

FINANSIJSKA ANALIZA I OCENA KREDITNOG BONITETA PRIVREDNOG DRUŠTVA - STUDIJA SLUČAJA "ALEVA AD NOVI KNEŽEVAC"

Filipović M. Luka¹

Mirjanić B. Borjana²

Sažetak: *Postoji veliki broj razvijenih metoda i pokazatelja finansijske analize, odnosno pokazatelja analize finansijskih izveštaja. Toga radi, bilo je korisno razviti jedan osnovni „templejt” pokazatelja koji bi obuhvatao sve pokazatelje zajedno i koji bi za sve njegove korisnike imao isto značenje. Međutim, zahtevi korisnika finansijskih informacija uslovljavaju nivo i oblik poželjnih informacija. Danas, obeležja nekog privrednog društva se, pre svega, posmatraju kao bonitet. Bonitet predstavlja sigurnost predviđanja opstanka i razvoja nekog privrednog društva, kao i prikaz njegove kvantitativne i kvalitativne sposobnosti, pre svega prinodne, zatim imovinske i finansijske sposobnosti. Bonitet u užem smislu predstavlja kreditnu sposobnost i sposobnost održavanja tekuće likvidnosti preduzeća, dok u širem smislu predstavlja njegovu ukupnu poziciju na tržištu. U praksi su prisutna dva modela za ocenu kreditnog boniteta preduzeća, a to su tradicionalni model ocene kreditnog boniteta i Altmanov Z-eta model(skor). Budući da se ova dva modela razlikuju, u ovom radu smo izvršili ocenu kreditnog boniteta na primeru akcionarskog društva „Aleva” iz Novog Kneževca, sa ciljem upoređivanja rezultat ocene kreditnog boniteta i pouzdanosti.*

Ključne reči: *analiza finansijskih izveštaja / likvidnost / ocena kreditnog boniteta / Altmanov “Z” model / tradicionalni model.*

¹ Beogradska poslovna škola-Viskoka škola strukovnih studija, Beograd, Kraljice Marije br. 73, e-mail: filipoivic.luka010@gmail.com

² Beogradska poslovna škola, visoka škola strukovnih studija, Beograd, Kraljice Marije br. 73, e-mail: b.mirjanic@bbs.edu.rs

UVOD

Etimološki, bonitet potiče od latinske reči *bonum* što znači dobro. U ekonomskom smislu, bonitet se izvodi od reči *bonitas*, što znači valjanost, unutrašnja vrednost ili platežna sposobnost i/ili sigurnost potraživanja. Bonitet obuhvata karakteristike preduzeća i u tom smislu, može se reći da bonitet preduzeća predstavlja sintezovanu ocenu o finansijskoj stabilnosti, likvidnosti, solventnosti, adekvatnosti i strukturi kapitala, profitabilnosti, imovinskom položaju, riziku ostvarenja finansijskog rezultata, rentabilnosti i organizovanosti privrednog subjekta (Rodić, Vukelić, Andrić, 2011). Početke korišćenja tehnika finansijske analize povezujemo sa tridesetim godinama prošlog veka, a u korelaciji su sa velikom ekonomskom krizom 1929.-1933. godine. Povod za ozbiljniju analizu i sagledavanje poslovanja preduzeća bili su problemi koji su se javili prilikom održavanja likvidnosti i umanjivanja kapitala, a koji su se manifestovali kroz masovna bankrotstva, ne samo u SAD, već i u celom Svetu. Ideja je bila da se kroz sagledavanje i analitičku interpretaciju informacija o ostvarenim aktivnostima i rezultatima preduzeća blagovremeno uoče i koriguju eventualne slabosti i neusklađenosti u tekućem poslovanju i tako izbegnu mogući budući finansijski problemi. Od tog vremena, tehnike finansijske analize su veoma usavršene i danas su nezaobilazan instrument finansijskog upravljanja. U suštini, analiza prošlih poslovnih događaja je "sračunata na ocenu ranijih odluka u vezi sa upravljanjem poslovnim životom preduzeća i na pribavljanje svih obaveštenja relevantnih za koncipiranje poslovnih odluka usmerenih na održavanje i razvoj preduzeća u budućnosti" (Ranković, 1989). Finansijska analiza, u današnjem smislu reči, kroz evaluaciju finansijskih performansi u prošlosti i/ili sadašnjosti, kao osnove za procenu budućih perspektiva preduzeća, predstavlja spoj prošlosti i sadašnjosti. U suštini, finansijska analiza nema autonomnih ciljeva već su oni opredeljeni interesima analitičara i korisnika njenih rezultata. U skladu sa tim, finansijska analiza se može klasifikovati prema različitim kriterijumima: korisnicima, predmetu analize, vremenu posmatranja, načinu pripreme podataka, instrumentima analize (Ranković, 1989).

