

UDK 658.1:336.76(497.6 BANJA LUKA)

PRETHODNO SAOPŠTENJE

DOI: 10.7251/FIN1703005K

George W. Kester*

Goran Radivojac**

ROE nefinansijskih kompanija koje kotiraju na Banjalučkoj berzi: osnovne komponente i trendovi

ROE of non-financial companies listed on the Banja Luka Stock Exchange: basic components and trends

Rezime

U našem istraživačkom projektu i tekstu koji iz njega proizlazi, predlažemo da se procijeni profitabilnost nefinansijskih kompanija koje kotiraju na Banjalučkoj berzi korišćenjem ROE – DuPont metodologije. DuPont pristup razlaže kapital kompanije na njegove komponente koje mogu biti veoma korisne za procjenu promjena u profitabilnosti kompanije kroz vrijeme, ali i za upoređivanje njihove profitabilnosti sa drugim sličnim kompanijama.

Ključne riječi: ROE, nefinansijske kompanije, Banjalučka berza, profitabilnost.

Abstract

In our research project and paper, we propose to evaluate the profitability of non-financial companies listed on the Banja Luka Stock Exchange using the ROE – DuPont framework of analysis. The DuPont framework breaks down a company's return on equity into its components which is quite useful for evaluating changes in a company's profitability over time and comparing its profitability with other companies.

Keywords: ROE, non-financial companies, Banja Luka Stock Exchange, profitability.

UVOD

U našem prethodnom istraživačkom projektu i tekstu koji je iz njega proizašao, pristupili smo analizi ROE – prinosa na kapital nefinansijskih kompanija koje kotiraju na Banjalučkoj berzi korišćenjem DuPont metodologije. DuPont pristup razlaže kapital kompanije na njegove komponente koje mogu biti veoma korisne za procjenu promjena u profitabilnosti kompanije kroz vrijeme, ali i za upoređivanje njihove profitabilnosti sa drugim sličnim kompanijama.

U ovom tekstu ćemo se fokusirati na uzroke nedovoljne profitabilnosti nefinansijskih kompanija koje kotiraju na Banjalučkoj berzi korišćenjem Du Pont metodologije, kao i na pravce djelovanja koji bi mogli biti korisni prilikom otklanjanja uočenih slabosti.

Prilikom analize, koristili smo dostupne podatke objelodanjene u zvaničnim finansijskim izvještajima nefinansijskih kompanija koje kotiraju na Banjalučkoj berzi za proteklih pet godina – 2012, 2013, 2014, 2015. i 2016. godina.

1. TEORIJSKA UTEMELJENOST FINANSIJSKE ANALIZE

Na osnovu višegodišnjeg iskustva autora ovog teksta, može se reći da su kako za studente, tako i za praktičare, instrumenti kvantitativne analize mnogo manje privlačni od, recimo, ocjene kvalitativnih

* Profesor finansija sa Vašington i Li Univerziteta i gostujući profesor Univerziteta u Ljubljani

** Vanredni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: goran.radivojac@efbl.org.

aspekata poslovanja – kao što su generisanje novih ideja i proizvodnja ili kreiranje marketinških kampanja, koji su daleko „zabavniji“. Međutim, postoji mnogo dokaza da je nedostatak sluha za korištenje instrumenata finansijske analize najbrži put do poslovnog neuspjeha.

Prema nekim autorima (Dun & Bradstreet, 1994), „loša finansijska kontrola“ je drugi od tzv. „ekonomskih uslova“ koji su identifikovani kao uzrok poslovnih neuspjeha. Studije koje su objavljene još prije devedesetak godina (Meech, 1925), kao i više relativno novijih studija (Bruno, Leidecker i Harder, 1987, str. 180; Gaskill, Van Auker i Manning, 1993; Lauzen, 1985, str. 18–31; Wood, 1989, str. 26–27, specifično navode lošu finansijsku kontrolu kao glavni uzrok neuspješnosti kompanija. Firer (Firer, 1999, str. 34–45), a odnedavno i Keli (Kelly, 2005, str. 52–53), naglašavaju značaj monitoringa „finansijskog zdravlja“ kompanija kao jedan od imperativa poslovnog uspjeha.

Upotreba finansijskih pokazatelja od strane finansijskih analitičara, kreditora, akademskih istraživača i drugih, neophodna je za određivanje konkurentskih prednosti i slabosti neke kompanije.

Osnovna definicija bilo kog profitabilnog posla podrazumijeva angažovanje raspoloživih resursa radi organizovanja proizvodnje ili pružanja usluga sa jasnim ciljem stvaranja profita.

Racio pokazatelji su u širokoj primjeni u posljednjih pedesetak godina, budući da pokazuju značajne veze između upotrebe raspoloživih resursa jedne kompanije i njenih finansijskih tokova (Horrigan, 1965; Edmister, 1972; Osteryoung i Constand, 1992; Devine i Seaton, 1995; Burson, 1998).

