj i sa prethodnom godinom, na kraju 2019. godine je takođe ostvaren neto dobitak u iznosu od 10.104 KM, zahvaljujući

ukidanju dugovorčnih rezervisanja u korist ostalih prihoda.

2018. godina. U 2018. godini poslovni prihodi su bili najviši u posmatranom periodu i iznosili su 8.415.157 KM. I u ovoj godini je ostvaren negativan poslovni rezultat, koji je iznosio -930.953 KM. Iz istog razloga koji je naveden za 2019. i 2020. godini, na kraju 2018. godine je ostvaren neto dobitak u iznosu od 47.732 KM i najviši je u posmatranom periodu.

Rizik ostvarenja rezultata redovne aktivnosti , donja tačka rentabilnosti i stopa elastičnosti:

Varijabilni rashodi

R.br	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Nabavna vrijednost prodate robe	0	0	0
2	Troškovi materijala za izradu	4.742.677	3.881.011	4.492.882
4	Troškovi proizvodnih usluga	268.837	722.792	917.241
5	40 % troškova bruto zarada i naknada zarada	944.851	1.218.064	1.268.976
6	Ukupno	5.956.365	5.821.867	6.679.099

Fiksni rashodi

R.br	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Poslovni rashodi	8.049.800	8.359.776	9.346.110
2	Varijabilni rashodi	5.956.365	5.821.867	6.679.099
3	Fiksni i pretežno fiksni rashodi (1-2)	2.093.435	2.537.909	2.667.011

R. Br	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Poslovni prihodi	6.165.517	8.077.519	8.415.157
2	Varijabilni rashodi	5.956.365	5.821.867	6.679.099
3	Marža pokrića (1-2)	209.152	2.255.652	1.736.058
4	Poslovni fiksni i pretežno fiksni rashodi	2.093.435	2.537.909	2.667.011
5	Neto rashodi finansiranja	103.178	160.202	61.830
6	Poslovni dobitak (3-/+4)	-1.884.283	-282.257	-930.953
7	Dobitak redovne aktivnosti (6-5)	-1.987.461	-442.459	-992.783
8	Racio poslovnog rizika (3/6)	-0,11	-7,99	-1,86
9	Racio finansijskog rizika (6/7)	-0,95	-0,64	-0,94
10	Racio ukupnog rizika (8x9 ili 3/7)	-0,11	-5,10	-1,75
11	Racio marže pokrića (3/1)	0,03	0,28	0,21
12	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (4/11)	61.711.568	9.088.285	12.927.745
13	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog rezultata redovne aktivnosti (4+5/11)	64.753.113	9.661.970	13.227.452
14	Procenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata (12/1x100)	1000,91%	112,51%	153,62%

15	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog rezultata (1-12)/1x100	-900,91%	-12,51%	-53,62%
16	Procenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog rezultata redovne aktivnosti (13/1x100)	1050,25%	119,62%	157,19%
17	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog rezultata redovne aktivnosti (1-13)/1x100	-950,25%	-19,62%	-57,19%

Svi prikazani raciji, osim racija marže pokrića su negativni, što implicira da je Preduzeće visoko izloženo rizicima ostvarenja poslovnog, finansijskog i ukupnog rezultata u svim posmatranim godinama. Prilikom izračuna rizika ostvarenja rezultata redovne aktivnosti, donje tačke rentabilnosti i stope elastičnost, isključuju se ostali prihodi koji su po svojoj prirodi neponovljivi i nestalni. S obzirom da je Preduzeće ostvarilo pozitivan ukupan rezultat na kraju svakog posmatranog perioda zahvaljujući ostalim prihodima, nije iznenađujuće da su ovi raciji negativni.

Stope elastičnosti takođe pokazuju izrazito visoke negativne stope, što implicira da je neophodan mnogo veći prihod od ostvarenog, da bi Preduzeće ostvarilo pozitivne ili neutralne poslovne i ukupne rezultate u svim posmatranim godinama.

Finansijska moć

Racio pokrivenosti troškova kamata

R. Br.	Opis	2020 Iznos	2019 Iznos	2018 Iznos
1	Poslovni dobitak	-1.884.283	-282.257	-930.953
2	Troškovi kamata	103.178	160.202	61.830
3	Racio (1/2)	-18,26	-1,76	-15,06

Racio pokrivenosti fiksnih zaduženja

R. Br.	Opis	2020 Iznos	2019 Iznos	2018 Iznos
1	Troškovi zakupa	0	0	0
2	Dospjela glavnica dugoročnih obaveza	0	0	0
3	Troškovi kamata	103.178	160.202	61.830
4	Poreska stopa	0,10	0,10	0,10
5	Poslovni dobitak	-1.884.283	-282.257	-930.953
6	Racio $((5+1)/(3+1+2x(1,00-4)))$	-16,44	-1,59	-13,55

Dobijene negativne stope prikazuju da nepostoji pokrivenost troškova kamata, niti pokrivenost fiksnih zaduženje u svim posmatranim godinama.

Rentabilnost

Rentabilnost ukupnog kapitala

Stopa bruto prinosa na ukupan kapital

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Bruto dobitak	8.001	11.227	47.732
2	Rashodi kamata	103.178	160.202	61.830
3	Poslovna imovina po bilansu otvaranja	11.733.566	18.150.240	14.134.659
4	Poslovna imovina po zaključnom bilansu	11.158.853	11.733.566	18.150.240
5	Stopa bruto prinosa na ukupan kapital $(1+2/((3+4)/2))$	0,97%	1,15%	0,68%

Stopa neto prinosa na ukupan kapital

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Neto dobitak	7.201	10.104	47.732
2	Rashodi kamata	103.178	160.202	61.830
3	Poslovna imovina po bilansu otvaranja	11.733.566	18.150.240	14.134.659
4	Poslovna imovina po zaključnom bilansu	11.158.853	11.733.566	18.150.240
5	Stopa neto prinosa na ukupan kapital $(1+2/((3+4)/2))$	0,96%	1,14%	0,68%

Stope neto/bruto prinosa na ukupan kapital su nezadovoljavajuće u čitavom posmatranom periodu, Optimalna stopa bruto prinosa na ukupan kapital bi trebala znositi najmanje 10%, dok bi stopa neto prinosa na ukupan kapital trebala iznositi najmanje 9%.

Rentabilnost investiranog kapitala

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Neto dobitak	7.201	10.104	47.732
2	Rashodi kamata	103.178	160.202	61.830
3	Investirani kapital po bilansu otvaranja	5.331.726	5.326.397	5.278.665
4	Investirani kapital po zaključnom bilansu	5.471.277	5.331.726	5.326.397
5	Stopa neto prinosa na investirani kapital $(1+2/((3+4)/2))$	2,04%	3,20%	2,07%

Kao i kod prethodnog pokazatelja, ovaj pokazatelj prikazuje slične parametre kroz posmatrani period, s tim da je u ovom slučaju prikazana rentabilnost investiranog kapitala koji je jednak ukupnom kapitalu uvećanom za dugoročne obaveze. Najviša stopa neto prinosa na investirani kapital je bila u 2019. godini, kada je iznosila 3,20%, u 2018. godini je iznosila 2,07% a u 2020. godini 2,04%.

Rentabilnost sopstvenog kapitala

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Neto dobitak	7.201	10.104	47.732
2	Rashodi kamata	103.178	160.202	61.830

3	Sopstveni kapital po bilansu otvaranja	5.232.863	5.227.534	5.179.802
4	Sopstveni kapital po zaključnom bilansu	5.240.064	5.232.863	5.227.534
5	Stopa neto prinosa na sopstveni kapital($1+2/((3+4)/2)$)	2,11%	3,26%	2,11%

Rentabilnost osnovnog kapitala

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Neto dobitak	7.201	10.104	47.732
2	Rashodi kamata	103.178	160.202	61.830
3	Osnovni kapital po bilansu otvaranja	5.179.802	5.179.802	13.872.504
4	Osnovni kapital po zaključnom bilansu	5.179.802	5.179.802	5.179.802
5	Stopa neto prinosa na osnovni kapital($1+2/((3+4)/2)$)	2,13%	3,29%	1,15%

Rentabilnost sopstvenog i osnovnog kapitala prikazuju niske stope prinosa u cijelom posmatranom periodu. U 2020. godini stopa neto prinosa na sopstveni kapital je iznosila 2,13% a stopa prinosa na osnovni kapital 2,11%. U 2019. godini ove stope su bile nešto više, stopa neto prinosa na sopstveni kapital je iznosila 3,26%, odnosno stopa neto prinosa na osnovni kapital je iznosila 3,29%. Najniže stope su zabilježene u 2018. godini, kada je stopa neto prinosa na sopstveni kapital iznosila 2,11%, odnosno stopa neto prinosa na osnovni kapital je iznosila 1,15%.

Zarada po akciji

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Neto dobitak	7.201	10.104	47.732
2	Prosječan broj akcija izvan preduzeća	5.179.802	5.179.802	5.179.802
3	Zarada po jednoj akciji -EPS (1/2)	0,001390	0,001951	0,009215

Dividenda po jednoj akciji

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Neto dobitak odvojen za isplatu dividende	0	0	0
2	Prosječan broj akcija izvan preduzeća	5.179.802	5.179.802	5.179.802
3	Zarada po jednoj akciji -EPS (1/2)	0,000000	0,000000	0,000000

Stopa dividende

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Dividenda po jednoj akciji	0,000000	0,000000	0,000000
2	Nominalna vrijednost akcije	1	1	1
3	Stopa dividende (1/2)	0,00%	0,00%	0,00%

Kao što se i moglo zaključiti iz prethodno dobijenih podataka, neto dobitak je nizak u svim posmatranim godinama, te s toga Preduzeće nije ni isplaćivalo dividendu.