OCENA KREDITNOG BONITETA PO ALTMANOVOM "Z" MODELU

Altmanov „Z”- model je razvijen u drugoj polovini dvadesetog veka u SAD, i to na bazi istraživanja da li će preduzeća u budućnosti bankrotirati, ili se to neće desiti. Istraživanje je obuhvatalo uzorke većeg broja preduzeća koja nisu bankrotirala i isto toliko koja su bankrotirala, pri čemu su sva preduzeća pripadala istoj delatnosti i bilansi su korišćeni za iste godine – za oba segmenta posmatranih preduzeća.

U početku je korelisano trideset finansijskih odnosa (pokazatelja), dok je kasnije izabrano svega pet::

X1 -odnos obrtnog kapitala i ukupnih sredstava;

X2- odnos akumulirane zadržane zarade (neto dobiti) i ukupnih sredstava (aktiva);

X-odnos zarade pre odbitka kamata i poreza ukupnih sredstava;

X4 - odnos tržišne vrednosti kapitala i ukupnih obaveza;

X5 - odnos prihoda od prodaje i ukupnih sredstava (VanHorn, 1997).

Navedeni odnosi zahtevaju i detaljnija objašnjenja, pa ćemo s toga te odnose i pojašniti. Kao što smo gore već konstatovali, u određivanju kreditnog skora preduzeća, mesto u praksi je našao poznati Altmanov „Z „model, razvijen za predviđanje bankrotstva preduzeća, a što može biti ključna informacija za odluku o kreditiranju. Na bazi empirijskih studija Altman je izolovao pet karakterističnih pokazatelja koji indiciraju da se preduzeće kreće u nepoznatom pravcu. Pošto uočeni karakteristični odnosi nemaju istu specifičnu težinu u predviđanju kraha preduzeća, Altman je svaki odnos procenio odgovarajućim ponderom, na način izložen u Tabeli 1 (Stančić, 1996).

Tabela 1: Odnos ratio pokazatelja i pondera

Racio	Ponder
X1=Obrtna sredstva / ukupna sredstva	W1=0,012
X2=Akumulirani dobitak / ukupna sredstva	W2=0,014
X3=Poslovni dobitak / ukupna sredstva	W3=0,033
X4=Tržišnavrednostsopstvenogkapitala / knjigovodstvenavrednostdugoročnihdugova	W4=0,006
X5=Prodaja / ukupna sredstva	W5=0,999

Prednje vrednosti Altman (Altman, 1968) je uvrstio u jednačinu:

$$Z=X1W1+X2W2+X3W3+X4W4+X5W5.$$

Da budemo još jasniji: X_1 = Obrtni kapital/ukupna sredstva. Obrtni kapital je razlika između trajne (dugoročno vezane) imovine i dugoročnog kapitala (zbir kapitala umanjenog za gubitak, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza). Dakle, obrtni kapital (često se sreće pod nazivom neto obrtni kapital) pokazuje da li su dugoročni izvori veći, isti ili manji od dugoročno vezane imovine. Neto obrtni kapital treba da bude najmanje u visini prosečno korišćenih kratkoročnih obrtnih sredstava koja svojim stalnim držanjem tokom godine preuzimaju funkciju trajnih obrtnih sredstava, koja treba da se finansiraju iz dugoročnih izvora, jer u suprotnom, dolazi do okolnosti da se dugoročno vezana imovina finansira iz kratkoročnih izvora što neminovno vodi ka nelikvidnosti, a nelikvidnost u dužem periodu do bankrotstva.

X_2 = Akumulirana zadržana zarada/ukupna sredstva. Akumulirana zadržana zarada je u stvari neraspoređeni dobitak. Međutim, ako je u bilansu stanja, u okviru kapitala, iskazan i neraspoređeni dobitak i gubitak, uzima se u obzir razlika između neraspoređenog dobitka i gubitka. Takođe, i ova razlika može biti negativna, što će se dogoditi ukoliko je neraspoređeni dobitak manji od gubitka. U tom slučaju je i rezultat odnosa gubitka i ukupnih sredstava negativan.

X_3 = Zarada pre odbitka kamata i poreza u odnosu na ukupna sredstva (aktiva). Ova zarada je u stvari poslovni dobitak (dobitak pre odbitka rashoda finansiranja i poreza na dobitak). Ukoliko je umesto poslovnog dobitka ostvaren gubitak u poslovanju, onda takav pokazatelj ima negativan predznak, pa shodno tome i negativan rezultat ocene po ovom parametru.

X_5 = Prihodi od prodaje/ukupna sredstva. Prihod od prodaje je zapravo prihod od prodaje robe, proizvoda i usluga, a ukupna sredstva su ravna zbiru aktive (ukupna imovina).