Naime, ako uprava kompanije dobro radi svoj posao, koristeći racio pokazatelje da to objelodani. S druge strane, ako oni ne rade dobro svoj posao, ne samo da će oni to znati, već će imati pred sobom pokazatelje koji će im pomoći da bolje razumiju probleme sa kojim se suočavaju i da nakon toga odluče u kom pravcu da djeluju kako bi popravili rezultate poslovanja.

Takođe, u današnjem dinamičnom poslovnom okruženju, važno je za finansijske menadžere da budu spremni da primjenjuju svoje vještine i unutar i izvan specifičnih područja finansijske funkcije. Svakodnevne

situacije zahtijevaju od finansijskih menadžera da se izjasne o pitanjima kao što su strateško finansijsko planiranje, mjerenje uspjeha poslovne strategije ili utvrđivanje održivosti akvizicije.

Analiza finansijskih izvještaja koristi se iz različitih razloga – npr. investitori traže informacije u vezi s dugoročnom održivosti poslovanja i procjenjuju izgled za ostvarivanje adekvatnog prinosa u kontekstu rizika koji preuzimaju. Savjesni povjerioci uvijek žele da znaju da li potencijalni dužnik ili kupac može uredno da servisira obaveze koje je preuzeo.

Dakle, sveobuhvatna analiza finansijskih izvještaja će pružiti uvid u performanse jedne kompanije u domenu likvidnosti, zaduženosti, poslovne efikasnosti i profitabilnosti.

DuPont metodologija može da se koristi kao kompas u ovom procesu usmjeravanja analitičara ka značajnim prednostima i slabostima na osnovu pokazatelja koji su objelodani u finansijskim izvještajima posmatrane kompanije.

DuPont okvir je razvijen od strane kompanije DuPont Corporation (SAD) tokom 1920-ih. Ovaj pristup fokusira se prevashodno na determinante prinosa na kapital (ROE) i prinosa na imovinu (ROA).

Naime, još 1918. godine, četiri godine nakon što je angažovan od strane E. I. Du Pont Corporation of Vilmington, Delaver, da radi u odeljenju finansija, inženjeru elektrotehnike F. Donaldsonu Braunu dat je zadatak da ponudi tumačenje finansijskog stanja i položaja kompanije čijih je 23% akcijskog kapitala kupio DuPont. (Ta kompanija je General Motors!)

Braun je uspješno prepoznao matematički odnos koji je postojao između bitne kategorije – neto dobiti i imovine i izračuna prinosa na imovinu – ROA.

Kao što će biti prezentovano u narednim pasusima, prinos na imovinu jedne kompanije određen je odnosom ostvarene neto dobiti i imovine – sredstava, koja je korištena u poslovnim aktivnostima koje su inicirale tu dobit. Prinos na kapital je rezultat prinosa na imovinu i finansijskog leveridža.

U našim analizama biće korišćene sljedeće jednačine:

$$ROA = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Prihod od prodaje}} \times \frac{\text{Prihod od prodaje}}{\text{Imovina}}$$

$$ROE = ROA \times \frac{\text{Imovina}}{\text{Kapital}}$$

$$ROE = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Prihod od prodaje}} \times \frac{\text{Prihod od prodaje}}{\text{Imovina}} \times \frac{\text{Imovina}}{\text{Kapital}}$$

gdje:

- (1) Profitna marža (Neto dobit / Prihod od prodaje) pokazuje koliko je profitabilna kompanija u odnosu na ostvarenu prodaju.
- (2) Obrt imovine (Prihod od prodaje / Imovina) pokazuje koliko efikasno kompanija koristi sredstva kojima raspolaže u svrhu obavljanja djelatnosti.
- (3) Finansijski leveridž (Imovina / Kapital), koji često nazivaju „multiplikator kapitala“, pokazuje zaduženost kompanije. Veći udio duga u strukturi kapitala kompanije dovodi do većeg racio odnosa Imovina / Kapital.

U praksi je moguće da kompanija ima visoku profitnu maržu, ali nizak koeficijent ROA ukoliko upravljanje imovinom nije efikasno. Ovakvu situaciju može uzrokovati usporen obrt imovine, usporena naplata potraživanja ili višak ulaganja u osnovna sredstva.

Kompanija može povećati ROA povećavajući dobit i/ili poboljšanjem svog upravljanja sredstvima, kao npr. bržom naplatom potraživanja,

boljim upravljanjem zalihama ili efikasnijim upravljanjem svojim osnovnim sredstvima. Svakako, treba napomenuti da promjene jedne varijable mogu uticati na promjenu jedne ili više drugih varijabli u DuPont jednačini. Na primjer, intenzivnija kontrola naplate potraživanja – tzv. „jači ili čvršći kreditni standard“ može da dovede do dodatnih troškova, kao i pad prihoda od prodaje. Manje raspoložive zalihe mogu imati za rezultat propuštanje prodaje zbog nemogućnosti ispunjavanja trenutnih narudžbi kupaca. Takođe, povećanje ulaganja u osnovna sredstva u svrhu proširenja proizvodnih kapaciteta može u početku smanjiti obrt imovine, ali na kraju može uticati na povećanje prihoda od prodaje i dobiti kompanije.

