

JESV Jedinstvo Sevojno a.d, Sevojno Analiza Boniteta

Osnovni podaci

Tabela 1: Osnovni podaci

Naziv	Jedinstvo
Poslovno ime	MONTAŽNO-PROIZVODNO PREDUZEĆE JEDINSTVO ZA IZRADU I MONTAŽU TERMO I HIDRO IZOLACIJA I POSTROJENJA AKCIONARSKO DRUŠTVO
Status	Aktivno privredno društvo
Matični broj	07188307
Pravna forma	Akcionarsko društvo
Sedište	Opština: Užice, Mesto: Sevojno, Ulica i broj: Prvomajska 66
Datum osnivanja	07.08.1991
PIB	102136136
Naziv sektora	F-Građevinarstvo
Predmet analize	Konsolidovani finansijski izveštaji

Sažetak

U 2012. godini dolazi do smanjenja EM Score i Tafler z-score posebno ovog poslednjeg. Međutim njihove vrednosti su još uvek daleko iznad zone bankrotstva. Problem sa ovim modelima je što ne uzimaju u obzir cash-flow analizu. Analiza novčanih tokova pokazuje da je preduzeće predmet analize izloženo kratkoročnim finansijskim rizicima.

Jedinstvo ima ispoštovana elementarna pravila finansiranja, pozitivan neto obrtni kapital, usklađenost sredstava i njihovih izvora finansiranja po ročnosti što predstavlja čvrstu finansijsku strukturu što svakako treba iskoristi za otklanjanje kratkoročnih finansijskih rizika.

Pokazatelji profitabilnosti po svojim iskazanim ostvarenjima su zadovoljavajući. Ali vrednosti racia kvaliteta dobitka upućuju na ispitivanje kvaliteta finansijskih izveštaja, kako bi se iskazan dobitna ostvarenja i potvrdila.

Opšta analiza finansijskih izveštaja

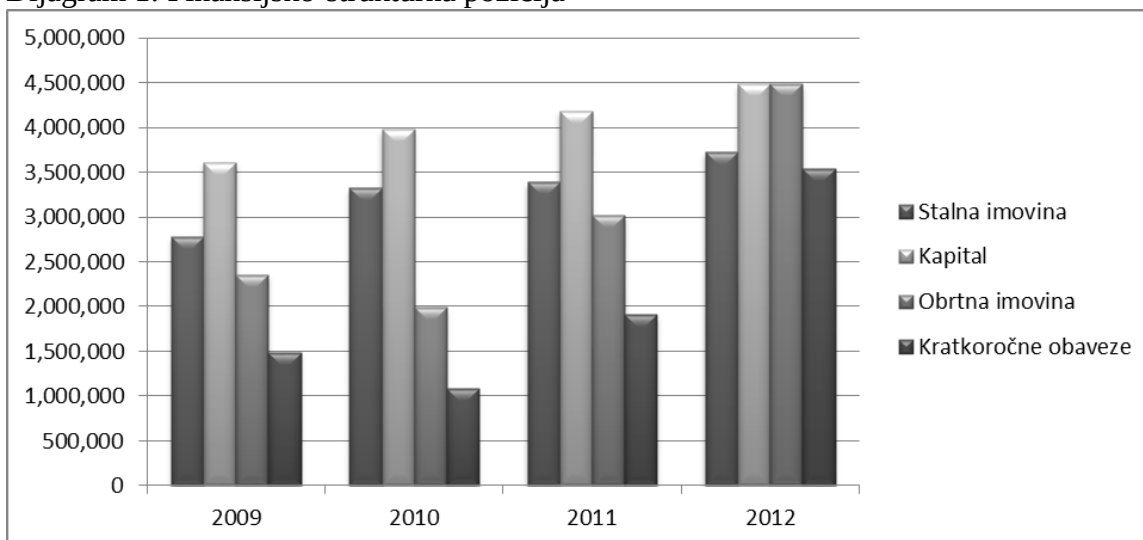
Tabela 1: Sažeti bilans stanja u 000 RSD

Dan bilansa	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Aktiva				
Gotovinski ekvivalentni i gotovina	171,113	108,554	199,510	410,937
Kratkoročni finansijski plasmani	1,133,567	751,370	423,060	778,000
Potraživanja	626,805	682,987	1,607,722	2,156,704
Zalihe	250,673	261,875	598,566	1,018,707
Ostala obrtna imovina	172,347	183,256	188,979	119,475
Obrtna imovina	2,354,505	1,988,042	3,017,837	4,483,823
Rast	/	-15.56%	51.80%	48.58%
Dugoročni finansijski plasmani	18,804	49,756	40,286	86,463
Nekretnine, postrojenja, oprema i biološka sredstva	1,007,998	1,327,146	1,383,578	1,472,058
Ostala dugoročna imovina	1,748,308	1,944,905	1,966,537	2,168,272
Stalna imovina	2,775,110	3,321,807	3,390,401	3,726,793
Ukupna Aktiva	5,129,615	5,309,849	6,408,238	8,210,616
Obaveze & akcionarski kapital				
Obaveze iz poslovanja	1,160,972	913,036	1,387,874	2,830,018
Kratkoročne finansijske obaveze	221,184	73,298	344,555	525,001
Ostale kratkoročne obaveze	104,067	99,158	177,414	182,826
Kratkoročne obaveze	1,486,223	1,085,492	1,909,843	3,537,845
Rast	/	-26.96%	75.94%	85.24%
Dugoročni krediti	441	10,884	8,714	157,928
Dugoročna rezervisanja	6,584	3,012	9,125	4,749
Ostale dugoročne obaveze	21,542	230,049	295,684	26,802
Dugoročne obaveze	21,542	240,933	304,398	184,730
Ukupne obaveze	1,514,349	1,329,437	2,223,366	3,727,324
Rast	/	-12.21%	67.24%	67.64%
Osnovni kapital	668,822	687,297	686,251	550,378
Neraspoređeni dobitak & ostali kapital	2,944,162	3,292,353	3,497,295	3,934,661
Kapital	3,612,984	3,977,650	4,183,546	4,485,039
Rast	/	10.09%	5.18%	7.21%
Ukupna pasiva	5,130,903	5,311,175	6,410,051	8,213,205