Prilikom određivanja „Z” skora, odnosi od X_1 do X_5 se vrednuju skorom (Altman, Danovi, Falini, 2013), i to:

$$\text{„Z” skor} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Vrednost „Z” skora se tumači na sledeći način (Altman, 1968):

- a) „Z” skor $\geq 2,99$ preduzeće je sa zavidnim poslovanjem, tj. preduzeće ima dobre kreditne performanse;
- b) „Z” skor $> 1,81 < 2,99$ preduzeće posluje u sivom (rizičnom) području, tj. preduzeće ima minimalne kreditne performanse;
- c) „Z” skor $\leq 1,81$ preduzeće je pred bankrotstvom, tj. preduzeće nema kreditne performanse.

U praksi se koristi i Altmanov „Z” skor za **preduzeća koja se ne kotiraju na berzi (EMS model)**. Kada primenjujemo ovaj model, onda se njegova vrednost skora tumači na drugačiji način:

- a) *Ukoliko je „Z” < 1,1 - Nizak nivo (Visok rizik);*
- b) *Ukoliko je 1,1 < „Z” < 2,99 - Siva zona;*
- c) *Ukoliko je „Z” > 2,99 - Bezbedna zona.*

Kao što smo rekli u uvodu ove analize, primenljivosti Altmanovog modela su bile predmet brojnih istraživanja. Istraživanjima se tumačila ocena kreditnog boniteta raznih privrednih subjekata, u predviđanju stečaja na privrednim društvima koja su već proglasila stečaj, na tržištima u nastajanju i razvoju, kao i na razvijenim tržištima i finansijskim institucijama.

Edward Altman, Alessandro Danovi, i Alberto Falini (Altman, Danovi, Falini, 2013) istraživali su primenljivost „Z” modela na italijanskim privrednim društvima koja su u postupku stečajne uprave. Istraživanjem su pokazali da „Z” model, u problematičnu zonu svrstava preko 95% analiziranih preduzeća, za godinu koja prethodi bankrotstvu preduzeća. Autori zaključuju (str. 132) da primena „Z” modela na ovim preduzećima ima informativni karakter, ali da je, sa druge strane, krucijalna informacija kako za investitore, regulatorna tela, tako i za donošenje poslovnih odluka.

Lalith Samarakoon i Tanweer Hasan (Samarkoon, Hasan, 2003) su analizirali primenu Altmanovih modela na privredna društva koja se kotiraju na berzi Šri Lanke i zaključili (str. 124) da je verovatnoća predviđanja stečaja „Z” modelom preko 80%, te da ovaj model sadrži dobar potencijal u predviđanju finansijskih poteškoća kako na tržištima u razvoju i nastajanju, tako i na već razvijenim tržištima.

Roli Pradhan (Pradhan, 2014) je analizirala primenu „Z” modela na bankarski sektor Indije i zaključila (str. 517) da je na jednoj od tri analizirane banaka (analizirane su tri najlikvidnije banke u Indiji), vrednost „Z” skora najviša, te da „Z” model sugerise blisko predviđanje budućeg uspešnog poslovanja

U nastavku ćemo analizirati finansijske izveštaje domaćeg preduzeća „Aleva” ad iz Novog Kneževca. Informacije su prikupljene iz javno dostupnih baza podataka i poslužiće nam za dalji rad, odnosno za ocenu kreditnog boniteta na primeru ovog preduzeća, koristeći „Z” model. Radi mogućnosti poređenja, izvršićemo analizu poslovanja preduzeća primenom tradicionalnih metoda analize i ocenićemo kre-

ditni bonitet ovog preduzeća tradicionalnim modelom i uporediti dobijene rezultate sa rezultatima koje dobijemo primenom ZETA skor analize.

U nastavku rada, analiziraćemo BILANS STANJA i BILANS USPEHA preduzeća "Aleva" ad na dan 31.12.2016. godine. i na osnovu odnosa bilansnih pozicija doći ćemo do željenih rezultata ove analize, odnosno moći ćemo da ocenimo kreditni bonitet ovog privrednog društva primenom Altmanovog "Z" modela, kao i primenom tradicionalnih modela za ocenu boniteta preduzeća.