Moguće je i da kompanija ima nizak prinos na imovinu – ROA, ali visoki prinos na kapital – ROE, ukoliko svoje poslovanje u značajnoj mjeri finansira iz pozajmljenih izvora finansiranja (finansijski leverage). Ukoliko su svi drugi pokazatelji konstantni, veći finansijski leveridž (multiplikator kapitala) rezultiraće većim prinosom na kapital – ROE. Ali veći udio pozajmljenih izvora finansiranja u ukupnom kapitalu neminovno će prouzrokovati odliv novca po osnovu

isplate kamate i glavnice, što povećava finansijski rizik kompanije. Kompanije sa stabilnim i predvidljivim novčanim tokovima mogu koristiti više pozajmljenih izvora finansiranja kako bi povećale prinos na kapital – ROE, dok se kompanije koje imaju manje stabilne tokove gotovine moraju odreći korištenja finansijske poluge zbog prekomjernog izlaganja finansijskom riziku. Ovdje je sasvim jasna relacija rizika i prinosa, kao i posljedice narušavanja ove zakonomjernosti.

Ukoliko je prinos na kapital – ROE kompanije nezadovoljavajući, DuPont metodologija može biti korisna za identifikaciju uzroka koji utiču na redukciju tog prinosa. Takođe, ova metodologija pomaže u identifikovanju zašto prinos na kapital – ROE jedne kompanije raste ili pada tokom vremena, ili zašto je prinos na kapital – ROE jedne kompanije veći (ili manji) od prinosa na kapital – ROE druge (najčešće konkurentske) kompanije.

Treba napomenuti da poređenju kompanija u različitim ili sličnim djelatnostima treba pristupiti sa oprezom. Npr. kompanije u malo-

Tabela 1. Koeficijent ROE za period 2012–2016. godina

Oznaka HOV	Naziv HOV	2016.	2015.	2014.	2013.	2012.
ALPR-R-A	Alpro a.d. Vlasenica	-5,72%	-2,25%	4,87%	0,65%	0,06%
BLPV-R-A	Banjalučka pivara a.d. Banja Luka	17,60%	21,59%	28,38%	1,21%	-
BOKS-R-A	Boksit a.d. Milići	4,12%	4,19%	4,29%	3,47%	1,68%
BVRU-R-A	ZTC Banja Vrućica a.d. Teslić	4,73%	3,22%	2,95%	2,83%	2,25%
CIST-R-A	Čistoća a.d. Banja Luka	7,29%	7,08%	-1,47%	-16,27%	-12,12%
DEST-R-A	Hemijska industrija Destilacija a.d. Teslić	2,15%	1,20%	1,17%	0,98%	1,04%
EDPL-R-A	Elektrodistribucija a.d. Pale	0,09%	0,22%	0,16%	0,23%	0,02%
EKBL-R-A	Elektrokrajina a.d. Banja Luka	0,08%	0,07%	0,26%	0,30%	0,03%
EKHC-R-A	Elektrohercegovina a.d. Trebinje	0,19%	0,02%	0,54%	0,15%	0,06%
ELBJ-R-A	Elektro-Bijeljina a.d. Bijeljina	0,04%	0,04%	0,12%	0,07%	0,11%
ELDO-R-A	Elektro Doboj a.d. Doboj	0,06%	0,12%	0,06%	0,34%	0,35%
HEDR-R-A	Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad	0,10%	-0,32%	0,72%	2,63%	0,82%
HELV-R-A	Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad	0,10%	0,46%	1,58%	0,49%	0,07%
HETR-R-A	Hidroelektrane na Trebišnjici a.d. Trebinje	0,13%	0,14%	0,63%	1,26%	-0,48%
HPKD-R-A	HPK a.d. Kozarska Dubica	0,21%	0,02%	-2,83%	0,03%	0,01%
JLLC-R-A	Jelšingrad Livar Livnica čelika a.d. Banja Luka	-56,27%	-14,08%	14,75%	0,62%	-2,13%
KRPT-R-A	Krajinapetrol a.d. Banja Luka	0,35%	0,22%	-3,63%	-2,29%	-4,63%
METL-R-A	Metal a.d. Gradiška	-24,72%	-29,51%	-29,72%	-15,41%	-15,06%
MIRA-R-A	Mira a.d. Prijedor	4,77%	3,98%	3,52%	1,88%	3,67%
MRDN-R-A	Meridian a.d. Banja Luka	5,58%	4,10%	3,37%	3,55%	2,21%
POST-R-A	Pošte Srpske a.d. Banja Luka	-0,75%	0,05%	0,10%	-9,89%	-2,74%
RFUM-R-A	Rafinerija ulja a.d. Modriča	-0,55%	-0,38%	-1,27%	-3,02%	0,01%
RITE-R-A	RiTE Gacko a.d. Gacko	-0,97%	-4,73%	-2,25%	0,98%	-1,09%
RTEU-R-A	RiTE Ugljevik a.d. Ugljevik	0,64%	-4,49%	-2,59%	0,68%	2,68%
TLKM-R-A	Telekom Srpske a.d. Banja Luka	9,79%	12,04%	15,27%	14,48%	15,82%
VDBL-R-A	Vodovod a.d. Banja Luka	0,07%	0,04%	2,03%	-1,99%	0,38%
VITA-R-A	Vitaminka a.d. Banja Luka	0,03%	-2,59%	0,06%	0,02%	0,03%
ZERS-R-A	Željeznice RS a.d. Doboj	-21,33%	-13,81%	-11,81%	-7,58%	-6,53%
ZTPR-R-A	Žitopromet a.d. Bijeljina	-5,79%	-11,13%	-6,06%	-8,47%	0,24%