2.2. Analiza imovinskog položaja

Struktura aktive

R.br.	Opis	2020		2019		2018	
		Iznos	Učešće	Iznos	Učešće	Iznos	Učešće
1	Stalna imovina	11.158.853	58,61%	11.733.566	58,72%	11.822.862	65,14%
2	Obrtna imovina	7.879.946	41,39%	8.248.047	41,28%	6.327.378	34,86%
3	Ukupna aktiva	19.038.799	100,00%	19.981.613	100,00%	18.150.240	100,00%

Najveći dio imovine čini stalna imovina kroz sva tri analizirana perioda. U 2018. godini ovaj je odnos bio najveći u posmatranom periodu i stalna sredstva su činila 65,14% od ukupne imovine Preduzeća. U 2019. godini odnos je nešto drugačiji, stalna imovina je činila 58,72% od ukupne imovine Preduzeća. U 2020. godini, 58,61% od ukupne imovine čini stalna imovina.

Efikasnost operativne imovine

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Prihodi od prodaje	6.165,517	8.077,519	8.415,157
2	Finansijski prihodi	0	0	0
3	Operativna imovina po bilansu otvaranja	11.733,566	18.150,240	14.134,659
4	Operativna imovina po zaključnom bilansu	11.158,853	11.733,566	18.150,240
5	Koeficijent obrta $((1+2)/(3+4)/2,00)$	0.5386514	0.5405951	0.5213061

Broj dana trajanja obrta operativne imovine

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Broj dana u godini (365)	365	365	365
2	Koeficijent obrta operativne imovine	0.5386514	0.5405951	0.5213061
3	Broj dana trajanja obrta operativne imovine	677.62	675.18	700.16

Proračuni pokazuju priličnu neefikasnost operativne imovine, s obzirom da je donja granica koeficijenta obrta operativne imovine 1, što znači da bi se operativna imovina trebala najmanje jedanput godišnje obrnuti. U 2020. godini koeficijent obrta operativne imovine iznosi 0,539, što je srazmjerno broju dana trajanja obrta imovine od 677,62 dana, odnosno potrebno je 1,86 godina da se jednom obrne poslovna imovina. Koeficijenti su slični u 2018. i 2019. godini, gdje je potrebno 675,18 dana da se jednom obrne operativna imovina u 2019. godini., odnosno 700,16 dana u 2018. godini.

Stanje imovine

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Nabavna vrijednost građevinskih objekata	5.454,498	5.475,698	5.475,698
2	Akumulirana amortizacija	393,447	802,746	131,149
3	Stopa amortizovanosti $(2/1 \times 100)$	7.21%	14.66%	2.40%

4	Nabavna vrijednost opreme	6,108,004	6,087,505	5,861,135
5	Akumulirana amortizacija	4,016,534	3,019,337	3,075,419
6	Stopa amortizovanosti (5/4x100)	65.76%	49.60%	52.47%
7	Prihodi od prodaje	6,165,517	8,077,519	8,415,157
8	Poslovna imovina	19,038,799	19,981,613	18,150,240
9	Obrtna imovina	7,879,946	8,248,047	6,327,378
10	Zalihe	6,532,739	6,907,563	5,076,990
11	Koeficijent obrta poslovne imovine (7/8)	0.32	0.40	0.46
12	Koeficijent obrta obrtne imovine (7/9)	0.78	0.98	1.33
13	Koeficijent obrta zaliha (7/10)	0.94	1.17	1.66

Stope amortizovanosti građevinskih objekata su zadovoljavajuće u svim analiziranim godinama. U 2020 godini stopa amortizovanosti građevinskih objekata je 7,21%, dok je stopa amortizovanosti opreme prilično visoka i iznosi 65,76%. U 2018. godini prva stopa iznosi 2,40%, dok druga stopa iznosi 52,47%. U 2019. godini, stopa amortizovanosti građevinskih objekata je iznosila 14,66%, a stopa amortizovanosti opreme 49,60%.

Zaključak je da preduzeće ne bi trebalo vršiti dodatne veće investicije u građevinske objekte u skorije vrijeme, dok će se u opremu morati vršiti ulaganja u predstojećim godinama.

Koeficijenti obrta poslovne imovine koji bi trebali biti najmanje 1, su dosta niski i može se zaključiti da Preduzeće ne upravlja efikasno svojom poslovnim imovinom.

Koeficijenti obrta obrtne imovine su takođe niski u svim godinama analize, s obzirom da je optimalni koeficijent najmanje 2. Koeficijenti obrta zaliha u posmatranim godinama su takođe dosta niski, jer bi sili trebali iznositi najmanje 4.

Istrošenost osnovnih sredstava

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Ispravka vrijednosti	4,409,981	3,822,083	3,206,568
2	Nabavna vrijednost	15,568,534	15,555,649	15,029,430
3	% istrošenosti (dotrajalosti) (1/2x100)	28.33%	24.57%	21.34%

Ukupna istrošenost osnovnih sredstava iznosi 28,33% u 2020. godinu, 24,57% u 2019. i 21,34% u 2018. godini. S obzirom na relativno nizak procenat istrošenosti, stopa amortizovanosti je na zadovoljavajućem nivou.

Efikasnost korišćenja ukupne stalne imovine

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Prihodi od prodaje	6,165,517	8,077,519	8,415,157
2	Finansijski prihodi	0	0	0
3	Stalna imovina po bilansu otvaranja	11,733,566	11,822,862	11,802,623

4	Stalna imovina po zaključnom bilansu	11,158,853	11,733,566	11,822,862
5	Koeficijent obrta stalne imovine $((1+2)/(3+4)/2.00))$	0.5386514	0.6858017	0.7123796

Koeficijent obrta ukupne stalne imovine je nizak u svim posmatranim godinama. U 2020. godini ovaj koeficijent je najniži u posmatranom periodu i iznosi 0.5386514, a optimalan koeficijent bi trebao biti najmanje 1. U prethodne dvije godine ovaj koeficijent je nešto bolji, ali i dalje nizak i iznosi 0.6858017 u 2019. godini, odnosno 0.7123796 u 2018. godini.

Struktura obrtne imovine

R.br.	Opis	2020		2019		2018	
		Iznos	Učešće (%)	Iznos	Učešće (%)	Iznos	Učešće (%)
1	Zalihe, stalna sredstva i sredstva obustavljenog poslovanja namijenjena prodaji	6,532,739	82.90%	6,907,563	83.75%	5,076,990	80.24%
2	Potraživanja od kupaca	1,213,680	15.40%	1,205,531	14.62%	1,072,106	16.94%
3	Druga kratkoročna potraživanja	119,703	1.52%	119,703	1.45%	119,703	1.89%
4	Kratkoročni plasmani	12,380	0.16%	13,580	0.16%	9,000	0.14%
5	Gotovina	131	0.00%	357	0.00%	48,266	0.76%
6	Porez na dodanu vrijednost	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
7	Aktivna vremenska razgranicenja	1,313	0.02%	1,313	0.02%	1,313	0.02%
8	Obrtna imovina (1 do 6)	7,879,946	100.00%	8,248,047	100.00%	6,327,378	100.00%

Iz strukture je evidentno da u 2020. godini u obrtnoj imovini dominiraju zalihe sa procentualnim učešćem u ukupnoj obrtnoj imovini od 82,90%. Takođe, zapaženo učešće u ukupnoj obrtnoj imovini imaju i potraživanja sa učešćem od 15,40%. U 2018. i 2019. godini je sličan odnos, gdje je u 2018. godini učešće zaliha u ukupnoj obrtnoj imovini iznosilo 80,24% a učešće potraživanja 16,94%, dok je u 2019. godini učešće zaliha iznosilo 83,75% od ukupne obrtne imovine, a učešće potraživanja od kupaca je iznosilo 14,62% od ukupne obrtne imovine Preduzeća

Efikasnost zaliha

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Troškovi prodatih proizvoda (troškovi proizvodnje)	268,837	722,792	917,241
2	Nabavna vrijednost prodate robe	0	0	0
3	Zalihe po bilansu otvaranja	6,907,563	5,076,990	1,487,716
4	Zalihe po zaključnom bilansu	6,532,739	6,907,563	5,076,990
5	Koeficijent obrta zaliha $((1+2)/(3+4)/2.00))$	0.01000	0.03016	0.06986

Broj dana vezivanja zaliha

2020	2019	2018
------	------	------

R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Broj dana u godini (365)	365	365	365
2	Koeficijent obrta zaliha	0.01	0.03	0.07
3	Broj dana vezivanja zaliha (1/2)	36,495.80	12,104.07	5,224.62

Koeficijent obrtaja zaliha posmatrajući sa rashodne strane su nezadovoljavajući u svim posmatranim godinama. Dani vezivanja zaliha su najveći u 2020. godini, kada su iznosili 36.496 dana, dok je ovaj pokazatelj nešto bolji u prethodnim godinama, ali i dalje nepovoljan.