BILANS STANJA preduzeća „Aleva” na dan 31.12.2016. godine:

		Iznos		
		2016.	2015.	
			31.12.	01.01.
AKTIVA:				
UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	0001	-	-	-
STALNA IMOVINA (0003+0010+0019+0024+0034)	0002	303.160	389.651	317.034
NEKRETNINE, POSTROJENJA I OPREMA (0011+0012+0013+0014+0015+0016+0017+0018)	0010	300.007	321.979	248.391
DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (0025+0026+0027+0028+0029+0030+0031+0032+0033)	0024	2.971	67.490	68.461
OBRтна IMOVINA (0044+0051+0059+0060+0061+0062+0068+0069+0070)	0043	1.291.925	1.195.788	1.150.107
ZALIHE (0045+0046+0047+0048+0049+0050)	0044	620.478	562.514	574.742
Materijal, rezervni delovi, alat i sitan inventar	0045	223.568	187.844	170.109
Nedovršena proizvodnja i nedovršene usluge	0046	190.497	190.497	235.574
Gotovi proizvodi	0047	158.762	158.762	141.571
Roba	0048	4.228	9.398	9.530
POTRAŽIVANJA PO OSNOVU PRODAJE (0052+0053+0054+0055+0056+0057+0058)	0051	530.691	537.236	499.229
Kupci u zemlji - ostala povezana pravna lica	0054	4.477	1.428	2.354
Kupci u zemlji	0056	330.900	350.089	295.756
Kupci u inostranstvu	0057	195.314	185.719	201.119
KRATKOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI (0063+0064+0065+0066+0067)	0062	1.250	1.500	1.300
GOTOVINSKIEKVIVALENTI I GOTOVINA	0068	124.098	26.697	27.254
AKTIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	0070	9.498	12.849	14.252

UKUPNA AKTIVA = POSLOVNA IMOVINA (0001+0002+0042+0043)	0071	1.595.085	1.585.439	1.467.141
VANBILANSNA AKTIVA	0072	778.191	797.688	143.517
PASIVA:				
KAPITAL (0402+0411-0412+0413+0414+0415-0416 + 0417+0420-0421)≥0=(0071-0424-0441-0442)	0401	1.216.348	1.244.036	1.125.561
OSNOVNI KAPITAL (0403+0404+0405+0406+0407+0408+0409+0410)	0402	450.652	450.652	450.652
REZERVE	0413	145.155	145.155	145.155
REVALORIZACIONE REZERVE PO OSNOVU REVALORIZACIJE NEMATERIJALNE IMOVINE, NEKRETNINA, POSTROJENJA I OPREME	0414	47.091	47.091	47.455
NERASPOREĐENI DOBITAK (0418+0419)	0417	573.450	601.138	482.299
DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE (0425+0432)	0424	131.131	7.969	51.838
DUGOROČNA REZERVISANJA (0426+0427+0428+0429+430+0431)	0425	7.969	7.969	-
DUGOROČNE OBAVEZE (0433+0434+0435+0436+0437+0438+0439+0440)	0432	123.162	-	51.838
KRATKOROČNE OBAVEZE (0443+0450+0451+0459+0460+0461+0462)	0442	247.650	333.434	289.742
KRATKOROČNE FINANSIJSKE OBAVEZE (0444+0445+0446+0447+0448+0449)	0443	-	52.124	69.120
PRIMLJENI AVANSI, DEPOZITI I KAUCIJE	0450	1.502	11.805	9.396
OBAVEZE IZ POSLOVANJA (0452+0453+0454+0455+0456+0457+0458)	0451	141.764	229.700	188.816
OBAVEZE ZA OSTALE POREZE, DOPRINOSE I DRUGE DAŽBINE	0461	2.293	129	2.371
PASIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	0462	84.863	5.545	1.239
UKUPNA PASIVA (0424+0442+0441+0401-0463)>=0	0464	1.595.129	1.585.439	1.467.141
VANBILANSNA PASIVA	0465	778.191	797.688	143.517

Izvor: Javna baza podataka agencije za privredne registre Republike Srbije. URL:<http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/Details/EnterpriseAnnualFinancialReports/1043084?code=DF8AD16452FA3A429EE733EC3932BAF2B5216C70> pristupljno 10.01.2017. godine.