Izvor: www.blberza.com

U posmatranom periodu, ROE samo sedam emitenata je bio veći od 3%, dok je negativan ROE zabilježilo čak osam emitenata. ROE u rasponu od 0% do 3% ostvarilo je 14 emitenata.

Najbolje rezultate je ostvarila Banjalučka pivara a.d. Banja Luka, čiji ROE u 2016. godini iznosi 17,60%. Zatim, Telekom Srpske a.d. Banja Luka čiji ROE u 2016. godini iznosi 9,79%, i Čistoća a.d. Banja Luka, čiji je ROE u 2016. godini nešto manji od Telekoma Srpske i

prodaji roba široke potrošnje (trgovinski lanci), u pravilu, imaju nisku maržu, a veliki obrt imovine, dok kompanije kao što su juvelirnice – zlatare imaju mnogo veće marže, ali i znatno manji obrt imovine. Zbog toga, ove kompanije nisu i ne mogu biti direktno uporedive.

2. REZULTATI ISTRAŽIVANJA

U ovoj studiji koristili smo podatke iz raspoloživih i javno objavljenih finansijskih izvještaja 29 nefinansijskih kompanija koje su izlistane na kotaciji Banjalučke berze za period od pet godina, i to za 2012, 2013, 2014, 2015. i 2016. godinu. Za svaki vremenski period, izračunali smo koeficijente ROA i ROE.

U narednim tabelama prezentovani su podaci o koeficijentu ROE za period 2012–2016. godina.

Tabela 2. Struktura koeficijenta ROE za period 2012–2016. godina

Oznaka HOV	Naziv HOV	ROE											
		2016.		2015.		2014.		2013.		2012.			
		ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž		
ALPR-R-A	Alpro a.d. Vlasenica	-5,35%	1,07	-2,14%	1,05	4,37%	1,11	0,57%	1,14	0,05%	1,18		
BLPV-R-A	Banjalučka pivara a.d. Banja Luka	11,85%	1,49	12,48%	1,73	13,23%	2,14	0,40%	3,04	-2,86%	-		
BOKS-R-A	Boksit a.d. Milići	2,64%	1,56	2,70%	1,55	2,94%	1,46	2,24%	1,55	1,00%	1,68		
BVRU-R-A	ZTC Banja Vrućica a.d. Teslić	4,32%	1,09	2,90%	1,11	2,61%	1,13	2,49%	1,13	1,95%	1,15		
CIST-R-A	Čistoća a.d. Banja Luka	6,58%	1,11	6,48%	1,09	-1,34%	1,09	-15,11%	1,08	-11,41%	1,06		
DEST-R-A	Hemijska industrija Destilacija a.d. Teslić	1,99%	1,08	1,07%	1,12	1,03%	1,13	0,86%	1,15	0,92%	1,13		
EDPL-R-A	Elektrodistribucija a.d. Pale	0,06%	1,59	0,13%	1,64	0,10%	1,65	0,16%	1,41	0,01%	1,39		
EKBL-R-A	Elektrokrajina a.d. Banja Luka	0,04%	1,78	0,04%	1,74	0,15%	1,71	0,19%	1,53	0,02%	1,51		
EKHC-R-A	Elektrohercegovina a.d. Trebinje	0,15%	1,29	0,02%	1,36	0,39%	1,38	0,12%	1,28	0,05%	1,28		
ELBJ-R-A	Elektro-Bijeljina a.d. Bijeljina	0,03%	1,44	0,03%	1,52	0,08%	1,53	0,05%	1,45	0,08%	1,41		
ELDO-R-A	Elektro Doboj a.d. Doboj	0,05%	1,15	0,11%	1,16	0,05%	1,15	0,29%	1,14	0,30%	1,15		
HEDR-R-A	Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad	0,09%	1,07	-0,30%	1,07	0,67%	1,07	2,50%	1,05	0,79%	1,04		
HELV-R-A	Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad	0,09%	1,09	0,42%	1,10	1,45%	1,10	0,45%	1,07	0,07%	1,05		
HETR-R-A	Hidroelektrane na Trebišnjici a.d. Trebinje	0,12%	1,04	0,13%	1,02	0,61%	1,03	1,22%	1,03	-0,47%	1,02		
HPKD-R-A	HPK a.d. Kozarska Dubica	0,15%	1,43	0,02%	1,30	-2,20%	1,29	0,03%	1,26	0,01%	1,27		
JLLC-R-A	Jelšingrad Livar Livnica čelika a.d. Banja Luka	-24,76%	2,27	-7,76%	1,82	8,68%	1,70	0,29%	2,12	-0,98%	2,16		
KRPT-R-A	Krajina petrol a.d. Banja Luka	0,32%	1,10	0,21%	1,04	-3,44%	1,06	-2,15%	1,06	-4,21%	1,10		
METL-R-A	Metal a.d. Gradiška	-10,17%	2,43	-8,88%	3,32	-11,64%	2,55	-6,06%	2,54	-7,46%	2,02		
MIRA-R-A	Mira a.d. Prijedor	3,46%	1,38	2,61%	1,53	2,71%	1,30	1,42%	1,32	2,54%	1,45		
MRDN-R-A	Meridian a.d. Banja Luka	3,80%	1,47	2,96%	1,38	2,21%	1,53	2,34%	1,52	1,52%	1,45		
POST-R-A	Pošte Spske a.d. Banja Luka	-0,58%	1,28	0,04%	1,31	0,08%	1,32	-7,62%	1,30	-2,27%	1,20		
RFUM-R-A	Rafinerija ulja a.d. Modriča	-0,53%	1,03	-0,37%	1,04	-1,19%	1,07	-2,75%	1,10	0,01%	1,08		
RITE-R-A	RITE Gacko a.d. Gacko	-0,74%	1,30	-3,73%	1,27	-1,83%	1,23	0,83%	1,17	-0,92%	1,19		
RTEJ-R-A	RITE Ugljevik a.d. Ugljevik	0,52%	1,24	-3,76%	1,19	-2,26%	1,15	0,60%	1,14	2,31%	1,16		
TLKM-R-A	Telekom Spske a.d. Banja Luka	7,58%	1,29	9,47%	1,27	12,39%	1,23	11,76%	1,23	13,18%	1,20		
VDBL-R-A	Vodovod a.d. Banja Luka	0,06%	1,18	0,03%	1,18	1,65%	1,23	-1,59%	1,25	0,30%	1,27		
VITA-R-A	Vitaminka a.d. Banja Luka	0,02%	1,43	-1,84%	1,41	0,04%	1,36	0,01%	1,44	0,02%	1,53		
ZERS-R-A	Željeznice RS a.d. Doboj	-5,93%	3,60	-5,01%	2,75	-5,64%	2,10	-3,71%	2,04	-3,47%	1,88		
ZTPR-R-A	Žitopromet a.d. Bijeljina	-4,83%	1,20	-9,88%	1,13	-4,38%	1,38	-6,43%	1,32	0,19%	1,27		