Efikasnost potraživanja od kupaca

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Prihodi od prodaje	6,165,517	8,077,519	8,415,157
2	Potraživanja od kupaca po bilansu otvaranja	1,205,531	1,072,106	733,233
3	Potraživanja od kupaca po zaključnom bilansu	1,213,680	1,205,531	1,072,106
4	Koeficijent obrta potr. od kupaca ($1/((2+3)/2,00)$)	5.10	7.09	9.32

Broj dana vezivanja potraživanja od kupaca

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Broj dana u godini (365)	365	365	365
2	Koeficijent obrta portr. od kupaca	5.10	7.09	9.32
3	Broj dana vezivanja potr. od kupaca (1/2)	71.61	51.46	39.15

Koeficijenti obrta potraživanja od kupaca su zadovoljavajući u svim analiziranim godinama. U 2020 godini koeficijent iznosi 5,10, što znači da se naplata od kupaca vršila prosječno svakih 71,61 dana. U 2018. godini koeficijent iznosi 9,32, a broj dana vezivanja je 39,15. U 2019. godini ovaj koeficijent iznosi 7,09, odnosno broj dana vezivanja je 51,46.

Efikasnost obrtne imovine

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Prihodi od prodaje	6,165,517	8,077,519	8,415,157
2	Obrtna imovina po bilansu otvaranja	8,248,047	6,327,378	2,332,036
3	Obrtna imovina po zaključnom bilansu	7,879,946	8,248,047	6,327,378
4	Koeficijent obrta obrtne imovine ($1/((2+3)/2,00)$)	0.76	1.11	1.94

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Broj dana u godini (365)	365	365	365
2	Koeficijent obrta obrtne imovine	0.76	1.11	1.94
3	Broj dana vezivanja obrtne imovine (1/2)	477.39	329.31	187.80

Koeficijent obrta obrtne imovine su na nezadovoljavajućem nivou u 2018. i 2019. godini, s obzirom da bi ovaj koeficijent trebao iznositi minimalno 2. U 2020. godini ovaj koeficijent je iznosio 0,76, što znači da je bilo potrebno u prosjeku 477,39 dana da se jednom obrne obrtna imovina. U 2019. godini koeficijent obrta obrtne imovine je iznosio 1,11, odnosno broj dana vezivanja obrtne imovine je iznosio 329 dana. U 2018 godini ovaj indikator je zadovoljavajući jer je isti iznosio 1,94, dok je bilo potrebno 187,80 dan da se obrne obrtna imovina jedanput.

2.3. Analiza finansijskog položaja

Reklasifikovani i skraćeni bilans stanja

R.br.	naziv	2020		2019		2018	
		iznos KM	%	iznos KM	%	iznos KM	%
	Aktiva						
1	A. Neuplaćeni upisani kapital	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
2	B. Stalna imovina (I do III)	11,158,853	58.61%	11,733,566	58.72%	11,822,862	65.14%
3	I. Nematerijalna ulaganja	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
4	II. Osnovna sredstva	11,158,853	58.61%	11,733,566	58.72%	11,822,862	65.14%
5	III. Dugoročni finansijski plasmani	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
6	V. Obrtna imovina (I do V)	7,879,946	41.39%	8,248,047	41.28%	6,327,378	34.86%
7	I. Zalihe i stalna imovina namijenjena prodaji	6,532,739	34.31%	6,907,563	34.57%	5,076,990	27.97%
8	II. Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	1,347,207	7.08%	1,340,484	6.71%	1,250,388	6.89%
9	Ila. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	131	0.00%	357	0.00%	48,266	0.27%
10	Ilb. Porez na dodanu vrijednost	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
11	Ilc. Aktivna vremenska razgraničenja	1,313	0.01%	1,313	0.01%	1,313	0.01%
12	G. Poslovna aktiva (A do V)	19,038,799	100.00%	19,981,613	100.00%	18,150,240	100.00%
13	D. Gubitak iznad kapitala	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
14	Đ. Vanbilansna aktiva	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
15	Ukupna aktiva (G+D+Đ)	19,038,799	100.00%	19,981,613	100.00%	18,150,240	100.00%
	Pasiva						
14	A. Kapital (I+II+III+IV+V-VI)	5,240,064	27.52%	5,232,863	26.19%	5,227,534	28.80%
15	I. Osnovni kapital	5,179,802	27.21%	5,179,802	25.92%	5,179,802	28.54%
16	II. Emisiona premija	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
17	III. Revalorizacije rezerve	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
18	IV. Rezerve iz dobitka	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
19	V. Neraspoređeni dobitak	60,262	0.32%	53,061	0.27%	47,732	0.26%
20	VI. Gubitak do visine kapitala	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
21	B. Dugoročna rezervisanja	1,893,462	9.95%	3,916,557	19.60%	4,407,326	24.28%
22	V. Obaveze (I+II)	11,905,273	62.53%	10,832,193	54.21%	8,515,380	46.92%
23	I. Dugoročne obaveze	231,213	1.21%	98,863	0.49%	98,863	0.54%
24	II. Kratkoročne obaveze	11,674,060	61.32%	10,733,330	53.72%	8,416,517	46.37%
25	II-I. Pasivna vremenska razgraničenja	0	0.00%	2,479	0.01%	0	0.00%
26	G. Poslovna Pasiva (A+B+V)	19,038,799	100.00%	19,981,613	100.00%	18,150,240	100.00%
27	D. Vanbilansna pasiva	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
28	Ukupna pasiva (G+D)	19,038,799	100.00%	19,981,613	100.00%	18,150,240	100.00%

Struktura pasive

R.br.	naziv	2020		2019		2018	
		iznos KM	%	iznos KM	%	iznos KM	%
1	I. Kapital nakon odbitka gubitka do visine kapitala (A-B)	5,240,064	27.52%	5,232,863	26.19%	5,227,534	28.80%
2	A. Kapital	5,240,064	27.52%	5,232,863	26.19%	5,227,534	28.80%
3	B. Gubitak	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
4	II. Dugoročna rezervisanja	1,893,462	9.95%	3,916,557	19.60%	4,407,326	24.28%
5	III. Dugoročne obaveze	231,213	1.21%	98,863	0.49%	98,863	0.54%
6	IV. Kratkoročne obaveze	11,674,060	61.32%	10,733,330	53.72%	8,416,517	46.37%
8	VI. Pasivna vremenska razgraničenja	0	0.00%	2,479	0.01%	0	0.00%
9	Pasiva (I-VI)	19,038,799	100.00%	19,981,613	100.00%	18,150,240	100.00%

Strukture pasive pokazuje način na koji se preduzeće finansira. Evidentno je da se Preduzeće kroz čitav period finansira najvećim dijelom iz kratkoročnih obaveza, čime je konstantno ugrožena likvidnost Preduzeća, a što će dalja analiza i pokazati. Pored kratkoročnih obaveza, u strukturi pasive znatno učešće ima i sopstveni kapital, koji čini 27,52% od ukupne pasive Preduzeća, dok je učešće kratkoročnih obaveza daleko više i iznosi 61,32% od ukupne pasive Preduzeća. Slična struktura i odnos su i u prethodne dvije godine, kada je učešće kratkoročnih obaveza iznosilo 53,72%, dok je učešće sopstvenog kapitala iznosilo 26,19% od ukupne pasive Preduzeća u 2019. godini. U 2018. godini, učešće kratkoročnih obaveza je iznosilo 46,37%, dok je učešće sopstvenog kapitala iznosilo 28,80% od ukupne pasive Preduzeća.

Struktura kapitala

R.br.	naziv	2020		2019		2018	
		iznos KM	%	iznos KM	%	iznos KM	%
1	Akcijski kapital-obične akcije	5,179,802	98.85%	5,179,802	98.99%	5,179,802	99.09%
2	Akcijski kapital-prioritetne akcije	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
3	Ostali osnovni kapital	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
4	I. Osnovni kapital (1+2+3)	5,179,802	98.85%	5,179,802	98.99%	5,179,802	99.09%
5	II. Emisiona premija	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
6	III. Revalorizacione rezerve	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
7	IV. Rezerve iz dobitka	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
8	V. Neraspoređeni dobitak	60,262	1.15%	53,061	1.01%	47,732	0.91%
9	VI. Gubitak do visine kapitala	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
10	Kapital (I do V minu VI)	5,240,064	100.00%	5,232,863	100.00%	5,227,534	100.00%

Najvećim dijelom kapital čini osnovni kapital u svim godinama analize. U 2020. godini učešće ove stavke je 98,85%, dok neraspoređeni dobitak čini 1,15% ukupnog kapitala Preduzeća. U prethodne dvije godine, učešće osnovnog kapitala u ukupnom kapitalu je još dominantnije, gdje je u 2019. godini osnovni kapital činio 98,99%, a neraspoređeni dobitak 1,01% od ukupnog kapitala Preduzeća, dok je u 2018. godini učešće osnovnog kapitala najdominantnije u posmatranom periodu i iznosilo je 99,09% a neraspoređeni dobitak 0,91% od ukupnog kapitala Preduzeća.

Struktura osnovnog i rezervnog kapitala

R.br.	naziv	2020		2019		2018	
		iznos KM	%	iznos KM	%	iznos KM	%
1	Osnovni kapital	5,179,802	98.85%	5,179,802	98.99%	5,179,802	99.09%
2	Rezervni kapital	60,262	1.15%	53,061	1.01%	47,732	0.91%
3	Ukupno (1+2)	5,240,064	100.00%	5,232,863	100.00%	5,227,534	100.00%

U strukturi osnovnog i rezervnog kapitala, u 2020. godini osnovni kapital je imao učešće od 98,85%, dok je rezervni kapital imao učešće od 1,15%. U 2019. godini, rezervni kapital je imao još manje učešće, odnosno rezervni kapital je imao učešće od 1,01% a osnovni kapital učešće od 98,99%. U 2018. godini osnovni kapital je imao učešće od 99,09%, dok je rezervni kapital je imao učešće od 0,91%.