BILANS USPEHA preduzeća "Aleva" na dan 31.12.2016. godine

POZICIJA	AOP	Iznos	
		2016. godina	2015. godina
PRIHODI REDOVNOG POSLOVANJA			
POSLOVNI PRIHODI (1002+1009+1016+1017)	0001	1447817	1.792.508
PRIHODI OD PRODAJE PROIZVODA I USLUGA (1010+1011+1012+1013+1014+1015)	1009	1390943	1.699.376
Prihodi od prodaje proizv. i usl- na domaćem tržištu	1014	805.264	1.074.946
Prihodi od prodaje proizvoda i usluga na ino. tržištu	1015	585.679	624.215
DRUGI POSLOVNI PRIHODI	1017	1.850	1.823
POSLOVNI RASHODI (1019- 1020 - 1021+1022+1023+1024+1025+1026+1027+1028+1029)≥0	1018	1292529	1.652.471
TROŠKOVI MATERIJALA	1023	629.655	763.805
TROŠKOVI GORIVA I ENERGIJE	1024	43.918	70.822
TROŠKOVI ZARADA; NAKNADA ZARADA I OSTALI LIČNI RASHODI	1025	322.127	384.765
TROŠKOVI PROIZVODNIH USLUGA	1026	191.590	247.559
TROŠKOVI AMORTIZACIJE	1027	38.145	37.971
TROŠKOVI DUGOROČNIH REZERVISANJA	1028	-	2.847
NEMATERIJALNI TROŠKOVI	1029	38.115	52.813
POSLOVNI DOBITAK (1001-1018)≥0	1030	155.288	140.037
FINANSIJSKI PRIHODI (1033+1038+1039)	1032	8.758	20.050
FINANSIJSKI PRIHODI OD POVEZANIH LICA I OSTALI FINANSIJSKI PRIHODI (1034+1035+1036+1037)	1033	800	957
Ostali finansijski prihodi	1037	800	957
PRIHODI OD KAMATA (TREĆIH LICA)	1038	2.174	14.624
POZITIVNE KURSNE RAZLIKE I POZITIVNI EFEKTI VALUTNE KLAUZULE	1039	5.784	4.469
FINANSIJSKI RASHODI (1041+1046+1047)	1040	5.134	12.142
RASHODI OD KAMATA (PREMA TREĆIM LICIMA)	1046	1.253	6.193
NEGATIVNE KURSNE RAZLIKE I NEGATIVNI EFEKTI VALUTNE KLAUZULE	1047	3.881	5.949
DOBITAK IZ FINANSIRANJA (1032-1040)	1048	3.624	7.908
GUBITAK IZ FINANSIRANJA (1040-1032)	1049	-	-

PRIHODI OD USKLAĐIVANJA VREDNOSTI OSTALE IMOVINE KOJA SE ISKAŽUJE PO FER VREDNOSTI KROZ BILANS USPEHA	1050	832	1.545
DOBITAK IZ REDOVNOG POSLOVANJA PRE OPOREZIVANJA (1030-1031+1048-1049+1050-1051+1052-1053)	1054	154.689	147.168
DOBITAK PRE OPOREZIVANJA (1054-1055+1056-1057)	1058	154.689	142.046
GUBITAK PRE OPOREZIVANJA (-1054+1055-1056+1057)	1059	-	-
NETO DOBITAK (1058-1059-1060-1061+1062)	1064	133.873	112.639

Izvor: Javna baza podataka agencije za privredne registre Republike Srbije. URL: <http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/Details/EnterpriseAnnualFinancialReports/1043084?code=DF8AD16452FA3A429EE733EC3932BAF2B5216C70> pristupljno 10.01.2017. godine.

Koristeći podatke iz bilansa stanja i bilansa uspeha na dan 31.12.2016. godine, uradili smo ocenu boniteta Altmanovim „Z” skorom kao modelom za preduzeća koja se kotiraju na berzi, i došli smo do traženih rezultata, odnosno, u nastavku, tabelarno ćemo prikazati način iskazivanja, kao i način izračunavanja AOP³ pozicije:

Tabela 2: Izračunavanje „Z” modelom

Način iskazivanja	Način izračunavanja AOP POZICIJE			
<u>Dugoročni izvori - Dugoročna imovina</u> Poslovna imovina	<u>0401 + 0424 - 0411 - 0463 - 0002 0071-0001</u>	0,655	x 1,2	0,7856527
<u>Neraspoređena dobit - gubitak</u> Poslovna imovina	<u>0417 - 0421 - 0463 0071-0001</u>	0,360	x 1,4	0,5033149
<u>Poslovni dobitak - Poslovni gubitak</u> Poslovna imovina	<u>1030 - 1031 0071 - 0001</u>	0,097	x 3,3	0,3212684
<u>Kapital</u> Dugoročna rezervisanja i obaveze	<u>(0401 - 0411 -0463 -0042 + 0441) (0424+0442)</u>	3,865	x 0,6	2,3190149
<u>Prihodi od prodaje+Prihodi od aktiviranja učinka i robe</u> Poslovna imovina	<u>1002+1009+1020 +1021- 1022 0071-0001</u>	0,913	x 1,0	0,9130479

$$Z = 1,2 * X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 0,6 * X4 + 0,99 * X5 = 4,83316830$$

Izvor: Proračun autora

Saglasno kriterijumima “Z” skora, analizirano preduzeće ima izuzetno dobre kreditne performanse: **4,83** (ako znamo da je uslov da “Z” skor bude veći ili jednak

³ AOP-pozicija za automatsku obradu podataka.

2,99) i dobro poslovanje koje mu omogućava dobru platežnu sposobnost i jaku moć zarađivanja. Možemo zaključiti da je bonitet ovog preduzeća jako dobar.