Tabela 3. Prosjek i odstupanje od prosjeka mjereno standardnom devijacijom – struktura ROE za period 2012–2016. godina

Opis	2016.		2015.		2014.		2013.		2012.	
	ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž	ROA	Finansijski leveridž
STDEV	6,2%	0,53	4,6%	0,50	4,8%	0,36	4,4%	0,46	3,8%	0,29
Prosjek	-0,3%	1,43	-0,1%	1,42	0,7%	1,39	-0,6%	1,41	-0,3%	1,33

Izvor: www.blberza.com

Ukoliko posmatramo podatke za 2016. godinu koji su prezentovani u tabeli 2, možemo zaključiti da je samo šest emitenata imalo ROA veći od 3%, dok je negativan ROA zabilježilo čak osam emitenata. ROA u rasponu od 0% do 3% je ostvarilo 15 emitenata. Analizom prosjeka i odstupanja od prosjeka mjereno standardnom devijacijom – struktura ROE za period 2012–2016. godina (pogledati tabelu 3) može se uočiti rast disperzije ROA od 3,8% u 2012. godini do 6,2% u 2016. godini, što je povećanjem disperzije stopa prinosa na imovinu od oko 62%. Ovakav rast disperzije prinosa na imovinu ukazuje na porast neujednačenog odnosa prema korištenju raspoložive imovine ovih kompanija i upotrebu te imovine u svrhu ostvarivanja prinosa, iz čega se jasno može izvesti zaključak da ekonomska politika koja se vodi u Republici Srpskoj nije rezultat osmišljene strategije

privrednog rasta i razvoja već ad hoc pristupa od slučaja do slučaja, bez uvažavanja optimizacije korišćenja resursa.

Prosječan koeficijent finansijskog leveridža u 2012. godini iznosi 1,33, dok u 2016. godini iznosi 1,43, sa trendom povećanja disperzije od 0,29 do 0,53. Na ovom nivou analize može se izvesti zaključak da, iako predstavljaju najbolji dio privrede Republike Srpske, nefinansijske kompanije koje su izlistane na kotaciji Banjalučke berze sve više liče na „raštivan orkestar koji sa protokom vremena zvuči sve lošije, a sve to uz pozamljivanje sve više i više novca za održavanje kontinuiteta muziciranja“.

U narednoj tabeli prezentovana je struktura koeficijenta ROA za period 2012–2016. godina.