U poslednje dve godine preduzeće predmet analize ima relativno snažan rast obrtne imovine od 51,80% i 48,58% što je posledica rasta zaliha i potraživanja. Rast potraživanja je upozoravajući pošto on indicira i moguću otežanu naplatu. U istom periodu kratkoročne obaveze rastu brže od obrtne imovine ali taj rast je pre svega posledica usporavanja izmirenja obaveza prema dobavljačima. U poslednjoj godini dolazi do smanjenja dugoročnih obaveza tako da bi preduzeće predmet analize moglo u

narednom periodu da razmisli o dodatnom dugoročnom zaduživanju koje bi delom bilo poželjno ikoristiti i za smanjenje kratkoročnih obaveza.

Dijagram 1: Finansijsko-strukturna pozicija



Dijagram 2: Vanbilansne pozicije

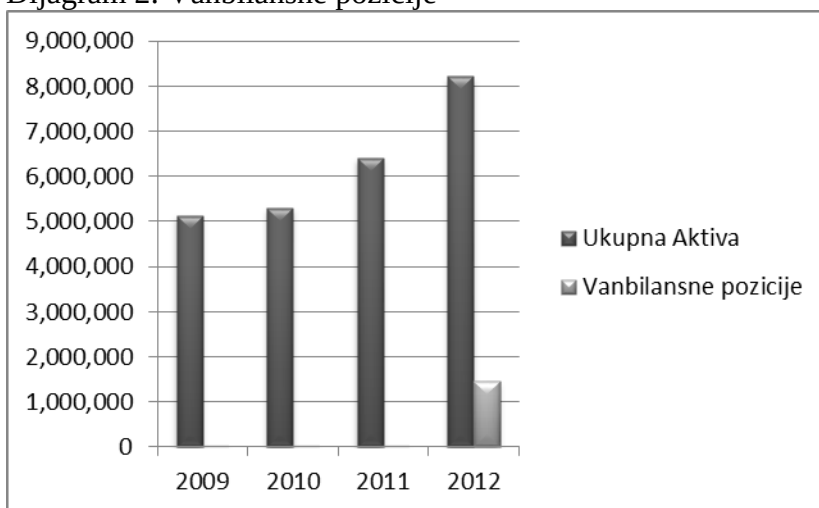


Tabela 2: Sažeti bilans uspeha u 000 RSD, osim za zaradu po akciji

Dan bilansa	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Poslovni prihodi	4,110,977	4,213,156	4,472,716	6,060,768
Rast	/	2.49%	6.16%	35.51%
Troškovi materijala i robe	2,053,624	2,013,739	2,304,046	3,511,680
Rast	/	-1.94%	14.42%	52.41%
Bruto dobitak	2,057,353	2,199,417	2,168,670	2,549,088
Operativni troškovi	1,600,386	1,852,481	1,843,136	2,243,383
Rast	/	15.75%	-0.50%	21.72%
Poslovni dobitak	456,967	346,936	325,534	305,705
Finansijski prihodi	156,763	230,347	89,597	157,187
Finansijski rashodi	40,967	116,882	104,393	118,453
Ostali prihodi (rashodi)	-18,475	72,516	80,918	40,520
Neto dobitak	551,264	489,398	365,023	312,397
Rast	/	-11.22%	-25.41%	-14.42%
Osnovna zarada po akciji	1809.09	1606.06	1197.90	1025.20
Razvodnjena zarada po akciji	1809.09	1606.06	1197.90	1025.20

U celom posmatranom periodu imamo pad dobitnih ostvarenja izuzev što u poslednjoj godini dolazi do rasta bruto dobitka, ali rast operativnih troškova u 2012 dovodi do smanjenja poslovnog dobitka i neto dobitka i u 2012. godini.