2.3.1. Likvidnost

Trenutna likvidnost

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Raspoloživa gotovina	131	357	48,266
2	Kratkoročne obaveze	11,674,060	10,733,330	8,416,517
3	Racio trenutne likvidnosti (1/2)	0.00001122	0.00003326	0.00573468

Racio ubrzane likvidnosti

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Kratkoročna potraživanja i plasmani	1,347,207	1,340,484	1,250,388
2	Kratkoročne HoV	0	0	0
3	Raspoloživa gotovina	131	357	48,266
4	Kratkoročne obaveze	11,674,060	10,733,330	8,416,517
5	Racio ubrzane likvidnosti ((1+2+3)/4))	0.12	0.12	0.15

Racio tekuće likvidnosti

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		iznos	Iznos	Iznos
1	Obrtna imovina	7,879,946	8,248,047	6,327,378
2	Kratkoročne obaveze	11,674,060	10,733,330	8,416,517
5	Racio tekuće likvidnosti ((1+2+3)/4))	0.67	0.77	0.75

Svi prikazani raciji u svim posmatranim godinama su daleko ispod prosjeka. Racio trenutne likvidnosti, koji ne bi trebao iznositi ispod 1, iznosio je neznatnih 0,00001122 u 2020. godini, 0,00003326 u 2019. godini i 0,00573468 u 2018. godini. Racio ubrzane likvidnosti, koji ne bi smio biti niži od 1,5, u 2018. godini je iznosio 0,15, u 2019. godini 0,12 i u 2020. godini 0,12. Takođe, racio tekuće likvidnosti je daleko ispod optimalnog nivoa u svim posmatranim godinama, gdje je u 2018. godini ovaj racio iznosio

0,75, u 2019. godini 0,77 i u 2020. godini izrazito niskih 0,67. Racio 2 se smatra optimalnim racijem tekuće likvidnosti.

2.3.2. Finansijska stabilnost

Racio finansijske stabilnosti

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Stalna imovina	11,158,853	11,733,566	11,822,862
2	Stalne zalihe i stalna imovina namijenjena prodaji	0	0	0
3	Gubitak iznad kapitala	0	0	0
4	Dugoročno vezana i izgubljena imovina (1 do 3)	11,158,853	11,733,566	11,822,862
5	Kapital umanjen za gubitak do visine kapitala	5,240,064	5,232,863	5,227,534
6	Dugoročna rezervisanja	1,893,462	3,916,557	4,407,326
7	Dugoročne obaveze	231,213	98,863	98,863
8	Trajni kapital i dugoročne obaveze (5 do 7)	7,364,739	9,248,283	9,733,723
9	Racio finansijske stabilnosti (4/8)	1.52	1.27	1.21
10	Slobodan kapital(8-4) uz uslov da je $8 > 4$	-3,794,114	-2,485,283	-2,089,139

Racio finansijske stabilnosti u svim godinama je iznad 1, što znači da se dio stalne imovine finansira iz kratkoročnih izvora sredstava, što daje veliku finansijsku nestabilnost Preduzeću. Najveća finansijska nestabilnost je iskazana u 2020. godini, kada je racio iznosio visokih 1,52, odnosno u ovoj godini Preduzeće je imalo najviši nedostajući kapital u iznosu od -3.794.114 KM. U 2019. godini racio finansijske stabilnosti je bio bolji u odnosu na 2020. godinu i iznosio je 1,27, pri čemu je nedostajući kapital u ovoj godini iznosio -2.485.283 KM. U 2018. godini racio finansijske stabilnosti je bio najbolji u posmatranom periodu, kada je iznosio 1,21, odnosno nedostajući kapital u ovoj godini je iznosio -2.089.139 KM.

Neto obrtna imovina

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Kapital umanjena za gubitak do visine kapitala	5,240,064	5,232,863	5,227,534
2	Dugoročna rezervisanja	1,893,462	3,916,557	4,407,326
3	Dugoročne obaveze	231,213	98,863	98,863
4	Stalna imovina uvećana za gubitak iznad kapitala	11,158,853	11,733,566	11,822,862
5	Neto obrtna imovina (1+2+3-4)	-3,794,114	-2,485,283	-2,089,139

Neto obrtni fond

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Obrtna imovina	7,879,946	8,248,047	6,327,378
2	Kratkoročne obaveze	11,674,060	10,733,330	8,416,517
3	Neto obrtni fond (1-2)	-3,794,114	-2,485,283	-2,089,139

Stopa pokrića zaliha i stalne imovine namijenjene prodaji neto obrtnim fondom

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Neto obrtni fond	-3,794,114	-2,485,283	-2,089,139
2	Zalihe i stalna imovina namijenjena prodaji	6,532,739	6,907,563	5,076,990
3	Stopa pokrivenosti (%)	-58.08%	-35.98%	-41.15%

Stopa pokrivenosti obrtne imovine obrtnim kapitalom

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Obrtni kapital	-3,794,114	-2,485,283	-2,089,139
2	Obrtna imovina	7,879,946	8,248,047	6,327,378
3	Stopa pokrivenosti (%)	-48.15%	-30.13%	-33.02%

U svim prethodnim tabelama indikatori su na nezadovoljavajućem nivou. Obrtna imovina je daleko je niža od kratkoročnih obaveza u svim godinama, što implicira da postoji visoka finansijska nestabilnost i nelikvidnost Preduzeća kroz čitav period. Još više zabrinjava činjenica da su indikatori najlošiji na kraju posmatranog perioda.

Zaduženost

R.br.	Opis	2020		2019		2018	
		Iznos	Učešće	Iznos	Učešće	Iznos	Učešće
1	Kapital umanjena za gubitak i neraspoređeni dobitak	5,240,064	27.61%	5,179,802	26.00%	5,179,802	28.61%
2	Dugovi	11,905,273	62.73%	10,832,193	54.36%	8,515,380	47.04%
3	Pasiva bez tranzitornih pozicija i neraspoređenog dobitka	18,978,537	100.00%	19,926,073	100.00%	18,102,508	100.00%
4	Stopa odnosa zaduženja i kapitala (2/1x100)	227.20%		209.12%		164.40%	
5	Stopa zaduženosti ukupne pasive bez ner.dobiti i tranz.pozicija (2/3)	62.73%		54.36%		47.04%	

Struktura operativne imovine

R.br.	Opis	2020		2019		2018	
		Iznos	Učešće	Iznos	Učešće	Iznos	Učešće
1	Stalna imovina bez dugoročnih finansijskih plasmana	11,158,853	58.61%	11,733,566	58.72%	11,822,862	65.14%
2	Obrtna imovina	7,879,946	41.39%	8,248,047	41.28%	6,327,378	34.86%
3	Poslovna imovina (1+2)	19,038,799	100.00%	19,981,613	100.00%	18,150,240	100.00%

Stope zaduženja i kapitala, kao i stope zaduženosti ukupne pasive bez neraspoređenog dobitka i tranzitornih pozicija u svim godinama su izrazito visoke, što daje visoku zaduženost Preduzeća u čitavom posmatranom periodu. U 2020. godini ove stope su najviše, odnosno stopa odnosa zaduženja i kapitala je iznosila visokih 227,20%, što znači da su obaveze u odnosu na raspoloživi kapital bile duplo

više, dok je stopa zaduženosti ukupne pasive bez nerasporedene dobiti i tranzitornih pozicija iznosila 62,73%. U prethodne dvije godine su ove stope bile nešto niže, ali i dalje dosta visoke.

Racio solventnosti

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Poslovna imovina	19,038,799	19,981,613	18,150,240
2	Dugovi	11,905,273	10,832,193	8,515,380
3	Racio solventnosti (1/2)	1.60	1.84	2.13

Preduzeće je bilo solventno jedino u 2018. godini, s obzirom da se dobrom solventnošću smatra ratio viši od 2. Najniži ratio je bio na kraju 2020. godine, kada je iznosio 1,60, dok je ovaj ratio u 2019. godini iznosio 1,84.

2.4. Analiza gotovinskih tokova

Odnos tokova gotovine i obaveza

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos
1	Dobitak prije oporezivanja	8,001	11,227	47,732
2	Troškovi kamata	103,178	160,202	61,830
3	Troškovi amortizacije	599,242	604,171	22,240
4	Gotovinski tok (1 do 3)	710,421	775,600	131,802
5	Obaveze	11,905,273	10,832,193	8,515,380
6	Koeficijent pokrivenosti (4/5)	0.0597	0.0716	0.0155

S obzirom da za predviđeni koeficijent vrijednost ne smije biti manja od 0,35, može se konstatovati da su koeficijenti pokrivenosti na vrlo niskom nivou i kreditni bonitet Preduzeća je upitan. Najveći koeficijent pokrivenosti obaveza gotovinskim tokom je zabilježen u 2019. godini, kada je iznosio i dalji niskih 0,0716. Ovaj koeficijent u 2018. godini je iznosio 0,0155, a u 2020. godini 0,0597.