Tabela 4. Struktura koeficijenta ROA za period 2012–2016. godina

Oznaka HOV	Naziv HOV	ROA									
		2016.		2015.		2014.		2013.		2012.	
		Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine
ALPR-R-A	Alpro a.d. Vlasenica	-5,92%	0,90	-1,99%	1,07	3,93%	1,11	0,60%	0,94	0,06%	0,90
BLPV-R-A	Banjalučka pivara a.d. Banja Luka	13,66%	0,87	14,17%	0,88	15,81%	0,84	0,51%	0,78	-3,87%	0,74
BOKS-R-A	Boksit a.d. Milići	4,70%	0,56	4,14%	0,65	4,60%	0,64	3,10%	0,72	1,61%	0,62
BVRU-R-A	ZTC Banja Vrućica a.d. Teslić	11,93%	0,36	8,75%	0,33	8,90%	0,29	8,98%	0,28	7,35%	0,27
CIST-R-A	Čistoća a.d. Banja Luka	12,71%	0,52	11,93%	0,54	-2,58%	0,52	-29,74%	0,51	-23,23%	0,49
DEST-R-A	Hemijska industrija Destilacija a.d. Teslić	3,14%	0,63	1,97%	0,55	1,90%	0,54	1,72%	0,50	1,87%	0,49
EDPL-R-A	Elektrodistribucija a.d. Pale	0,18%	0,31	0,42%	0,31	0,33%	0,29	0,58%	0,28	0,04%	0,28
EKBL-R-A	Elektrokrajina a.d. Banja Luka	0,12%	0,36	0,13%	0,33	0,48%	0,32	0,67%	0,29	0,06%	0,29
EKHC-R-A	Elektrohercegovina a.d. Trebinje	0,37%	0,40	0,04%	0,38	1,06%	0,37	0,41%	0,29	0,16%	0,28
ELBJ-R-A	Elektro-Bijeljina a.d. Bijeljina	0,08%	0,31	0,08%	0,32	0,25%	0,31	0,16%	0,30	0,26%	0,30
ELDO-R-A	Elektro Doboj a.d. Doboj	0,24%	0,23	0,36%	0,30	0,19%	0,28	1,00%	0,29	1,04%	0,29
HEDR-R-A	Hidroelektrane na Drini a.d. Višegrad	1,96%	0,05	-6,16%	0,05	13,71%	0,05	38,06%	0,07	17,16%	0,05
HELV-R-A	Hidroelektrane na Vrbasu a.d. Mrkonjić Grad	1,85%	0,05	7,35%	0,06	20,15%	0,07	7,41%	0,06	1,42%	0,05
HETR-R-A	Hidroelektrane na Trebišnjici a.d. Trebinje	2,21%	0,05	2,61%	0,05	9,98%	0,06	15,97%	0,08	-13,79%	0,03

HPKD-R-A	HPK a.d. Kozarska Dubica	0,17%	0,85	0,04%	0,47	-5,31%	0,41	0,06%	0,41	0,03%	0,39
JLLC-R-A	Jelšingrad Livar Livnica čelika a.d. Banja Luka	-169,55%	0,15	-72,76%	0,11	33,73%	0,26	1,07%	0,27	-3,59%	0,27
KRPT-R-A	Krajinapetrol a.d. Banja Luka	0,19%	1,66	0,12%	1,74	-1,69%	2,04	-1,03%	2,09	-1,97%	2,14
METL-R-A	Metal a.d. Gradiška	-12,52%	0,81	-9,15%	0,97	-10,18%	1,14	-7,39%	0,82	-9,36%	0,80
MIRA-R-A	Mira a.d. Prijedor	5,55%	0,62	4,61%	0,57	4,37%	0,62	2,14%	0,66	3,79%	0,67
MRDN-R-A	Meridian a.d. Banja Luka	6,55%	0,58	5,28%	0,56	4,13%	0,53	4,84%	0,48	2,89%	0,53
POST-R-A	Pošte Srpske a.d. Banja Luka	-0,92%	0,63	0,06%	0,60	0,14%	0,58	-15,18%	0,50	-4,70%	0,48
RFUM-R-A	Rafinerija ulja a.d. Modriča	-3,69%	0,14	-2,33%	0,16	-4,62%	0,26	-9,90%	0,28	0,04%	0,37
RITE-R-A	RiTE Gacko a.d. Gacko	-3,67%	0,20	-17,97%	0,21	-8,96%	0,20	3,39%	0,25	-4,83%	0,19
RTEU-R-A	RiTE Ugljevik a.d. Ugljevik	2,06%	0,25	-13,14%	0,29	-8,84%	0,26	2,26%	0,26	8,23%	0,28
TLKM-R-A	Telekom Srpske a.d. Banja Luka	14,50%	0,52	17,97%	0,53	22,32%	0,56	21,52%	0,55	23,01%	0,57
VDBL-R-A	Vodovod a.d. Banja Luka	0,35%	0,16	0,20%	0,15	9,09%	0,18	-8,45%	0,19	1,60%	0,19
VITA-R-A	Vitaminka a.d. Banja Luka	0,07%	0,30	-6,35%	0,29	0,13%	0,31	0,04%	0,33	0,05%	0,37
ZERS-R-A	Željeznice RS a.d. Doboij	-78,61%	0,08	-55,92%	0,09	-74,84%	0,08	-52,95%	0,07	-47,72%	0,07
ZTPR-R-A	Žitopromet a.d. Bijeljina	-5,64%	0,86	-15,26%	0,65	-3,16%	1,39	-4,58%	1,40	0,16%	1,15