Dijagram 3: Kretanje poslovnih prihoda i rashoda

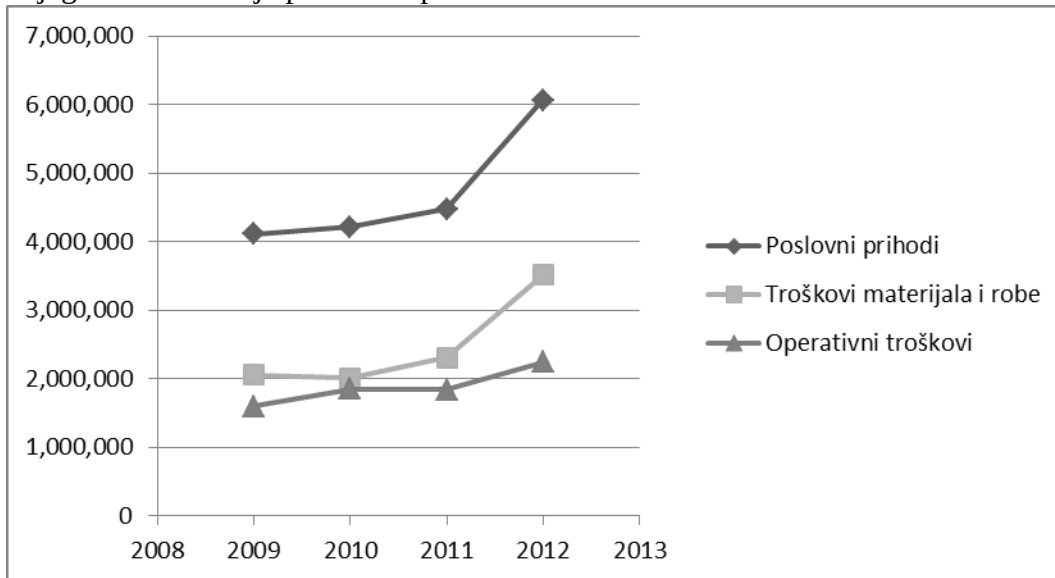


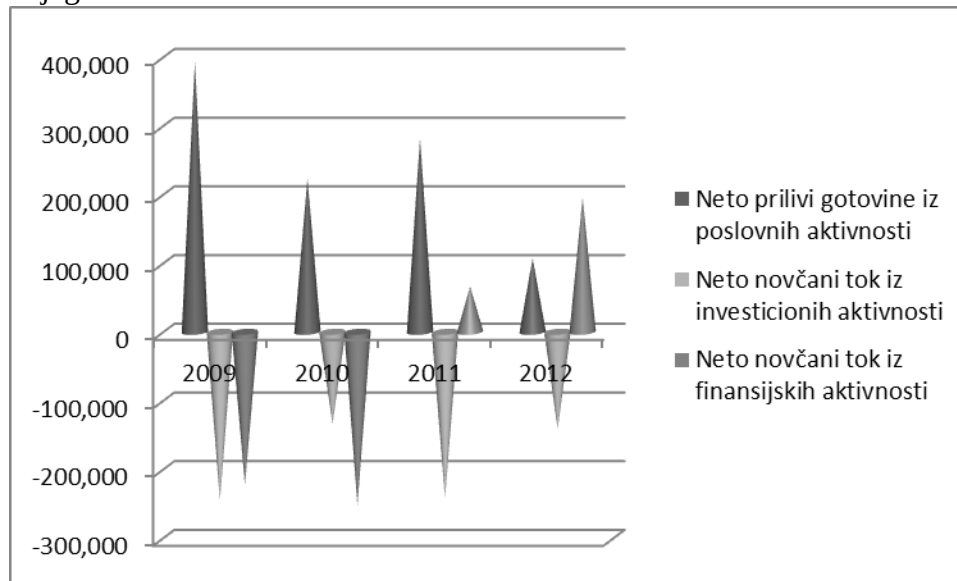
Tabela 3: Sažeti izveštaj o tokovima gotovine u 000 RSD

Dan bilansa	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Tokovi gotovine iz poslovnih aktivnosti				
Prodaja i primljeni avansi	4,444,028	4,870,910	4,566,750	6,464,667
Ostali prihodi iz redovnog poslovanja	108,472	234,730	131,683	116,681
Isplate dobavljačima i dati avansi	3,540,244	4,212,749	3,677,418	5,220,496
Zarade, naknade zarada i ostali lični rashodi	575,910	623,145	668,751	1,098,223
Plaćene kamate	6,127	17,811	43,544	34,603
Porez na dobitak	35,997	28,422	26,397	15,618
Plaćanja po osnovu ostalih javnih rashoda	0	0	0	105,049
Neto prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	394,222	223,513	282,323	107,359
Rast	/	-43.30%	26.31%	-61.97%
Novčani tokovi iz aktivnosti investiranja				
Prodaja akcija i udela (neto priliv)	0	34,852	20,490	0
Prodaja nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	5,403	2,381	0	32,082
Primljene kamate iz aktivnosti investiranja	44	0	0	12,717
Primljene dividende	0	49,913	9,147	0
Kupovina akcija i udela (neto odliv)	0	0	0	8,476
Kupovina nematerijalnih ulaganja, nekretnina, postrojenja, opreme i bioloških sredstava	176,672	217,183	136,263	157,863
Rast	/	22.93%	-37.26%	15.85%
Ostali finansijski plasmani (neto)	-74,880	-3,800	-135,676	-20,110
Neto novčani tok iz investicionih aktivnosti	-246,105	-133,837	-242,302	-141,650
Novčani tokovi iz aktivnosti finansiranja				
Isplaćene dividende	0	308,174	199,033	151,623
Dugoročni i kratkoročni krediti (neto prilivi)	226,532	275,546	302,946	218,786
Dug. i kratkoročni krediti i ostale obaveze (neto odlivi)	1,293	208,327	80,204	314,850
Uvećanje osnovnog kapitala	0	0	0	0
Otkup sopstvenih akcija i udela	28,472	9,253	0	0
Ostale finansijske aktivnosti	419,565	2,247	5,206	22,233
Neto novčani tok iz finansijskih aktivnosti	-222,798	-252,455	66,097	196,024
Neto priliv (odliv) gotovine i gotovinskih ekvivalenata	-74,681	-162,779	106,098	161,733
Gotovina na početku obračunskog perioda	202,840	171,113	108,554	199,510
Pozitivne (negativne) kursne razlike	42,954	100,220	-15,142	49,694
Gotovina na kraju obračunskog perioda	171,113	108,554	199,510	410,937

Nakon rasta neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti u 2011, u 2012 dolazi do njihovog snažnog pada i prvi put u posmatranom periodu oni nisu dovoljni za pokriće kapitalnih izdataka. Ovakav trend može imati negativne posledice po buduću finansijsko - strukturnu poziciju. Nedostatak gotovine kreirane iz suštinskog poslovanja nužno vodi u

dodatno zaduživanje što se vidi i iz dela izveštaja o novčanim tokovima koji se odnosi na finansijske aktivnosti. U poslednje dve godine neto novčani tokovi iz finansijski aktivnosti su pozitivni što je rezultat dodatnog zaduživanja. Dodatno zaduživanje u poslednje dve godine je korišćeno i za isplatu dividendi što svakako nije opravdano, pogotovo ako imamo u vidu i smanjenje kapitalnih izdataka u ove dve poslednje godini što se u izvesnoj meri može pravdati i opštim padom privredne aktivnosti.