2.5. Z-model za ocjenjivanje kreditnog boniteta

X1 - obrtni kapital prema ukupnim sredstvima

R.br.	Opis	2020	2019	2018
		Iznos	Iznos	Iznos

1	Obrtni kapital	-3,794,114	-2,485,283	-2,089,139
2	Ukupna sredstva	19,038,799	19,981,613	18,150,240
3	X1 (1/2)	-0.1993	-0.1244	-0.1151

X2 - akumulirane zadržane zarade prema ukupnim sredstvima

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Akumulirana zadržana zarada	60,262	53,061	47,732
2	Ukupna sredstva	19,038,799	19,981,613	18,150,240
3	X2 (1/2)	0.0032	0.0027	0.0026

X3 - zarada prije odbitka kamata i poreza prema ukupnim sredstvima

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Bruto dobitak	8,001	11,227	47,732
2	Ukupna sredstva	19,038,799	19,981,613	18,150,240
3	X3 (1/2)	0.0004	0.0006	0.0026

X4 - tržišna vrijednost trajnog kapitala prema knjigovodstvenoj vrijednosti ukupnih obaveza

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Tržišna vrijednost kapitala	5,240,064	5,232,863	5,227,534
2	Ukupne obaveze	11,905,273	10,832,193	8,515,380
3	X4 (1/2)	0.4401	0.4831	0.6139

X5 - prodaja prema ukupnim sredstvima

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	Prihodi od prodaje	6,165,517	8,077,519	8,415,157
2	Ukupna sredstva	19,038,799	19,981,613	18,150,240
3	X5 (1/2)	0.3238	0.4042	0.4636

Z-model

		2020	2019	2018
R.br.	Opis	Iznos	Iznos	Iznos
1	X1	-0.1993	-0.1244	-0.1151
2	X2	0.0004	0.0027	0.0026
3	X3	0.0004	0.0006	0.0026
4	X4	0.4401	0.4831	0.6139
5	X5	0.3238	0.4042	0.4636
6	Z-skor (1,2*X1+1,4*X2+3,3*X3+0,6*X4+1,0*X5)	0.35	0.55	0.71

Dobijeni Z skor se tumači na sledeći način

Z-skor $\geq 2,99$ - preduzeće je sa zdravim poslovanjem;

Z-skor $> 1,81 < 2,99$ - preduzeće ima minimalne kreditne performanse;

Z-skor $\leq 1,81$ - preduzeće je pred bankrotom.

Z skor je daleko ispod donjeg praga od 2,99 u svim posmatranim godinama, koje ga svrstava u preduzeća kojima prijeti opasnost od bankrota.

2.6. Rezime analize finansijskih izvještaja Preduzeća

Sublimirajući sve prethodne pokazatelje može se konstatovati da:

- Prinosni položaj Preduzeća je nezadovoljavajući.. Preduzeće kroz analizirani period konstatno bilježi poslovne gubitke. Neto rezultat na kraju perioda svake godine je dobijen zahvaljujući rezultatu ostalih prihoda i rashoda, koji su po svojoj prirodi nestalni i rijetko ponovljivi. Racija uspješnosti, rizik ostvarenja rezultata redovne aktivnosti, donja tačka rentabilnosti, stope elastičnosti su na nezadovoljavajućem nivou, posebno uzimajući u obzir da se prilikom proračuna ovih pokazatelja iskućuju nestalni i neredovni prihodi.

- Imovinski položaj Preduzeća je na nezadovoljavajućem nivou, jer Preduzeće neefikasno koristi svoju imovinu u svim analiziranim godinama. Koeficijenti obrtaja daleko odstupaju od optimalnih nivoa. Ovo je usko povezano sa nižom rentabilnošću, jer je neefikasno upravljanje imovinom dovelo do nižih stopa rentabilnosti.

- Finansijski položaj nam pokazuje veliku nelikvidnost Preduzeća kroz čitav posmatrani period jer je vrijednost obrtne imovine daleko niža od vrijednosti kratkoročnih obaveza, tako da ne postoji trenutna, ubrzana, niti opšta likvidnost Preduzeća u posmatranim godinama. Finansijska stabilnost Preduzeća je na izrazito nezadovoljavajućem nivou jer Preduzeće kroz čitav period ima nedostajući kapital. Zaduzenost i solventnost Preduzeća su takođe na nezadovoljavajućem nivou, tako da postoji znatna opasnost od bankrota Preduzeća. Z-skor pokazuje izrazito nisku vrijednost.

3. METODE PROCJENE VRIJEDNOSTI KAPITALA

Kapital Preduzeća procijenjen je po:

1. Knjigovodstvenoj vrijednosti;
2. Likvidacionoj vrijednosti i

3. Dinamičkoj prinosnoj metodi.

3.1. Tržišna vrijednost kao fer vrijednost

MRS 39. - Finansijski instrumenti: priznavanje i odmjeravanje. "Pri početnom priznavanju finansijskog sredstva ili finansijske obaveze, entitet treba da ih odmjerava po njihovoj fer vrijednosti uvećanoj, u slučaju finansijskog sredstva ili finansijske obaveze kojise ne odmjeravaju po fer vrijednosti sa promjenama fer vrijednosti kroz bilans uspjeha, za troškove transakcije koji se mogu direktno pripisati sticanju ili emitovanju finansijskog sredstva ili finansijske obaveze.

Najbolji dokaz fer vrijednosti su kotirane cijene na aktivnom tržištu. Ako tržite za neki finansijski instrument nije aktivno, entitet treba da utvrdi fer vrijednost korišćenjem tehnike procjene. Cilj korišćenja tehnike procjene je da se utvrdi koja bi bila cijena transakcije na dan odmjeravanja u nezavisnoj razmjeni podstaknutoj uobičajenim poslovnim razmatranjima. Tehnike procjene obuhvataju nedavne direktne tržišne transakcije između obavještenih, voljnih strana, ukoliko je dostupna referencu na aktuelnu fer vrijednost drugog instrumenta koji je suštinski isti, analizu diskontovanih tokova gotovine i modele za određivanje cijene opcija". S obzirom da akcije Preduzeća kotiraju na Banjalučkoj berzi i daje sa njima omogućena slobodna trgovina, urađena je procjena vrijednosti kapitala po tržišnoj vrijednosti po kojoj investitori vrjednuju kapital preduzeća. Ona u svakom slučaju govori o tržišnim transakcijama između obavještenih voljnih strana. Problem određivanja ove vrijednosti je nedovoljna likvidnost lokalnog tržišta i povremene transakcije sa akcijama Preduzeća, što otvara pitanje da li se radi o aktivnom tržištu za akcije Preduzeća.

Uzimajući u obzir da Preduzeće posluje kao zatvoreno akcionarsko društvo, njegovim akcijama se ne trguje javno, tako da nije moguće utvrditi njihovu **tržišnu vrijednost**.

U skladu sa članom 436. stav 1. Zakona o privrednim društvima Republike Srpske, Tržišna vrijednost akcija otvorenog akcionarskog društva utvrđuje se kao ponderisana prosječna cijena ostvarena na berzi ili drugom uređenom tržištu u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrijednosti, u periodu od šest mjeseci koji prethodi danu donošenja odluke kojom se utvrđuje tržišna vrijednost akcija, ako je u tom periodu obim prometa akcijama te klase na tržištu hartija od vrijednosti predstavljao najmanje 3% ukupnog broja izdatih akcija te klase i da je najmanje u tri mjeseca tog perioda ostvareni obim prometa iznosio najmanje 1% ukupnog broja izdatih akcija te klase na mjesečnom nivou, izuzimajući ponude za preuzimanje i blok poslove.

Uzimajući u obzir da Preduzeće posluje kao zatvoreno akcionarsko društvo, njegovim akcijama se ne trguje javno, tako da nije moguće utvrditi njihovu tržišnu vrijednost.

Iz prethodnog proizilazi sledeća činjenica: **Tržišna vrijednost akcija nije fer vrijednost akcija i kao takva se neće uzeti u obzir prilikom ove procjene vrijednosti kapitala Preduzeća.**

3.2. Knjigovodstvena metoda

Primjenom knjigovodstvene metode, odnosno uvidom u finansijske izvještaje preduzeća na dan 30.06.2021. godine, ukupna neto imovina Preduzeća iznosi 5.276.674 KM.

Reklasifikovani i skraćeni bilans stanja

R.br.	naziv	30.06.2021	
		iznos KM	%
	Aktiva		
1	A. Neuplaćeni upisani kapital	0	0.00%
2	B. Stalna imovina (I do III)	10,874,233	54.64%
3	I. Nematerijalna ulaganja	0	0.00%
4	II. Osnovna sredstva	10,874,233	54.64%
5	III. Dugoročni finansijski plasmani	0	0.00%
6	V. Obrtna imovina (I do IV)	9,029,047	45.36%
7	I. Zalihe i stalna imovina namijenjena prodaji	7,035,693	35.35%
8	II. Kratkoročna potraživanja i plasmani	1,993,355	10.02%
9	III. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	1,989	0.01%
10	IV. Porez na dodanu vrijednost	50,167	0.25%
11	V. Aktivna vremenska razgraničenja	1,313	0.01%
12	G. Poslovna imovina (A do V)	19,903,280	100.00%
13	D. Vanbilansna aktiva	0	0.00%
14	Poslovna Aktiva (G+D)	19,903,280	100.00%
	Pasiva		
14	A. Kapital (I+II+III+IV+V-VI)	5,276,674	26.51%
15	I. Osnovni kapital	5,179,802	26.02%
16	II. Emisiona premija	0	0.00%
17	III. Revalorizacione rezerve	0	0.00%
18	IV. Rezerve iz dobitka	0	0.00%
19	V. Neraspoređeni dobitak	96,872	0.49%
20	VI. Gubitak do visine kapitala	0	0.00%
21	B. Dugoročna rezervisanja	1893462	9.51%
22	V. Obaveze (I+II)	12,733,144	63.98%
23	I. Dugoročne obaveze	98,863	0.50%
24	II. Kratkoročne obaveze	12,634,281	63.48%
25	II-I. Pasivna vremenska razgraničenja	0	0.00%
26	G. Poslovna Pasiva (A+B+V)	19,903,280	100.00%
27	D. Vanbilansna pasiva	0	0.00%
28	Ukupna pasiva (G+D)	19,903,280	100.00%

Uzimajući u obzir činjenice da ukupan kapital Preduzeća iznosi 5.276.674 KM, te da Preduzeće ima ukupno emitovanih 5.179.802 akcije, knjigovodstvena vrijednost po jednoj akciji iznosi

$$5.276.674 / 5.179.802 = 1,0187 \text{ KM} \approx \mathbf{1,02 \text{ KM}}$$

3.3. Likvidaciona vrijednost kapitala

Likvidaciona vrijednost kapitala je ostatak likvidacione mase koja pripada vlasnicima. Ovaj ostatak je ravan razlici između unovčene (prodate) imovine (likvidacione vrijednosti imovine) i plaćenih obaveza uvećanih za troškove likvidacije.