OCENA KREDITNOG BONITETA PO TRADICIONALNOM POSTUPKU

Pored ocene kreditnog boniteta pomoću „Z” skora, u praksi se takođe susrećemo i sa tradicionalnim modelom ocene kreditnog boniteta. Ovaj model obuhvata ocenu boniteta preduzeća na osnovu pokazatelja o finansijskom položaju, imovinskom položaju, prinosnom položaju, upravljanju, kao i o tržišnoj vrednosti akcija jednog privrednog društva (Rodić, Vukelić, Andrić, 2011).

Finansijski položaj preduzeća

Finansijski položaj preduzeća se utvrđuje na osnovu podataka koji su prikazani u bilansu stanja preduzeća, a putem finansijske ravnoteže, zaduženosti, likvidnosti, solventnosti i reprodukcione sposobnosti. Finansijski položaj preduzeća se ocenjuje kao dobar, prihvatljiv i loš (Rodić, 2007). Dobar finansijski položaj znači da postoji usklađenost uspeha i imovinske i finansijske strukture preduzeća, sa principima finansijske politike koju čine rentabilnost, sigurnost, fleksibilnost i nezavisnost. Za donošenje odluka o poslovanju privrednog društva, vrlo je bitno da sredstva po obimu i vremenu za koji su vezana odgovaraju obimu i vremenu raspoloživosti izvora finansiranja, što definišemo kao finansijsku ravnotežu preduzeća. Razlikujemo kratkoročnu finansijsku ravnotežu, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem likvidnih sredstava uvećanih za kratkoročno vezana sredstva i kratkoročne obaveze, i dugoročnu finansijsku ravnotežu, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala, uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja. Tabela ispod pruža informacije o finansijskom položaju preduzeća „Aleva” ad.

Tabela 3: Pokazatelji finansijskog položaja preduzeća „Aleva” ad

Pokazatelji finansijskog položaja		
Pokazatelji finansijske strukture	2016	2015.
Racio zaduženosti (debt ratio) %	23,75%	21,53%
Racio strukture kapitala (D/Eratio)%	10,78%	0,64%
Odnos dugoročnih dugova prema dugoročnim izvorima %	9,73%	0,64%
Racio pokrića rashoda na ime kamata (TIE)	30,25	11,53

Racio pokrića imobilizacija dugoročnim kapitalom	4,44	3,21
Racio pokrića imobilizacija sopstvenim kapitalom	4,01	3,19
Racio pokrića zaliha sa NOF	2,71	1,90
Racio pokrića ukupnih obrtnih sredstava sa NOF	0,81	0,72

Izvor: Proračun autora

Možemo zaključiti, na osnovu podataka do kojih smo došli, da je finansijski položaj preduzeća "Aleva" ad veoma dobar.

Imovinski položaj preduzeća

Imovinski položaj preduzeća obuhvata strukturu poslovne imovine, strukturu operativne imovine, strukturu fiksne imovine, koeficijent obrta, prinos na investirani kapital, kao i efikasnost imovine. Strukturu ove imovine čini fiksna i obrtna imovina (Rodić, Vukelić, Andrić, 2011).

Analiza imovinskih pokazatelja opredeljuje zaključak o imovinskom položaju preduzeća "Aleva" ad. Tabela ispod nam daje jasnu sliku o imovinskom položaju ovog preduzeća.

Tabela 4: Imovinski položaj preduzeća „Aleva” ad.

Racia likvidnosti	2016.	2015.
Racio opšte likvidnosti	5,22	3,59
Racio reducirane likvidnosti	2,71	1,90
Neto obrtna sredstva	1.044.319	862.354
Pokazatelji aktivnosti	2016.	2015.
Koeficijent obrta kupaca	2,74	3,39
Prosečan period naplate	132,99	107,64
Koeficijent obrta zaliha	2,46	6,30
Prosečan period vezivanja zaliha	148,24	57,94
Prosečan period konverzije zaliha	281,23	165,59
Koeficijent obrta dobavljača	6,38	5,11
Prosečno vreme plaćanja dobavljača	57,23	71,41

Koeficijent obrta stalne imovine	4,78	4,60
Koeficijent obrta poslovne imovine	0,91	1,13
Racia strukture imovine	2016	2015
Racio učešća stalne imovine	0,19	0,25
Racio učešća obrtne imovine	0,81	0,75
Racio učešća kratkoročnih finansijskih ulaganja	0,00	0,00
Racio učešća zaliha	0,39	0,35
Racio učešća nematerijalnih ulaganja	0,00	0,00
Racio učešća dugoročnih finansijskih ulaganja	0,00	0,04

Izvor: proračun autora

Za posmatrani period, koeficijent likvidnosti je uvek znatno viši od jedan i sa tendencijom daljeg rasta. Isto je i sa koeficijentom finansijske stabilnosti, koji je za obe posmatrane godine osetno veći od jedan, što upućuje na efikasno korišćenje raspoloživih resursa i jačanje stabilnosti u poslovanju.