Dijagram 4: Analiza novčanih tokova



Analiza kratkoročnih finansijskih rizika

Tabela 4: Pokazatelji likvidnosti i gotovinski ciklus

Naziv racia	ON	2009	2010	2011	2012	Sektor 2012	Energoprojekt 2012
Racio tekuće likvidnosti	2	1.58	1.83	1.58	1.27	0.83	1.54
Racio redukovane likvidnosti	1	1.42	1.59	1.27	0.98	0.58	1.27
Racio likvidnosti na bazi NNT iz poslovanja	0.4	0.29	0.17	0.19	0.04	n/a	0.01
Koeficijent obrta zaliha u danima		21	22	35	49	106	84
Koeficijent obrta potraživanja u danima		59	57	94	114		103
Koeficijent obrta dobavljača u danima		145	124	134	173		139
Gotovinski ciklus		(64)	(45)	(5)	(10)		48

Likvidnost preduzeće predstavlja njegovu sposobnost da izmiruje obaveze u trenutku njihove dospelosti na taj način da ne ugrozi svoje kontinuirano poslovanje. Jedinstvo ima oba statička racia likvidnosti (tekući racio likvidnosti i redukovani racio likvidnosti) ispod orijentacione normale i od 2010 oba ova pokazatelja su u padu. U 2012 oni su veći

od proseka građevinskog sektor ali su niži od njihovih vrednosti za uporedivo preduzeće. Preduzeća svoje obaveze izmiruju gotovinom tako da je u analizu likvidnosti potrebno uvesti i analizu novčanih tokova pre svega promene na obrtnom kapitalu i dinamički racio likvidnosti koji predstavlja odnos između neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti i prosečnih kratkoročnih obaveza. Pored toga u analizu likvidnosti je potrebno uključiti i pokazatelje efikasnosti jer preduzeće može da ima relativno niske pokazatelje statičke likvidnosti ali je sposobno da brzo proizvede, proda i naplati svoje proizvode i tako osigura svoju likvidnost.

Jedinstvo u celom posmatranom periodu ima dinamički racio likvidnosti ispod orijentacione normale i on je u 2012 na prilično niskom nivo. Posebno je zabrinjavajuće što u 2012 preduzeće predmet naše analize ima prilive gotovine na osnovu promena na obrtnom kapitalu što je posledica velikog povećanja neizmirenih obaveza prema dobavljačima. Ovakvo kretanje gotovine na osnovu obrtnog kapitala je upozoravajuće kada imamo u vidu ukupno kreiranu gotovinu iz poslovnih aktivnosti u ovom periodu, i ono implicira da preduzeće ne uspeva da kreira gotovinu iz svog suštinskog poslovanja. U celom posmatranom periodu Jedinstvo ima negativan gotovinski ciklus što je poželjna karakteristika ali ne i kada je on ostvaren preteranim odugovlačenjem izmirenja obaveza prema dobavljačima jer se dobavljači mogu okrenuti prema drugim poslovnim partnerima i tako izazvati zastoje u poslovanju.

Racio kvaliteta prihoda predstavlja odnos novčanih priliva od prodaje i prihoda od prodaje. Ovaj pokazatelj je veoma važan indikator kvaliteta finansijskih izveštaja. Brži rast potraživanja od prihoda može biti posledica fiktivnog priznavanja prihoda, priznavanja prihoda pre njegovog nastanka ili neadekvatnog umanjenja obezvređenih potraživanja. Poželjno je da ovaj odnos bude blizu 1. Značajnije zaostajanje priliva za prihodima ukazuje na povećani rizik likvidnosti. U našem slučaju ovaj pokazatelj je u celom posmatranom periodu iznad 1. Međutim mi ovde imamo problem sa vrednostima racia kvaliteta dobitka. *Racio kvaliteta dobitka* predstavlja odnos između neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti i neto dobitka. I njegova poželjna vrednost je 1. Preduzeće može da ima ovaj pokazatelj manji od 1 opravdano u slučaju kada ulazi u investicioni ciklus i ima odlive po osnovu obrtnog kapitala što smanjuje neto novčane tokove iz poslovnih aktivnosti i stvara razliku između njih i neto dobitka. Ovo možda može biti opravdanje za vrednosti ovog pokazatelja od 0.46 i 0,77 u 2010 i 2011 respektivno, ali i tu imamo čudna kretanja veći odlivi na osnovu obrtnog kapitala u 2011 u odnosu na 2010 a ovaj pokazatelj je u toj godini veći. Vrednost ovog pokazatelja u 2012 predstavlja ozbiljan upozoravajući indikator pogotovo ako imamo u vidu iznos promena na obrtnom kapitalu u ovoj godini. Zaostajanje novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti može biti posledica precenjivanja prihoda što ovde nije slučaj ali i potcenjivanja rashoda i kreiranja skrivenih gubitaka što u našem slučaju treba svakako detaljno dodatno ispitati jer vrednost ovog pokazatelja ukazuje na eventualno takvo ponašanje.