Likvidaciona vrijednost imovine uvek je niža od tržišne vrijednosti. Razlozi su sljedeći:

- a) Kada je preduzeće u likvidaciji, likvidaciona uprava i vlasnici ulažu napore da bi se likvidacioni postupak okončao u što kraćem roku. Razlog tome je dvostruk:
 - što se likvidacija prije završi manji će biti troškovi likvidacije, jer su troškovi likvidacije u principu proporcionalni vremenu trajanja likvidacije, a što su troškovi likvidacije manji veći će biti ostatak likvidacione mase koji pripada vlasnicima, i
 - vlasnici su zainteresovani ne samo da troškovi likvidacije budu što manji, već i da im ostatak likvidacione mase bude isplaćen u gotovu što prije, kako bi je mogli uložiti u posao i time ostvariti prinos (profit).
- b) Potencijalni kupci znaju za prethodno navedene razloge i zbog toga su oni spremni da plate cijenu koja je niža od tržišne cijene.

Na drugoj strani, ni potraživanja zatečena na dan otvaranja likvidacije često nije moguće brzo naplatiti, s toga se ona u likvidacionom bilansu vrjednuju niže od vrijednosti na dan otvaranja likvidacije.

Shodno prethodnim činjenicama, likvidaciona vrijednost imovine Preduzeća procijenjena je na sljedeći način:

- Zemljište, građevinski objekti, postrojenje i oprema su procijenjeni na 70% njihove knjigovodstvene vrijednosti i iznose 7.611.963 KM.
- Tekuća imovina je procijenjena na 70% svoje vrijednosti i iznosi 6.372.490 KM, s tim da su Gotovina, porez na dodanu vrijednost i aktivna vremenska razgraničenja procijenjeni na iznos koji je iskazan u knjigovodstvenoj vrijednosti.
- Obaveze su iskazane u visini knjigovodstvene vrijednosti i iznose 12.733.144 KM.
- Troškovi likvidacije su procijenjeni na 120.000 KM.

Dakle, likvidaciona vrijednost kapitala Preduzeća na dan 30.06.2021. godine je sljedeća:

R.br.	naziv	iznos KM
	Likvidaciona vrijednost kapitala	

1	A. Neuplaćeni upisani kapital	0
2	B. Stalna imovina (I do III)	7,611,963
3	I. Nematerijalna ulaganja	0
4	II. Osnovna sredstva	7,611,963
5	III. Dugoročni finansijski plasmani	0
6	V. Obrtna imovina (I do IV)	6,372,490
7	I. Zalihe i stalna imovina namijenjena prodaji	4,924,985
8	II. Kratkoročna potraživanja i plasmani	1,395,349
9	III. Gotovinski ekvivalenti i gotovina	1,989
10	IV Porez na dodanu vrijednost	50,167
11	G. Aktivna vremenska razgraničenja	1,313
12	D. Likvidaciona vrijednost imovine (A do G)	13,984,453
21	Đ. Dugoročna rezervisanja	0
22	E. Obaveze (I+II)	12,733,144
23	I. Dugoročne obaveze	98,863
24	II. Kratkoročne obaveze	12,634,281
25	Ž. Troškovi likvidacije	120,000
26	Z. Ukupno obaveze (Đ+E+Ž)	12,853,144
27	I. Likvidaciona vrijednost kapitala (D.-Z.)	1,131,309
28	J. Ukupan broj akcija	5,179,802
29	K. Likvidaciona vrijednost kapitala po jednoj akciji (I./J.)	0.2184

Iz prethodne tabele, evidentno je da likvidaciona vrijednost kapitala Preduzeća iznosi **1.131.309 KM, odnosno 0,2184 KM po jednoj akciji.**

3.4. Prinosna vrijednost kapitala (metod DNT)

Metod DNT pripada tzv. prinosnom pristupu i zasniva se na pretpostavci da vrijednost Preduzeća predstavlja sadašnju vrijednost budućih projektovanih poslovnih rezultata (novčanih tokova) koji pripadaju vlasniku Preduzeća. Ovaj metod zahtijeva analize: prihoda, rashoda, potrebnih obrtnih sredstava, investicija u osnovna sredstva, strukture kapitala, rezidualne vrijednosti i diskontne stope (uključujući i proračun poslovnog i finansijskog rizika). Projektovana vrijednost očekivanih budućih novčanih tokova se svodi na sadašnju vrijednost pomoću diskontne stope.

Diskontna stopa predstavlja ukupnu stopu povraćaja koju bi investitor zahtijevao prilikom ulaganja u preduzeće, a odražava poslovni i finansijski rizik vlasničkog interesa preduzeća. U našoj praksi za određivanje diskontne stope najčešće se koristi metod zidanja. Prema metodu zidanja diskontna stopa obuhvata tri komponente: realna stopa rasta na ulaganja bez rizika, premija rizika na ulaganje u subjekt procjene (Preduzeće) i premija za rizik na ulaganje u zemlju.

Stopa bez rizika reprezentuje sigurno ulaganje koje se identifikuje sa ulaganjem u kupovinu državnih obveznica, odnosno teorijski se vezuje za ulaganja koja predstavljaju *nulti sistemski rizik* (ulaganja sa nultim rizikom ne postoje, ali se za procjenu nulti rizik povezuje sa kupovinom državnih obveznica - u pitanju su visokosigurne i likvidne investicije sa državnom garancijom). Premija rizika ulaganja u subjekat procjene predstavlja nivo poslovnog i finansijskog rizika ulaganja u konkretno preduzeće dobijen na bazi analiziranih specifičnih nivoa rizika. Ukupnu stopu određuje procjenitelj uzimajući u obzir više elemenata: kvalitet organizacije rukovodstva i kadrova, veličina preduzeća, finansijski položaj, proizvodno prodajni potencijal i mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja. Premija za rizik na ulaganje u zemlju predstavlja rizik zemlje u kojoj se nalazi/posluje subjekt procjene.

Ovdje je naglasak da novčani tok obuhvata sve prilive i odlive sredstava i direktno pokazuje sposobnost preduzeća da servisira dospjele obaveze. Novčani tok se projektuje za period u kome se očekuje njegovo stabilizovanje, a koji ne može biti kraći od pet godina. S obzirom na pretpostavku o nastavku rada Preduzeća u neograničenom periodu u budućnosti, potrebno je procijeniti vrijednost novčanog toka u periodu poslije detaljne projekcije, tzv. rezidualnom periodu. Vrijednost novčanog toka u rezidualnom periodu utvrđuje se tako što se stabilizovani neto novčani tok iz posljednje godine projekcije pomnoži sa koeficijentom očekivanog rasta netonovčanog toka u rezidualnom periodu i podijeli sa razlikom između diskontne stope i očekivane stope rasta neto novčanog toka u rezidualnom periodu.

Zbir sadašnje vrijednosti novčanih tokova u periodu detaljne projekcije i rezidualnom periodu predstavlja vrijednost kapitala.

Procjena prinosa vrijednosti kapitala zahtjeva:

- projekciju bilansa uspjeha
- projekciju bilansa stanja
- projekciju neto novčanog toka
- utvrđivanje cijene kapitala
- procjenu rezidualne vrijednosti kapitala
- procjenu prinosa vrijednosti kapitala

3.4.1. Projekcija bilansa uspjeha

Prilikom projekcije bilansa uspjeha usvojene su sljedeće pretpostavke, polazeći od projektovanog bilansa na 31.12.2021. godine:

Prihodi od prodaje učinaka su projektovani sa stopom rasta od 4% na godišnjem nivou.

Ostali poslovni prihodi nisu projektovani jer je pretpostavka da će se ukidanje ostatka rezervisanja u cjelokupnom preostalom iznosu desiti u 2021. godini.

Troškovi materijala su projektovani sa stopom rasta od 3% kroz projektovani period. Rast je projektovan iz razloga što je projektovan i rast prihoda, tako da je logično da će se sa rastom prihoda povećati i prateći troškovi.

Troškovi bruto zarada se projektuju da neće imati realnu promjenu vrijednosti, odnosno da će se ovi troškovi zadržati na postojećem nivou, što znači da će naknade radnicima i zavisni troškovi ostati na istom nivou, te da se broj radnika neće mijenjati.

Troškovi proizvodnih usluga su projektovani sa stopom rasta od 2% na godišnjem nivou.