Upravljanje preduzećem i prinosni položaj preduzeća

Cilj svakog privrednog društva je maksimiziranje rezultata na duži rok, s toga je zahtev za rentabilnošću izveden iz samog cilja preduzeća. Rentabilnost je pre svega usmerena ka ukamaćenju kapitala, budući da je u tržišnoj ekonomiji ulaganje kapitala u privredne subjekte motivisano očekivanim prinosima. Stopa prinosa na ukupan kapital jeste informacija koja iz prizme donosioca odluka ima veoma jak značaj i podsticaj. Pored informacija koje se prikazuju u finansijskom, imovinskom i prinosnom položaju, za ocenu boniteta vrlo su bitni i podaci koji se tiču organizovanja i upravljanja preduzećem. Dobro poslovanje, dobar bonitet preduzeća u savremenim tržišnim privredama podrazumeva i ocenu rada menadžmenta preduzeća, budući da finansijski izveštaji prezentuju rezultate koji su u velikoj meri u korelaciji sa dobrim rukovođenjem preduzeća (Rodić, Vukelić, Andrić, 2011), smatramo da su i ostvareni rezultati "Aleve" rezultat domaćinskog rukovođenja. Za posmatrano privredno društvo, pokazatelji prinosnog položaja izgledaju:

Tabela 5: Prinosni položaj preduzeća „Aleva” ad

Pokazatelji rentabilnosti	2016.	2015
Stopa bruto dobitka (%)	13,36%	9,93%
Stopa poslovnog dobitka (%)	10,73%	7,81%
Stopa neto dobitka (%)	9,25%	6,28%
Pokazatelji stope prinosa	2016.	2015.
(ROA) %	8,39%	7,10%
Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE) %	11,01%	9,05%
Pokazatelji ekonomičnosti	2016.	2015.
Racio poslovne ekonomičnosti	1,12	1,08
Racio ukupne ekonomičnosti	1,12	1,08
Struktura prihoda i rashoda	2015.	2015.
Ukupni prihodi	100,00%	100,00%
Poslovni prihodi	99,07%	97,45%
Finansijski prihodi	0,60%	1,09%
Ostali prihodi	0,33%	1,46%
Ukupni rashodi	100,00%	100,00%
Poslovni rashodi	98,91%	97,36%
Finansijski rashodi	0,39%	0,72%
EBITDA	193,433	178,008
EBIT	11%	8%
Ostali rashodi	0,69%	1,93%

Izvor: proračun autora

Iz gore dobijenih rezultata, a uzimajući u obzir finansijske pokazatelje, zaključujemo da preduzeće ima povoljan prinosni položaj (za 2016. godinu % bruto dobitka iznosi 13,36%; % poslovnog dobitka iznosi 10,73 %; ROA 8,39%; ROE 11,01%), kao i da posmatrano preduzeće ima veoma dobre kreditne performanse, odnosno dobar kreditni bonitet. EBITDA (Poslovni prihod + amortizacija) iznosi 193.433.000,00 dinara i pokazuje meru sposobnosti preduzeća da odbacuje do-

bit iz poslovnih aktivnosti. Istovremeno, Marža EBIT (Poslovni dobitak / Prihod od prodaje) od 11% pokazuje stopu sposobnosti prihoda od prodaje da odbacuje dobit. Do ovih rezultata smo došli pomoću tradicionalnog modela za ocenu kreditnog boniteta preduzeća.

ZAKLJUČAK

Analiza kreditnih mogućnosti preduzeća je značajna kako za investitore i poverioce, tako i za državu koja na osnovu predviđanja može sprovesti planirane fiskalne i investicione aktivnosti. Toga radi, neophodno je analizirati kreditne mogućnosti preduzeća i pratiti njihovo kretanje tokom vremena, pre bilo kakvih ulaganja i pre odobravanja bilo kakvog kredita, kao i pre donošenja investicionih odluka. Analize koje smo prikazali u radu se odnose, kako na preduzeća u restrukturiranju, tako i na zdrava preduzeća, što je slučaj sa „Alevom” ad. Izložena analiza je pokazala da postupak ocene boniteta po „Z” modelu, kao i po tradicionalnom modelu, daju rezultate na osnovu kojih se mogu izvesti zaključci o dobrom kreditnom bonitetu ovog privrednog društva. U uslovima identifikovanja lošeg kreditnog boniteta neophodno je razvijati strategiju izlaska iz krize radi ostvarenja dobrog boniteta. U tom slučaju bi morali da projektujemo bilans stanja i uspeha za budući period, na onoliko godina koliko je neophodno za ostvarenje dobrog boniteta. Konačan zaključak bi bio da treba investirati u vlasničke hartije od vrednosti ovakvih privrednih društava jer njihov razvoj obećava dobar prinos na uloženi kapital.