Dijagram 5: Racia likvidnosti

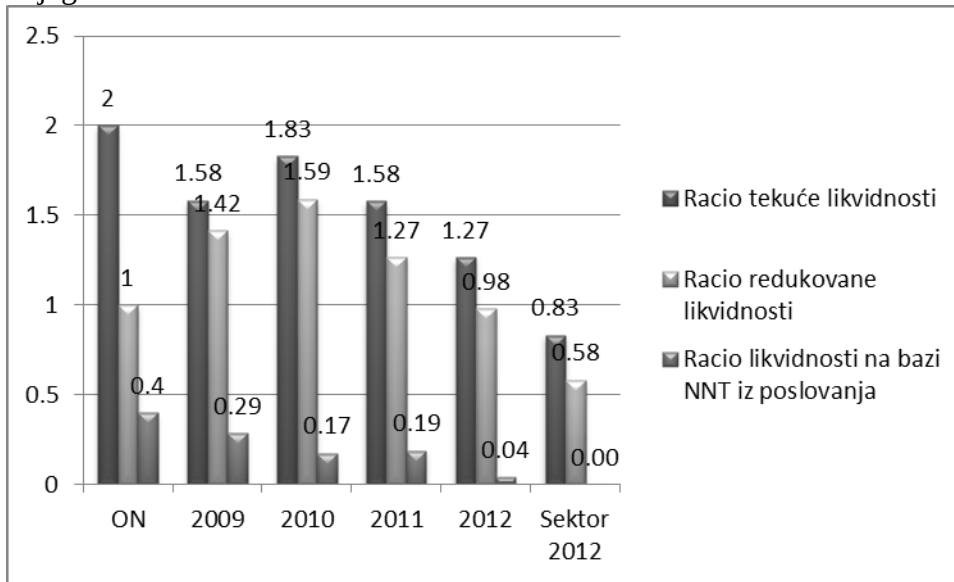
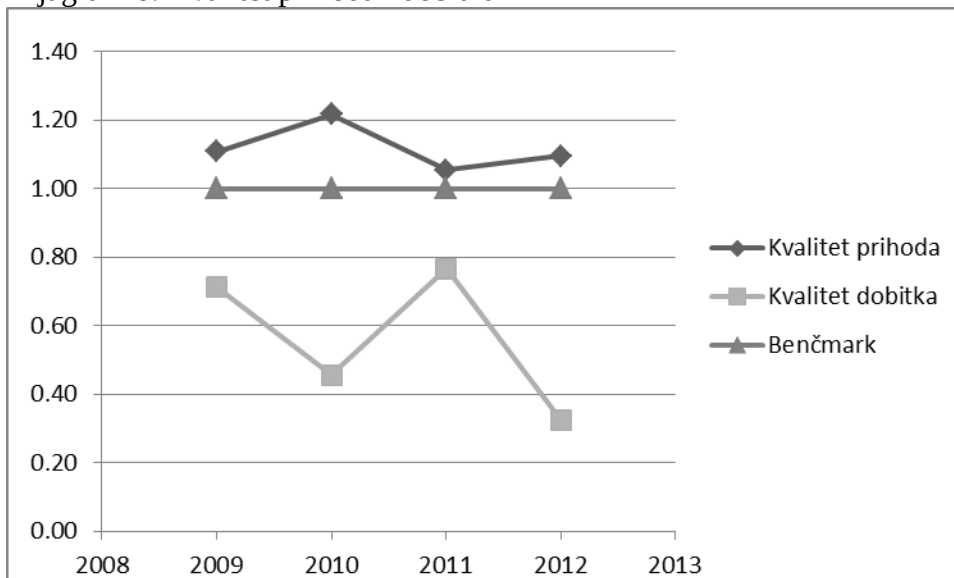


Tabela 5: Analiza novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti

Pozicija u 000 RSD / pokazatelj	2009	2010	2011	2012
Prilivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	4,552,500	5,105,640	4,698,433	6,581,348
Odlivi gotovine iz poslovnih aktivnosti	4,158,278	4,882,127	4,416,110	6,473,989
Neto priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti	394,222	223,513	282,323	107,359
Novčani tok iz promena na nenovčanom obrtnom kapitalu	78,605	-333,205	-712,429	547,909
Kvalitet prihoda	1.11	1.22	1.05	1.09
Kvalitet dobitka	0.71	0.46	0.77	0.32

Dijagram 6: Kvalitet prihoda i dobitka



Analiza dugoročnih finansijskih rizika

Tabela 6: Izveštaj o neto obrtnom kapitalu

Pozicija, racio, u 000 RSD, %	2009	2010	2011	2012
1. Sopstveni kapital	3,612,984	3,977,650	4,183,546	4,485,039
2. Stalna imovina	2,775,110	3,321,807	3,390,401	3,726,793
3. Sopstveni NOK (1-2)	837,874	655,843	793,145	758,246
4. Dugoročna rezervisanja i obaveze	28,126	243,945	313,523	189,479
5. Neto obrtni kapital(3+4)	866,000	899,788	1,106,668	947,725
6. Zalihe	250,673	261,875	598,566	1,018,707
7. Višak (nedostatak) NOK u odnosu na zalihe (5-6)	615,327	637,913	508,102	-70,982
8 Kratkoročni krediti	221,184	73,298	344,555	525,001
9. Višak (nedostatak) kreditnih izvora u odnosu na zalihe (7+8 ili 8-7)	836,511	711,211	852,657	454,019
10. Racio pokrića zaliha NOK-om	345.47%	343.59%	184.89%	93.03%
11. Racio pokrića obrtne imovine NOK-om	36.78%	45.26%	36.67%	21.14%

