

Ovlašćeni procjenjivač Vladan Jović
Mladena Stojanovića 119, Banja Luka
Broj licence 153-185/12

PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA PREDUZEĆA
Fabrika za pocinčavanje a.d.
Srebrenica

Banja Luka, Novembar 2012. Godine

1. UVOD

1.1. Dan procjene vrijednosti kapitala

Procjena vrijednosti kapitala "Fabrike za pocinčavanje" a.d. Srebrenica (u daljem tekstu: FPS) izvršena je na dan 31. decembra 2011. godine, polazeći od zvaničnih finansijskih izvještaja preduzeća, revizorskog izvještaja, vrijednosti imovine preduzeća i tržišne vrijednosti akcija preduzeća.

1.2. Svrha studije o stanju, privrednom i finansijskom položaju

Studija pruža argumentovane informacije:

- o **zarađivačkoj moći, prinosnom i imovinskom položaju**. Ove informacije su bitne za eventualnu prodaju ili dokapitalizaciju preduzeća FPS, odnosno investitor, kupac i prodavac mogu jasnije da sagledaju trenutni položaj u kome se preduzeće nalazi.
- o **riziku naplate potraživanja od strane povjerilaca**. Ova informacija je bitna i za sadašnje i za buduće povjerioce. Ako je rizik prihvatljiv, sadašnji povjerioci biće sigurni da će svoja potraživanja naplatiti u roku dospjeća, a budući povjerioci prihvatit će preduzeće za dužnika bez posebnih obezbjeđenja svojih potraživanja (hipoteka, garancija trećih lica, limitiranje zaduženja i slično).
- o **tržišnoj vrijednosti nekretnina, postrojenja i opreme**. Naime, MRS 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema zahtjeva da se ova imovina vrijednuje po tržišnoj (fer) vrijednosti. Ako su nekretnine, postrojenja i oprema procjenjene po tržišnoj (fer) vrijednosti preduzeće može donijeti odluku da se uknjiži tržišna vrijednost ove imovine. Vrednovanje nekretnina, postrojenja i opreme po tržišnoj (fer) vrijednosti ima prednost jer je njihova vrijednost realno iskazana u bilansu.

1.3. Podaci o preduzeću

Naziv: "Fabrika za pocinčavanje" a.d. Srebrenica

Adresa: Nikole Tesle bb, Potočari, srebrenica

Godina osnivanja: 1968.

Pravni status: akcionarsko društvo

Ukupan broj akcija: 983.008

Ukupan broj akcionara: 40

Osnovna djelatnost fabrike je površinska antikorozivna zaštita čeličnih konstrukcija metodom toplog pocinčavanja.

Upravljanje i poslovanje Društva uređeno je u skladu sa Zakonom o privrednim društvima (Službeni glasnik Republike Srpske br. 128/08, 56/09).

Organi Društva su:

- > Skupština
- > Upravni odbor
- > Uprava (menadžment)

Skupština je najveći organ upravljanja preduzećem. Čine je akcionari saglasno udjelima u vlasništvu preduzeća. Svaki akcionar u skladu sa Statutom, lično ili preko punomoćnika ima pravo učestvovanja u radu skupštine akcionara, pravo glasa ako ima akcije sa pravom glasa.

Upravni odbor Društva broji tri člana:

1. Sava Krstić, Predsjednik;
2. Zoran Grujičić, član;
3. Momir Ćosović, član.

Menadžment društva

Ovlašteno lice eminenta i registrovano odgovorno lice je g. Neđo Trninić

Prvih deset akcionara preduzeća

Naziv vlasnika HOV	Procentualno učešće u osnovnom kapitalu	Procentualno učešće u akcijama sa pravom glasa	Starje na dan
KRSTIĆ SAVA	37,5126	37,5126	01.11.2012
ĆOSOVIĆ MOMIR	37,3580	37,3580	01.11.2012
PREF AD BANJA LUKA	6,8973	6,8973	01.11.2012
ZIF BORS INVEST FOND AD BANJA LUKA	5,0547	5,0547	01.11.2012
FOND ZA RESTITUCIJU RS AD BANJA LUKA	3,4487	3,4487	01.11.2012
CVITANOVIĆ DENIS	1,5965	1,5965	01.11.2012
DRINA METAL DOO BRATUNAC	1,5259	1,5259	01.11.2012
HYPO ALPE-ADRIA-BANK DD MOSTAR-KASTODI	1,2231	1,2231	01.11.2012
PERIŠIĆ VELJKO	1,1631	1,1631	01.11.2012
TRNINIĆ NEĐO	0,9569	0,9569	01.11.2012