Izvor: www.blberza.com

Tabela 5. Prosjek i odstupanje od prosjeka mjereno standardnom devijacijom – struktura ROA za period 2012–2016. godina

Opis	2016.		2015.		2014.		2013.		2012.	
	Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine	Profitna marža	Obrt imovine
STDEV	34,6%	0,35	18,3%	0,36	17,3%	0,43	15,0%	0,42	11,9%	0,41
Prosjek	-6,8%	0,46	-4,2%	0,45	1,2%	0,50	-0,5%	0,48	-1,5%	0,47

Izvor: www.blberza.com

Analizom podataka prezentovanih u tabelama 4. i 5. može se zaključiti da je povećana disperzija profitne marže (Neto dobit / Prihod od prodaje) sa 11,9% u 2012. godini na 34,6% u 2016. godini. Interesantno je da prosječna profitna marža u 2016. godini iznosi -6,8%, što je direktna posljedica činjenice da je ovaj pokazatelj negativan kod čak devet kompanija. Takođe, ukoliko posmatramo obrt imovine kod elektrodistributivnih kompanija, može se uočiti da je u 2012. godini koeficijent obrta imovine bio u rasponu od 0,28 do 0,30, dok je u 2016. godini taj raspon od 0,23 do 0,40, što je, uz pad profitne marže, uslovilo niske stope prinosa.

Najveću profitnu maržu imaju Telekom Srpske a.d. Banja Luka (14,50%), Banjalučka pivara a.d. Banja Luka (13,61%) i Čistoća a.d. Banja Luka (12,71%).

Uvažavajući sve prethodno konstatovane činjenice i izvedene zaključke nakon provedenog istraživanja za period 2012–2016. godina, smatramo da je potrebno izvršiti ozbiljnu dokapitalizaciju kompanija koje kotiraju na

službenom tržištu Banjalučke berze i značajno korigovati odnos prema korporativnom upravljanju i poslovanju od strane vlasnika pomenutih kompanija kako bi bila stvorena osnova za njihov rast i razvoj.

ZAKLJUČAK

Analiza finansijskih izvještaja koristi se iz različitih razloga – npr. investitori traže informacije u vezi sa dugoročnom održivosti poslovanja i procjenjuju izgleda za ostvarivanje adekvatnog prinosa u kontekstu rizika koji preuzimaju. Savjesni povjerioci uvijek žele da znaju da li potencijalni dužnik ili kupac može uredno da servisira obaveze koje je preuzeo.

DuPont okvir je razvijen od strane kompanije DuPont Corporation (SAD) tokom 1920-ih. Ovaj pristup fokusira se prevashodno na determinante prinosa na kapital (ROE) i prinosa na imovinu (ROA).

U ovoj studiji, koristili smo podatke iz raspoloživih i javno objavljenih finansijskih izvještaja 29 nefinansijskih kompanija koje su izlistane na kotaciji Banjalučke berze za period od pet godina, i to za 2012. godinu, 2013. godinu, 2014. godinu, 2015. godinu i 2016. godinu. Za svaki vremenski period, izračunali smo koeficijente ROA i ROE.

Ukoliko posmatramo podatke za 2016. godinu, možemo zaključiti da je samo šest emitenata imalo ROA veći od 3%, dok je negativan ROA zabilježilo čak osam emitenata. ROA u rasponu od 0% do 3% ostvarilo je 15 emitenata. U posmatranom periodu, ROE samo sedam emitenata je bio veći od 3%, dok je negativan ROE zabilježilo čak osam emitenata. ROE u rasponu od 0% do 3% ostvarilo je 14 emitenata. Najbolje rezultate je ostvarila Banjalučka pivara a.d. Banja Luka, čiji ROA u 2016. godini iznosi 11,85%, a ROE 17,60%, zatim Telekom Srpske a.d. Banja Luka, čiji ROA u 2016. godini iznosi 7,85%, a ROE 9,79%, i Čistoća a.d. Banja Luka, čiji je ROA u 2016. godini nešto manji od Telekoma Srpske i iznosi 6,85%, dok ROE iznosi 7,29%.

Analizom prosjeka i odstupanja od prosjeka mjereno standardnom devijacijom – struktura ROE za period 2012–2016. godina, može se uočiti rast disperzije ROA od 3,8% u 2012. godini do 6,2% u 2016. godini, što je povećanjem disperzije stopa prinosa na imovinu od oko 62%. Ovakav rast disperzije prinosa na imovinu ukazuje na porast neujednačenog odnosa prema korištenju raspoložive imovine ovih kompanija i upotrebu te imovine u svrhu ostvarivanja prinosa, iz čega se jasno može izvesti zaključak da ekonomska politika koja se vodi u Republici Srpskoj nije rezultat osmišljene strategije privrednog rasta i razvoja, već ad hoc pristupa od slučaja do slučaja, bez uvažavanja optimizacije korišćenja resursa.