Troškovi amortizacije i rezervisanja su projektovani na bazi nabavne vrijednosti postojeće opreme i objekata, kao i usvojenih stopa amortizacije.

Nematerijalni troškovi su projektovani po stopi rasta od 2% na godišnjem nivou..

Rashodi finansiranja su projektovani po stopi rasta od 2% na godišnjem nivou.

Porez na dobitak obračunat je po stopi od 10%.

Uzimajući prethodno navedene pretpostavke, projektovan je bilans uspjeha za narednih pet godina :

NAZIV PROJEKCIJE	Projektovano stanje na dan 31.12.2021. godine	Godine projekcije				
		I	II	III	IV	V
I UKUPNI PRIHODI	6,809,934	5,113,131	5,317,656	5,583,539	5,862,716	6,155,852
Poslovni prihodi	4,916,472	5,113,131	5,317,656	5,583,539	5,862,716	6,155,852
Finansijski prihodi	0	0	0	0	0	0
Ostali prihodi	1,893,462	0	0	0	0	0
II UKUPNI RASHODI	4,543,248	4,627,724	4,715,191	4,774,143	4,834,577	4,896,517
Nabavna vrednost prodane robe	0	0	0	0	0	0
Troškovi materijala	2,968,336	3,057,386	3,149,108	3,212,090	3,276,332	3,341,858
Troškovi bruto zarada	1,102,720	1,102,720	1,102,720	1,102,720	1,102,720	1,102,720
Troškovi proizvodnih usluga	128,830	131,407	134,035	136,715	139,450	142,239
Troškovi amortizacije rezervisanja	300,000	293,100	286,359	279,772	273,338	267,051
Nematerijalni troškovi	17,496	18,021	18,381	18,749	19,124	19,506
Finansijski rashodi	25,866	25,090	24,588	24,096	23,615	23,142
Ostali rashodi	0	0	0	0	0	0
BRUTO DOBITAK (I – II)	2,266,686	485,407	602,466	809,396	1,028,138	1,259,335
Porez na dobitak	226,669	48,541	60,247	80,940	102,814	125,934
NETO DOBITAK	2,040,017	436,867	542,219	728,456	925,325	1,133,402

3.4.2. Projekcija bilansa stanja

Za potrebe projekcije bilansa stanja najprije su projektovani:

- obrtna sredstva i kratkoročne obaveze,
- stalnu imovinu,
- kapital,

- kratkoročne i dugoročne finansijske obaveze.

Projekcija obrtnih sredstva i kratkoročnih obaveza, stalne imovine I kapitala prikazana je u sljedećim tabelama:

R. Br.	Pozicija	Koef.obrta	godina				
			I	II	III	IV	V
1	Zalihe i dati avansi	2	2,556,565	2,658,828	2,791,769	2,931,358	3,077,926
2	Potraživanja od kupaca	6	852,188	886,276	930,590	977,119	1,025,975
3	Kratkoročni plasmani	2	0	0	0	0	0
4	Gotovina	180	28,406	29,543	31,020	32,571	34,199
5	Plaćeni PDV	12	144,872	150,667	158,200	166,110	174,416
6	Obrtna sredstva (1+2+3+4+5+6)		3,582,032	3,725,314	3,911,579	4,107,158	4,312,516
7	Kratkoročni krediti		4,657,965	4,286,959	3,853,562	3,427,125	3,015,962
8	Obaveze za zarade	12	91,893	91,893	91,893	91,893	91,893
9	Obaveze iz poslovanja	4	1,957,758	1,934,468	1,828,172	1,525,328	1,006,984
10	Izvori iz tekćeg poslovanja (8+9+10)		6,707,616	6,313,320	5,773,627	5,044,346	4,114,839

Dalje su projektovana stalna sredstva kako slijedi

R. Br.	NAZIV PROJEKCIJE	Godina projekcije				
		I	II	III	IV	V
1	Početno stanje	10,874,233	10,881,133	10,885,774	10,888,272	10,888,736
2	Investicije u stalna sredstva	300,000	291,000	282,270	273,802	265,588
3	Amortizacija	293,100	286,359	279,772	273,338	267,051
4	Stalna sredstva	10,881,133	10,885,774	10,888,272	10,888,736	10,887,273

Kompletan projektovani bilans stanja je prikazan u sledećoj tabeli:

R.br.	naziv	6/30/2021	I	II	III	IV	V
		iznos KM	iznos KM	iznos KM	iznos KM	iznos KM	iznos KM

	Aktiva						
1	A. Neuplaćeni upisani kapital	0	0	0	0	0	0
2	B. Stalna imovina (I do III)	10,874,233	10,881,133	10,885,774	10,888,272	10,888,736	10,887,273
3	I. Nematerijalna ulaganja	0	0	0	0	0	0
4	II. Osnovna sredstva	10,874,233	10,881,133	10,885,774	10,888,272	10,888,736	10,887,273
5	III. Dugoročni finansijski plasmani	0	0	0	0	0	0
6	V. Obrtna imovina (I do IV)	9,029,047	3,582,032	3,725,314	3,911,579	4,107,158	4,312,516
7	I. Zalihe i stalna imovina namijenjena prodaji	7,035,693	2,556,565	2,658,828	2,791,769	2,931,358	3,077,926
8	II. Kratkoročna potraživanja i plasmani	1,993,355	852,188	886,276	930,590	977,119	1,025,975
9	III. Gotovinski ekvivalenti, gotovina	1,989	28,406	29,543	31,020	32,571	34,199
10	IV Porez na dodanu vrijednost	50,167	144,872	150,667	158,200	166,110	174,416
11	G. Aktivna vremenska razgraničenja	1,313	0	0	0	0	0
12	D. Poslovna imovina (A do G)	19,903,280	14,463,165	14,611,088	14,799,851	14,995,894	15,199,789
13	Đ. Gubitak iznad kapitala	0	0	0	0	0	0
14	Poslovna Aktiva (D+Đ)	19,903,280	14,463,165	14,611,088	14,799,851	14,995,894	15,199,789
	Pasiva						
14	A. Kapital (I+II+III+IV+V-VI)	5,276,674	7,656,686	8,198,905	8,927,361	9,852,685	10,986,087
15	I. Osnovni kapital	5,179,802	5,179,802	5,179,802	5,179,802	5,179,802	5,179,802
16	II. Emisiona premija	0	0	0	0	0	0
17	III. Revalorizacione rezerve	0	0	0	0	0	0
18	IV. Rezerve iz dobitka	0	0	0	0	0	0
19	V. Neraspoređeni dobitak	2,040,017	2,476,884	3,019,103	3,747,559	4,672,883	5,806,285
20	VI. Gubitak do visine kapitala	0	0	0	0	0	0
21	B. Dugoročna rezervisanja	1,893,462	0	0	0	0	0
22	V. Obaveze (I+II)	12,733,144	6,806,479	6,412,183	5,872,490	5,143,209	4,213,702
23	I. Dugoročne obaveze	98,863	98,863	98,863	98,863	98,863	98,863
24	II. Kratkoročne obaveze	12,634,281	6,707,616	6,313,320	5,773,627	5,044,346	4,114,839
25	G. Pasivna vremenska razgraničenja	0	0	0	0	0	0
26	Poslovna Pasiva (A+B+V+G)	19,903,280	14,463,165	14,611,088	14,799,851	14,995,895	15,199,789

3.4.3. Projekcija neto novčanog toka

Na osnovu projektovanog bilansa uspjeha i bilansa stanja, projektovan je i neto novčani tok kroz period projekcije:

R. Br.	NAZIV PROJEKCIJE	Godina projekcije				
		I	II	III	IV	V
1	PRILIV	7,979,828	829,714	1,009,706	1,200,213	1,402,081
2	Neto dobitak	2,040,017	542,219	728,456	925,325	1,133,402
3	Amortizacija	293,100	286,359	279,772	273,338	267,051
4	Povećanje dobavljača	0	0	0	0	0
5	Smanjenje potraživanja	1,141,167	0	0	0	0
6	Smanjenje zaliha	4,479,128	0	0	0	0
7	Povećanje novčanih sredstava	26,417	1,136	1,477	1,551	1,629
8	ODLIV	6,226,665	456,484	732,931	823,673	921,949
9	Smanjenje dobavljača	5,926,665	29,134	273,406	363,753	460,937
10	Smanjenje novčanih sredstava	0	0	0	0	0
11	Povećanje potraživanja	0	34,088	44,314	46,529	48,856
12	Povećanje zaliha	0	102,263	132,941	139,588	146,568
13	Investiciono ulaganje	300,000	291,000	282,270	273,802	265,588
14	Otplata dugoročnih kredita	0	0	0	0	0
15	NETO NOVČANI TOK (1-8)	1,753,164	373,230	276,775	376,540	480,132

3.4.4. Cijena kapitala

Cijenu kapitala čini zbir:

- prinosa na bezrizična ulaganja
- premija za rizik ulaganja
- premija rizika ulaganja u procjenjivano preduzeće

Stopa prinosa na bezrizična ulaganja utvrdila je Direkcija za privatizaciju Republike Srpske i ona iznosi 3% ("Službeni Glasnik RS" 29/04).

Stopu rizika ulaganja u Republiku Srpsku utvrdila je Direkcija za privatizaciju Republike Srpske i ona iznosi 6% ("Službeni Glasnik RS" 30/04).