1.4. Metode procjene vrijednosti kapitala

Kapital preduzeća FPS procjenjen je po:

- Knjigovodstvenoj vrijednosti
- Likvidacionoj vrijednosti
- Prinosnoj vrijednosti i
- Tržišnoj vrijednosti

1.5. Rezime procjene vrijednosti kapitala

Knjigovodstvena, likvidaciona, prinosna i tržišna vrijednost kapitala preduzeća FPS, na dan 31.12.2011. godine je:

Metoda	vrijednost kapitala KM	stopa prinosa
Knjigovodstvena vrijednost	6.550.321	8,91%
Likvidaciona vrijednost	2.377.195	24,56%
Prinosna vrijednost	2.091.002	27,92%
Tržišna vrijednost	2.195.745	26,59%

1.6. Pristup obavljanju procjene

Osnovni cilj procjene je utvrđivanje stvarne vrijednosti kapitala preduzeća FPS na dan 31.12.2011. godine.

Osnovni elementi procjene su:

1. Predmet procjene: hartije od vrijednosti preduzeća registrovane u Centralnom registru HOV RS a.d. Banja Luka;
2. Svrha procjene: upoznavanje svih zainteresovanih strana o vrijednosti kapitala preduzeća;
3. Datum procjene: 16.11.2012. godine;
4. Primjenjeni standardi: Međunarodni standardi vrednovanja;
5. Definisane vrijednosti: kod obavljanja procjene primjenjene su odredbe Međunarodnih standarda i to: Standard 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema, Standard 1 – Tržišna vrijednost kao osnova vrednovanja, 39 - Finansijski instrumenti: priznavanje i odmjeravanje, te ostali MRS.

Izveštaj je sačinjen primjenom Međunarodnih standarda vrednovanja, uključujući Smjernice za primjenu istih.

Prilikom procjene koristio sam se prikupljenim informacijama od strane odgovornih lica Društva, sa Banjalučke berze, objavljenih finansijskih i drugih izvještaja. Nakon sumiranja svih informacija i neposrednog uvida utvrđena je procijenjena vrijednost kapitala.

Procjena vrijednosti akcija knjigovodstvenom metodom zasnovana je na utvrđivanju fer tržišne vrijednosti svakog pojedinog dijela imovine.

Prinosna vrijednost pokazuje kolika je sadašnja vrijednost očekivanog novčanog toka u projektovanom periodu od pet godina, te na toj bazi određena vrijednost kapitala.

Projekcije su urađene na osnovu materijala preuzetih sa portala Banjalučke berze i konsultacija sa odgovornim licima Društva.

Likvidaciona vrijednost je procjena likvidacione mase kao razlike između unovčene (prodane) imovine i plaćenih obaveza, uvećanih za troškove likvidacije.

Takođe, korišćen je metod utvrđivanja tržišne vrijednosti imovine polazeći od slobodno formiranih cijena na tržištu istih ili sličnih oblika imovine na istim ili sličnim tržištima.

Prilikom procjene vrijednosti sagledani su:

- Knjigovodstvena vrijednost
- Korigovana knjigovodstvena vrijednost
- Ostvarena trgovanja na Banjalučkoj berzi
- Ostvareni rezultati poslovanja
- Projektovani bilansi za period od pet godina
- Izvještaji o istinosti i tačnosti usvojenih izvještaja

Polaznu osnovu za procjenu predstavljaju postojeće evidencije u finansijskom knjigovodstvu i procjene iznosa na dan bilansiranja. Napominjem da je emitent izvršio objavljivanje finansijskih izvještaja za posmatrani period, te da je izvršena revizija finansijskih izvještaja.