Preduzeće predmet naše analize u celom posmatranom periodu ima pozitivan neto obrtni fond i to ne samo ukupni veći i sopstveni. Tako da možemo reći da Jedinstvo ima čvrstu finansijsku strukturu i ispoštovana elementarna pravila finansiranja. Ovo je utoliko važnije ako imamo u vidu prirodu njegovog poslovanja koja iziskuje znatnu fiksnu imovinu. Poželjno bi bilo da se ova relativno dobra strukturno-finansijska pozicija koja otvara prostor za dodatno dugoročno zaduživanje iskoristi kako bi se otklonili problemi u tekućem poslovanju koji se ogledaju u nedovoljnoj sposobnosti generisanja novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti.

Tabela 7: Pokazatelji solventnosti i efikasnosti

Naziv racia	ON	2009	2010	2011	2012	Sektor 2012	Energoprojekt 2012
Racio pokrića stalne imovine	1	1.30	1.20	1.23	1.20	0.58	1.27
Racio pokrića realne imovine	1	1.20	1.18	1.13	0.98	0.74	1.11
Racio zaduženosti I	1	0.42	0.33	0.53	0.83	1.74	1.14
Racio zaduženosti II	-	0.01	0.06	0.07	0.04	0.50	0.26
Racio pokrića kamata zaradom	5 do 7	74.58	19.48	7.48	8.83	n/a	2.63
Racio pokrića kamata NNT iz poslovanja	-	64.34	12.55	6.48	3.10	n/a	0.33
Racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja	0.20	0.28	0.16	0.16	0.04	n/a	0.01
Pokriće kapitalnih izdataka		2.23	1.03	2.07	0.68	n/a	0.11
Racio obrta poslovne imovine	0.84		0.81	0.76	0.83	0.36	0.96
Racio obrta fiksne imovine	4.18		3.61	3.30	4.24	0.65	3.23
Racio obrta kapitala	1.17		1.11	1.10	1.40	1.00	2.13
Racio obrta obrtne imovine	1.84		1.94	1.79	1.62	1.02	1.47

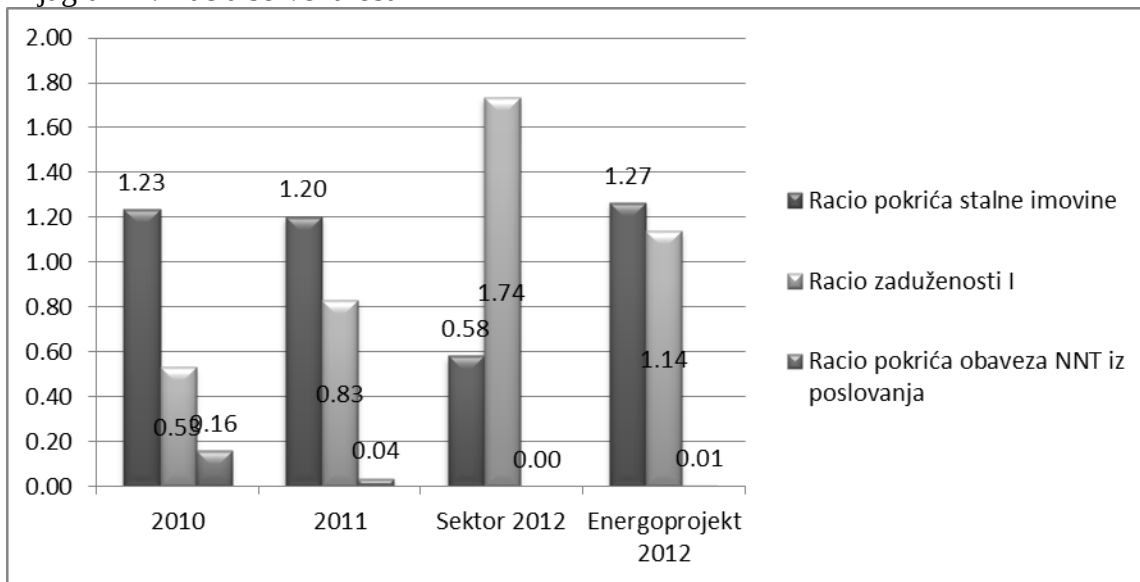
Solventnost preduzeća predstavlja njegovu sposobnost da u roku i prema ranije ugovorenoj dinamici plaća kamate i vrši otplatu dugoročnih obaveza. Racio analiza efikasnosti predstavlja važan segment racio analize finansijskih izveštaja. Prilikom analize likvidnosti videli smo kakav je uticaj racia obrta potraživanja, zaliha i dobavljača na poziciju likvidnosti preduzeća predmeta naše analize. Pored toga racia efikasnosti utiču i na solventnost i profitabilnost. Poželjno je da ovi pokazatelji budu što veći. Naravno u njihovoj analizi je potrebno uzeti u obzir i čime su određene vrednosti nazivnika ovih pokazatelja. Niska imovinska osnovica, tj. poslovanje sa zastarelom imovinom neopravdano pokazuje ovaj pokazatelj u boljem svetlu.

Jedinstvo u celom posmatranom periodu ima racia pokrića stalne i realne imovine, kao i racia zaduženosti daleko bolja od sektorskih proseka za ove pokazatelje. Takođe ovi pokazatelji su u celom posmatranom periodu dobri i u odnosu na njihove orjentacione normale.