Premija rizika ulaganja u analizirano Preduzeće, saglasno članu 11. Uredbe o metodologiji za procjenu vrijednosti kapitala preduzeća ("Službeni Glasnik RS" 30/04) utvrđena je na sledeći način:

veličina preduzeća	1,0%
kvalitet organizacije	2,0%
finansijski položaj	2,0%

prodajni potencijal	1,0%
moćnost pouzdanog predviđanja poslovanja	1,0%
SVEGA	<u>7,0%</u>

Uzimajući u obzir sve naprijed navedeno cijena kapitala iznos:

prinos na bezrizična ulaganja	3,0%
premija za rizik ulaganja	6,0%
premija rizika ulaganja u procjenjivano preduzeće	<u>7,0%</u>
SVEGA	16,0%

3.4.5.

Rezidualna vrijednost

Rezidualna vrijednost utvrđena je tako što je neto novčani tok iz posljednje godine projekcije uvećan za 2%, a potom kapitalizovan sa cijenom kapitala umanjenim za stopu rasta reziduala.

Stopa rasta u rezidualu od 2% predviđena je iz razloga što se preduzeće suočava sa narastajućom konkurencijom i složenim privrednim ambijentom, što će u znatnoj mjeri usporiti rast preduzeća.

$$\text{Rezidualna vrijednost} = \frac{\text{Neto novčani tok posljednje godine projekcije} \times (1 + \text{stopa rasta reziduala})}{(\text{diskontna stopa} - \text{stopa rasta reziduala})/100}$$

$$\text{Rezidualna vrijednost} = \frac{228.597 \times 1,02}{(16 - 2) / 100} = 792.964 \text{ KM}$$

3.4.6. Proračun prinosa vrijednosti kapitala (metoda DNT)

Polazeći od projektovanog neto novčaoog toka, rezidualne vrijednosti i utvrđene cijene kapitala, prinosna vrijednost kapitala je:

Godina projekcije	Novčani tok	Diskontna stopa	Sadašnja vrijednost
I	1,753,164	0.862068966	1,511,348
II	373,230	0.743162901	277,371
III	276,775	0.640657674	177,318
IV	376,540	0.552291098	207,960
V	480,132	0.476113015	228,597

I. Svega			2,402,593
II. Rezidualna vrijednost	233,169		1,665,494
UKUPNO (I+II)			4,068,088
BROJ AKCIJA			5,179,802
VRIJEDNOST PO AKCIJI			0.785

Saglasno navedenom, prinosna vrijednost kapitala Preduzeća po DNT metodi iznosi 4.068.088 KM, odnosno 0,785 KM po jednoj akciji.

4. TEST PRIHVATLJIVOSTI PROCIJENJENE VRIJEDNOSTI KAPITALA

Test prihvatljivost procijenjene vrijednosti kapitala je urađen na sljedeći način:

- utvrđen je prosječno projektovani bruto dobitak na bazi projektovanog bilansa uspeha u odeljku 3.4.1. glave 3,
- prosječno projektovani bruto dobitak kod likvidacione vrijednosti kapitala korigovan je na više za iznos smanjenja amortizacije po osnovu procjene građevinskih objekata, postrojenja i opreme po likvidacionoj vrijednosti koja je niža od njihove knjigovodstvene vrijednosti,
- na korigovani prosječno projektovani bruto dobitak obračunava se porez na dobitak po stopi od 10%,
- neto dobitak je razlika između korigovanog prosječno projektovanog bruto dobitka i poreza na dobitak,
- stopa prinosa je izračunata iz odnosa neto dobitka i procijenjene vrijednosti kapitala.

Shodno iznesenom, stopa prinosa na procijenjenu vrijednost kapitala je:

Naziv	Vrijednost kapitala		
	Knjigovodstvena	Likvidaciona	Prinosna
1. Prosječno projektovani bruto dobitak	836,948	836,948	836,948
2. Promjena amortizacije		300,000	
3. Korigovani bruto dobitak (1 + 2)	836,948	1,136,948	836,948
4. Porez na dobitak (10% od iznosa pod 3)	83,695	113,695	83,695
5. Neto dobitak (3 - 4)	753,254	1,023,253	753,253
6. Vrijednost kapitala	5,276,674	1,131,309	4,068,088
7. Stopa prinosa (5/6)x100	14.28%	90.45%	18.52%

5. OBJEKTIVNA VRIJEDNOST KAPITALA

Vrijednost kapitala preduzeća je osnova (baza) za sticanje dobitka (profita). Dobitak iskazan u apsolutnom iznosu, koliki god da bio, ne pruža informacije o zarađivačkoj moći preduzeća sve dok se on ne stavi u odnos sa uloženim kapitalom i ne izrazi stopom prinosa na uloženi kapital. Budući da se vrijednost preduzeća izražava vrijednošću sopstvenog kapitala, radi se o stopi prinosa na sopstveni kapital, koja je u fokusu potencijalnog investitora. Potencijalni investitor ocjenjuje da li je stopa prinosa za njega prihvatljiva. Stopa prinosa svakako nije jednaka cijeni kapitala, jer u ovom slučaju, cijena kapitala je uvijek viša od stope prinosa.

S druge strane vlasnici preduzeća necijene samo apsolutni iznos kapitala, već i stopu prinosa. **Zbog toga je objektivna vrijednost kapitala ona vrijednost koja je prihvatljiva za vlasnike preduzeća.**

	Procijenjena vrijednost kapitala (KM)	Stopa prinosa (%)
Knjigovodstvena vrijednost kapitala	5.276.674	14.28%
Likvidaciona vrijednost kapitala	1.131.309	90.45%
Prinosna vrijednost kapitala	4.068.088	18.52%

Najvišu stopu prinosa ima likvidaciona vrijednost (90,45%), a u apsolutnom iznosu od 1.131.309 KM, odnosno 0,2184 KM po jednoj akciji.

Prinosna vrijednost ima srednju stopu prinosa (18,52%), što je u apsolutnom iznosu 4.068.088 KM, odnosno 0,785 KM po jednoj akciji.

Knjigovodstvena vrijednost ima najnižu stopu prinosa (14,28%), u apsolutnom iznosu 5.276.674 KM, odnosno 1,0187 KM po jednoj akciji.

S obzirom da je likvidaciona vrijednost kapitala najniža vrijednost koja je ujedno i donji prag vrijednosti kapitala jer svaka druga niža vrijednost bi značila da bi trebalo Preduzeće što prije likvidirati i uzeti višu vrijednost (likvidacionu) za uloženi kapital.

Zbog trenutne nemogućnosti pouzdane procjene prihoda u budućem periodu, prije svega zbog negativnih uticaja koje ostavlja pandemija virusa korona na globalna ekonomska dešavanja, smatram da **prinosna vrijednost Preduzeća nije njegova fer vrijednost**. Nadalje, ova vrijednost se odbacuje i zbog polugodišnjih finansijskih izvještaja koji nisu revidirani, te bi finansijski izvještaji na kraju 2021. godine mogli značajnije da odstupaju od projektovanih.

S toga, moje uvjerenje je da je fer vrijednost kapitala Preduzeća njegova kombinovana vrijednost, sa učešćem od 50% likvidacione i 50% knjigovodstvene vrijednosti iskazane na dan 30.06.2021. godine.

Na osnovu prethodno navedenog:

Moje uvjerenje je da je objektivna vrijednost kapitala Preduzeća njegova kombinovana vrijednost, koja se sastoji od 50% njegove likvidacione vrijednosti i 50% njegove knjigovodstvene vrijednosti,, u apsolutnom iznosu: 3,203,992 KM, odnosno 0,62 KM po jednoj akciji i godišnjom stopom prinosa od 26,12 % godišnje.

Ovlašćeni procjenitelj



Siniša Risojević, dipl.ecc.

6. PRILOZI

- Revizorski izvještaj za 2019. godinu
- Revizorski izvještaj za 2018. godinu
- Bilans stanja i uspjeha na dan 30.06.2021. godine
- Finansijski izvještaj za 2020. godinu
- Finansijski izvještaj za 2019. godinu
- Finansijski izvještaj za 2018. godinu



Na osnovu člana 24. Pravilnika o uslovima sticanja sertifikata ovlašćenog procjenjivača Udruženja ovlašćenih procjenjivača u Bosni i Hercegovini, broj 03/11 od 23.05.2011. godine, Udruženje ovlašćenih procjenjivača u Bosni i Hercegovini izdaje

L I C E N C U

za obavljanje profesionalno-stručne aktivnosti u zvanju

OVLAŠĆENOG PROCJENJIVAČA

Siniša (Mirko) Risojević

Licenca se izdaje na osnovu Sertifikata broj 226-279, izdatog od strane Udruženja ovlašćenih procjenjivača u Bosni i Hercegovini 28.10.2014. godine. Sticanjem ove licence njen nosilac dokazuje da je ispunio zahtjeve profesionalnih i etičkih standarda za vršenje poslova ovlašćenog procjenjivača. Aktivnosti člana suprotne Svečanoj izjavi povlače odgovornost po osnovu Kodeksa etike ovlašćenih procjenjivača. Licenca je vlasništvo Udruženja ovlašćenih procjenjivača u Bosni i Hercegovini i na njegov zahtjev se mora vratiti.

Broj licence: 226-279/20

Licenca važi do 31.12.2021. godine.

U Banjoj Luci, 01.01.2020. godine.

Predsjednik Udruženja

Mr Milan Pucarević



Partner Udruženja ovlašćenih procjenjivača u Bosni i Hercegovini
Partner of the Association of Certified Appraisers in Bosnia and Herzegovina



Full member of International Valuation Standard Council
Punopravni član Međunarodnog savjeta za standarde vrednovanja