2. POSLOVANJE PREDUZEĆA

2.1. O Društvu

Fabrika za pocinčavanje je počela sa radom 1968. godine u sklopu tadašnjeg "Energoinvesta". Privatizovana je 25.07.2002. godine i nakon remonta je uspješno obnovila proizvodnju u avgustu 2003. godine.

Osnovna djelatnost fabrike je površinska antikorozivna zaštita čeličnih konstrukcija metodom toplog pocinčavanja.

Dimenzije kada za pocinčavanje su 7000 x 2200 x 1800 mm.

FPS je opremljena savremenom opremom za svoju djelatnost, posjeduje pogonsku laboratoriju. U okviru zaštite životne sredine fabrika ima pogon za neutralizaciju otpadnih voda i sistem za prečišćavanje otpadnih gasova.

Usluga površinske antikorozivne zaštite čeličnih konstrukcija metodom toplog pocinčavanja u Fabrici za pocinčavanje se izvodi u skladu sa zahtjevanim standardom EN ISO 1461.

Razvojem Fabrike u oblasti površinske antikorozivne zaštite čeličnih konstrukcija u cilju poboljšanja kvaliteta, potrebe održanja konkurentnosti, FPS je od 2004. godine otpočela sa unapređenjem tehnološke opreme, podizanjem produktivnosti i stalnim poboljšavanjem procesa što je rezultiralo uvođenjem standarda ISO 9001:2000 - sistem menadžmenta kvalitetom.

U izboru za najuspješnije preduzeće u Republici Srpskoj za 2007. godinu FPS je osvojila treće mjesto u oblasti metalske industrije.

U izboru za najuspješnije preduzeće u Republici Srpskoj za 2008. godinu FPS je osvojila drugo mjesto u oblasti metalske industrije.

2.2. Osnovna djelatnost i tržište

Osnovna djelatnost preduzeća je površinska antikorozivna zaštita čeličnih konstrukcija metodom toplog pocinčavanja.

U ovoj oblasti FPS zauzima veoma značajno mjesto kako u BiH tako i na tržištu Srbije. Pocinčane konstrukcije u FPS koje se izvoze u sve evropske zemlje kao i zemlje Amerike i Kanade su važna referenca za dalje poslove.

Pored osnovne djelatnosti, površinske antikorozivne zaštite metodom toplog pocinčavanja, FPS za tržište BiH se bavi prodajom:

- Pocinčane zaštitne ograde za puteve;
- Zaštitne žičane ograde ;
- Okruglih, pravougaonih, kvadratnih i profilnih cijevi;
- Stubova za saobraćajne znakove
- Pocinčane trake za uzemljenje
- Svih vrsta HOP profila
- Toplo valjanih i hladno valjanih limova
- Kontejnera

Projektovani kapacitet fabrike na godišnjem nivou je 12.800 tona.

Radna energija je električna.

Temperatura cinčanja je 440-450 stepeni Celzijusa.

Dimenzije kade su 7000mm x 2200mm x 1800mm.

Nosivost kranova 2 x 2 tone.

Standardi: EN ISO 1461, ASTM-A 123, ASTM-A 385

3. FINANSIJSKA ANALIZA

3.1. Rizik ostvarenja finansijskog rezultata i stopa elastičnosti

		2010	2011
1	Poslovni prihod	5.402.045	7.275.241
2	Varijabilni rashodi	3.432.942	4.315.028
3	Marža pokrića (1-2)	1.969.103	2.960.213
4	Fiksni i pretežno fiksni poslovni rashodi	1.373.195	1.595.005
5	Neto rashodi finansiranja	179.937	131.216
6	Poslovni dobitak (3-4)	595.908	1.365.208
7	Dobitak redovne aktivnosti (6-5)	415.971	1.233.992
8	Faktor rizika		
	8.1 Poslovni rizik (3/6)	3,30	2,17
	8.2 Finansijski rizik (6/7)	1,43	1,11
	8.3 Ukupan rizik (3/7)	4,73	2,40
9	Koeficijent marže pokrića (3/1)	0,36	0,41
10	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog dobitka (4/9)	3.767.229	3.920.004
11	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka (1-10)/1x100	30,26	46,12
12	Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog dobitka redovne aktivnosti (4+5)/9	4.260.869	4.242.490
13	Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti (1-12)/1x100	21,12	41,69