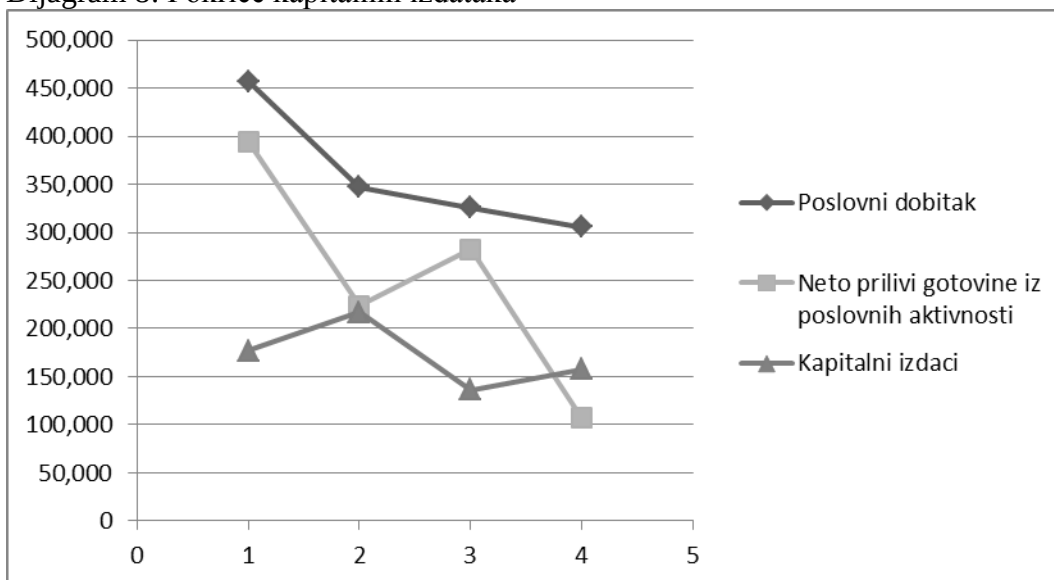
Međutim i ovde nas vrednosti racia pokrića kamate NNT iz poslovanja i racio pokrića obaveza NNT iz poslovanja u 2012 vraćaju na već ranije detektovani problem nedostatka generisanja gotovine iz suštinskog poslovanja.

Preduzeće predmet naše analize ima sporiji obrt ukupne imovine od uporedivog preduzeća ali je u isto vreme ovaj pokazatelj kod našeg preduzeća daleko iznad proseka za sektor u kojem ono posluje.

Dijagram 7: Racia solventnosti



Dijagram 8: Pokriće kapitalnih izdataka



Analiza profitabilnosti

Tabela 8: Pokazatelji profitabilnosti u %

Naziv racia	2009	2010	2011	2012	Sektor 2012	Energoprojekt 2012
Stopa bruto dobitka	29.04	27.52	29.83	26.72	n/a	30.44
Stopa poslovnog dobitka	11.12	8.23	7.28	5.04	2.17	2.80
Stopa neto dobitka	13.48	11.63	8.24	5.47	-7.61	3.45
ROA	11.26	9.39	6.29	4.53	-2.72	3.30
ROE	15.80	12.91	9.03	7.64	-7.57	7.34

Osnovna svrha preduzeća je kreiranje dodate vrednosti. Dodata vrednost je svorena kada je prinos na uloženi kapital veći u odnosu na cenu kapitala. Na tržištima u nastajanju u merenju kreiranja vrednosti kao oportunitetni trošak tj. cena kapitala se često uzima kamata na dugoročne devizne štedne uloge, što i nije najsretnije rešenje. Ako usvojimo taj kriterij možemo reći da Jedinstvo kreira dodatnu vrednost. Njegova ROE čak i u poslednjoj godini je zadovoljavajuća ako imamo u vidu da je ROE od 10% do 15% prosek i za S&P 500 u poslednjih nekoliko desetina godina. Međutim, ono što je zabrinjavajuće Jedinstvo u celom posmatranom periodu ima pad pokazatelja profitabilnosti u kontinuitetu. Ovi pokazatelji za preduzeće predmet naše analize su bolji od prosečnih sektorskih pokazatelja, kao i od pokazatelja profitabilnosti kod uporedivog preduzeća izuzev za stopu bruto dobiti koju Energoprojekt u 2012 ima veću nego što je ona kod Jedinstva. Naravno prilikom analize profitabilnosti ne smemo da zaboraviom ranije iskazanu potrebu za *ispitivanjem kvaliteta dobitka*.