FINANCIAL ANALYSIS AND CREDIT SLOVENCY EVALUATION OF A SELECTED ENTERPRISE CASE STUDY OF A COMPANY "ALEVA NOVI KNEŽEVAC"

Filipovic M. Luka
Mirjanic B. Borjana

Abstract: *There is a large number of developed methods and indicators of financial analysis i.e. analysis of financial reports. Therefore, it was useful to develop a basic template*

indicator, that would include all the indicators together and that would have the same meaning for all of its users. However, the requirements of users of financial information determine the level and form of desired information. Today, the favorable characteristics of a company

are primarily seen as its solvency. Solvency represents the degree of certainty in making predictions related to its survival and development, as well as a review of its quantitative and qualitative skills, primarily yielding abilities, but also material and financial capacities. Solvency, in the narrow sense of a word, represents a company's credit ability, and the ability to maintain current liquidity, while in the broader sense it represents a company's overall market position. In practice, there are two models of credit solvency evaluation: the traditional model of credit solvency evaluation, and the Altman's "Z"-model (score). Since these two models differ, in this paper we performed credit solvency evaluation in the case of a joint stock company called „Aleva” from Novi Kneževac, with the aim of comparing the results of credit solvency evaluation with the company's reliability.

Key words: financial reports analysis / liquidity / credit solvency evaluation / Altman's "Z"-score / traditional model.

LITERATURA

1. Altman, E. (1968). Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 589-609.
2. Altman, E, Danovi, A, Falini, A. (2013). Z-Score Models' Application to Italian Companies Subject to Extraordinary Administration. *Journal of Applied Finance*, 1, 128-137.
3. Horngren, C, Sundem, G, Elliott, J, Thornton D, F. (1995) Financial accounting, Ontario: Prentice-Hall, Inc.
4. Ivaniš, M. (2012) Elementi strukture kapitala korporativnog preduzeća, 1-14, Pravno-Ekonomski pogledi. Preuzeto sa: http://www.pepogledi.org/Arhiva/2012_02/04%20Dr%20Marko%20Ivanis%20-%20ELEMENTI%20STRUKTURE%20KAPITALA%20KORPORATIVNOG%20PREDUZECA.pdf
5. Javna baza podataka Agencije za privredne registre Republike Srbije. Preuzetosa: <http://pretraga2.apr.gov.rs/EnterprisePublicSearch/Details/EnterpriseAnnualFinancialReports/1043084?code=DF8AD16452FA3A429EE733EC3932BAF2B5216C70>
6. Ljutić, B. (2014) Finansijsko računovodstvo, Novi Sad: FIMEK.
7. Rodić, Vukelić, Andrić. (2011). Analiza finansijskih izveštaja. In V. A. Rodić, *Analiza finansijskih izveštaja* (p. 229). SSubotica: Proleter a.d Bečej.
8. Altman, Danovi, Falini. (2013). Z-Score Models' Application to Italian Companies Subject to Extraordinary Administration. *Journal of Applied Finance No. 1*, 128-137.
9. Altman, E. (1968). Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 589-609.

10. E. Altman, A. Danovi, A. Falini. (2013). Z-Score Models' Application to Italian Companies Subject to Extraordinary Administration. *Journal of Applied Finance No. 1*, 128-137.
11. L. Samarkoon, T. Hasan. (2003). *Altman Z-Score Models Predicting Corporate Distress: Evidence from the Emerging Sri Lanka Stock Market*. Madison: Journal of the Academy of Finance.
12. Pradhan, R. (2014). Z Score Estimation for Indian Banking S. *International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol5, No. 6*, 516-520.
13. Ranković. (1989). *Upravljanje finansijama preduzeća*. Beograd: Centar Beograd.
14. Ranković. (1989). *Upravljanje finansijama preduzeća 4. izdanje*. Beograd: Centar Beograd.
15. Ranković, d. J. (1989). *Upravljanje finansijama preduzeća 4. izdanje*. Beograd: Centar Beograd.
16. Rodić, Vukelić, Andrić. (2011). Analiza finansijskih izveštaja. In *Analiza finansijskih izveštaja* (pp. 229-242). Subotica: Proleter a.d Bečej.
17. Rodić, J. (2007). *Teorija, politika i analiza bilansa*. Beograd: Privrednik.
18. Samarkoon, Hasan. (2003). Altman Z-Score Models Predicting Corporate Distress: Evidence from the Emerging Sri Lanka Stock Market. *Journal of the Academy of Finance*.
19. Stančić, P. (1996). *Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća - Poslovni krah preduzeća-uzroci i mogućnosti predeviđanja*. Niš: Ekonomski fakultet u Nišu.
20. VanHorn, J. (1997). *Finansijsko upravljanje i politika*. Zagreb: Mate.