Prosječan koeficijent finansijskog leveridža u 2012. godini iznosi 1,33, dok u 2016. godini iznosi 1,43, sa trendom povećanja disperzije od 0,29 do 0,53. Na ovom nivou analize može se izvesti zaključak da, iako predstavljaju najbolji dio privrede Republike Srpske, nefinansijske kompanije koje su izlistane na kotaciji Banjalučke berze sve više liče na „raštivan orkestar koji sa protokom vremena zvuči sve lošije, a sve to uz pozamljivanje sve više i više novca za održavanje kontinuiteta muziciranja“.

Analizom podataka prezentovanih u tabelama 4. i 5. može se zaključiti da je povećana disperzija profitne marže (Neto dobit / Prihod od prodaje) sa 11,9% u 2012. godini na 34,6% u 2016. godini. Interesantno je da prosječna profitna marža u 2016. godini iznosi -6,8%, što je direktna posljedica činjenice da je ovaj pokazatelj negativan kod čak devet kompanija. Ukoliko posmatramo obrt imovine kod elektrodistributivnih kompanija, može se uočiti da je u 2012. godini koeficijent obrta imovine bio u rasponu od 0,28 do 0,30, dok je u 2016. godini taj raspon od 0,23 do 0,40, što je, uz pad profitne marže, uslovalo niske stopa prinosa. Najveću profitnu maržu imaju Telekom Srpske a.d. Banja Luka (14,50%), Banjalučka pivara a.d. Banja Luka (13,61%) i Čistoća a.d. Banja Luka (12,71%).

Na osnovu prezentovanih podataka, može se zaključiti da je Banjalučka pivara a.d. Banja Luka opravdala epitet najperspektivnijeg emitenta koji kotira na službenom tržištu Banjalučke berze, dok je Telekom Srpske a.d. Banja Luka istupio oštricu profitabilnosti i očigledno je sada u fazi stagnacije i ozbiljnijeg pada prinosa na imovinu i kapital.

Uvažavajući sve prethodno konstatovane činjenice i izvedene zaključke nakon provedenog istraživanja za period 2012–2016. godina, smatramo da je potrebno izvršiti ozbiljnu dokapitalizaciju kompanija koje kotiraju na službenom tržištu Banjalučke berze i korigovati odnos prema korporativnom upravljanju i poslovanju od strane vlasnika pomenutih kompanija kako bi bila stvorena osnova za njihov rast i razvoj.

IZVORI

1. Bruno, A., Leidecker, J., i Harder, J., *Why firms fail*, Business Horizons, March/April 1987, str. 50–58.
2. Burson, R., *Tools you can use for improved ratio analysis*, San Diego Business Journal, 12/07/98, Vol. 19, Issue 49, str. 19–23.
3. Devine, K., i Seaton, L., *An examination of quarterly financial ratio stability: implications for financial decision making*, Journal of Applied Business Research, Winter, 1995, str. 81–98.
4. Dun & Bradstreet, *Business Failure Record*, New York, 1994.
5. Edmister, R. O., *Financial ratios as discriminant predictors of small business failure*, Journal of Finance, Vol. 27, No. 1, March, 1972, str. 139–140.
6. Firer, C., *Driving financial performance through the Du Pont identity: A strategic use of financial analysis i planning*, Financial Practice i Education, Spring/Summer 1999, str. 34–45.
7. Gaskill, L., Van Auken, H., i Manning, R., *A factor analytic study of the perceived causes of small business failure*, Journal of Small Business Management, 1993, 31, str. 18–31.
8. Horrigan, J. O., *Some empirical bases of financial ratio analysis*, The Accounting Review, Vol. 40, No. 3, July 1965, str. 558–568.
9. Kelly, S., *Company health check*, Accountancy Ireli, Vo. 37, No. 4, August, 2005, str. 52–53.
10. Kester, G. W., *Why Borrowers Become Profit Rich i Cash Poor*. The Journal of Commercial Bank Lending, 74, (2), 1992, str. 45–53.
11. Kester, G. W., i Radivojac, G., *The Modern Paradigm of Borrowing as a Lesson Learned During the Global Financial Crisis*, Acta Economica 11, (18), 2013, str. 239–252.
12. Kester, G. W., *How Much Growth Can Borrower Sustain?* The RMA Journal, 84, (10), 2002, str. 49–53.
13. Kester, G. W., i Radivojac, G., *The Financial Consequences of Business Growth*, Acta Economica, 13 (22), 2015, str. 213–227.
14. Kester, G. W., Scott, A. H., i Kipling, M. P., *How Much Debt Can a Borrower Afford?* The RMA Journal, 87, (3), 2004, str. 46–51.
15. Meech, S. P., *Financial stiards*, The University Journal of Business, Vol. 3, No. 2, March, 1925, str. 171–187.
16. Osteryoung, J., i Consti, R., *Financial ratios in large public i small private firms*, Journal of Small Business Management, July, 1992, str. 35–47.