Dijagram 9: Kretanje pokazatelja profitabilnosti

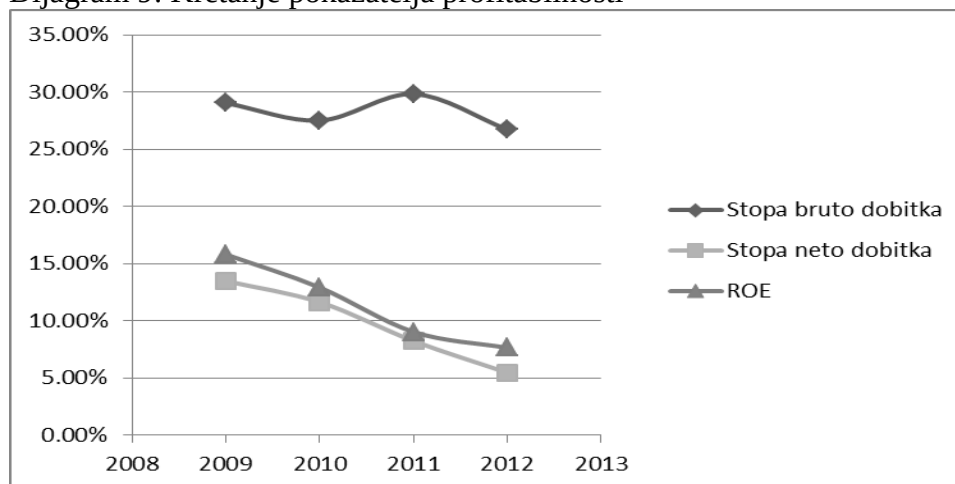


Tabela 9: DuPont sistem analize profitabilnosti u % / koeficijentima

Pokazatelj	2009	2010	2011	2012	Sektor 2012	Energoprojekt 2012
Profitabilnost u odnosu na prihode	13.48	11.63	8.24	5,47	-7.61	3.45
x	x	x	x	x	x	x
efikasnost	0.84	0.81	0.76	0.83	0.36	0.96
=	=	=	=	=	=	=
ROA	11.26	9.39	6.29	4.53	-2.72	3.30
x	x	x	x	x	x	x
Stepen zaduženosti	1.40	1.38	1.44	1.69	2.79	2.22
=	=	=	=	=	=	=
ROE	15.80	12.91	9.03	7.64	-7.57	7.34

DuPont sistem analize profitabilnosti razlaže analizu profitabilnosti na komponente što omogućava sagledavanje uticaja pojedinih komponenti na krajnji izraz profitabilnosti kao i analizu pokretača vrednosti preduzeća. Vidimo da Jedinstvo ima pad profitabilnosti u posmatranom periodu. Taj pad profitabilnosti je uzrokovan smanjenjem profitabilnosti u odnosu na prihode koja je merena kao odnosn neto dobitka i prihoda od prodaje. Iz tabele vidimo da u poslednjoj godini imamo rast leveridža i efikasnosti koji pozitivno utiču na profitabilnost ali je to nedovoljno da zaustavi pad ROE zbog smanjenja neto dobitka. Profitabilnost u odnosu na prihode meri efikasnost upravljanja troškovima preduzeća kao i njegovu cenovnu moć. Posledica finansijske krize je i to da usled nedostatka poslova preduzeća iz sektora građevinarstva na tenderima nude niže cene što svakako ima negativan uticaj na stopu neto dobitka i u krajnosti na konačne izraze profitabilnosti u odnosu na uloženu imovinu i kapital. U našem slučaju posebno u poslednjoj godini taj efekat je multiplikovan i rastom troškova.

Analiza rizika bankrotstva

Dijagram 10: EMS Model

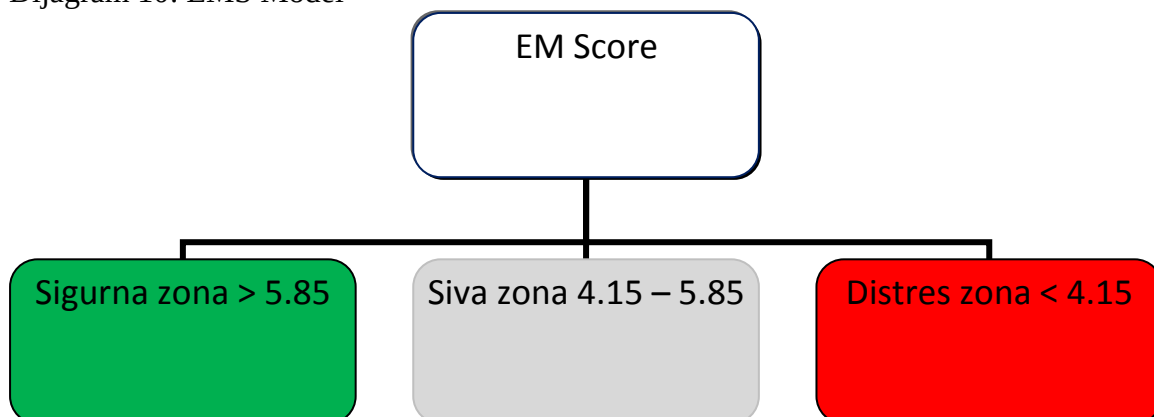


Tabela 10: EM Score

Varijabla*parametar	2009	2010	2011	2012
(Obrtni kapital / aktiva) x 6.56	1.11	1.11	1.13	0.76
(Zadržana zarada / aktiva) x 3.26	0.63	0.70	0.69	0.64
(Poslovni dobitak / aktiva) x 6.72	0.60	0.44	0.34	0.25
(Sopstveni kapital / ukupne obaveze) x 1.05	2.51	3.14	1.98	1.26
Konstanta	3.25	3.25	3.25	3.25
EM Score	8.09	8.65	7.39	6.16
Rejting	AA+	AAA	AA	BBB

Tabela 11: Taffler z-score model

Varijabla*parametar	2009	2010	2011	2012
Konstanta	3.20	3.20	3.20	3.20
(Neto dobit pre poreza/kratkoročne obaveze)*12.81	4.78	6.15	2.63	1.30
(Obrtna imovina / ukupne obaveze)*2.50	3.89	3.74	3.39	3.01
(Kratkoročne obaveze / ukupna aktiva)*-10.68	-3.09	-2.67	-3.18	-4.60
ne-kreditni interval*0.029	1.91	1.91	1.38	-0.14
z-score	10.68	12.32	7.42	2.77

Napomena: ne-kreditni interval = (Obrtna imovina – zalihe – kratkoročne obaveze) / ((Prihodi od prodaje – dobitak pre oporezivanja – amortizacija i rezervisanja)/365)

Dijagram 11: Taffler z-score model