Poslovni rizik. Poslovni rizik je rizik ostvarenja poslovnog dobitka kao bruto prinosa na ukupan kapital, odnosno to je rizik pokrića iz poslovnih prihoda svih rashoda, izuzev rashoda finansiranja i poreza i doprinosa iz rezultata. Poslovni rizik mjeri se faktorom poslovnog rizika (poslovni leveridž) koji se dobija iz odnosa marže pokrića i poslovnog dobitka. Njegova visina zavisi od obima prodaje, pariteta prodajnih i nabavnih cijena, ekonomičnosti fizičkih utrošaka materijala, energije, usluga i rada, racionalnosti ulaganja u osnovna sredstva i racionalnosti organizacije svih funkcija u preduzeću. Faktor poslovnog rizika pokazuje koliko se puta brže menja poslovni dobitak pri svakoj promjeni poslovnih prihoda (ako se ne menja paritet prodajnih i nabavnih cena), odnosno pri svakoj promjeni marže pokrića (ako se menja paritet prodajnih i nabavnih cijena), što je faktor poslovnog rizika niži, utoliko je rizik ostvarenja poslovnog dobitka manji.

Faktor poslovnog rizika preduzeća FPS je:

- U 2011. godini 2,17, što predstavlja dobar nivo;
- U 2010. godini 3,30. Faktor u posmatrane dvije godine ima tendenciju smanjenja, što je dobro.

Finansijski rizik. Finansijski rizik je rizik ostvarenja dobitka redovne aktivnosti, a time i neto dobitka kao prinosa na sopstveni kapital, odnosno to je rizik pokrića troškova (rashoda) finansiranja. Faktor finansijskog rizika izračunava se iz odnosa poslovnog dobitka i dobitka redovne aktivnosti, a njegova visina zavisi od svega onog od čega zavisi i visina faktora poslovnog rizika i još od visine rashoda finansiranja, koji su uslovljeni strukturom kapitala sa stanovišta vlasništva i visinom kamatnih stopa na pozajmljeni kapital. Što je faktor finansijskog rizika (finansijski leveridž) niži, to je finansijski rizik ostvarenja dobitka redovne aktivnosti manji jer u osnovi pokazuje koliko se puta brže menja dobitak redovne aktivnosti pri svakoj promeni poslovnog dobitka. Faktor finansijskog rizika preduzeća FPS je:

- U 2011. godini 1,11, što predstavlja dobar nivo;
- U 2010. godini 1,43. Faktor u posmatrane dvije godine ima tendenciju smanjenja.

Ukupan rizik. Ukupan rizik je rizik ostvarenja dobitka redovne aktivnosti, a time i neto dobitka koji u sebi sublimira i poslovni i finansijski rizik. Ukupan rizik mjeri se odnosom marže pokrića i dobitka redovne aktivnosti (ili umnoškom faktora poslovnog rizika i faktora finansijskog rizika); njegova visina zavisi od svega onog od čega zavisi visina faktora poslovnog rizika i faktora finansijskog rizika, a u osnovu pokazuje koliko se puta brže mijenja dobitak redovne aktivnosti pri svakoj promeni poslovnih prihoda (pri nepromenjenom paritetu prodajnih i nabavnih cijena), odnosno koliko se puta brže mijenja dobitak redovne aktivnosti pri svakoj promeni marže pokrića (pri promenjenom paritetu prodajnih i nabavnih cijena). Što je faktor ukupnog rizika niži, utoliko je ukupan rizik ostvarenja dobitka redovne aktivnosti manji, i obrnuto. Faktor ukupnog rizika preduzeća FPS je:

- U 2011. godini 2,40, što predstavlja dobar nivo;
- U 2010. godini 4,73. Faktor u posmatrane dvije godine ima tendenciju smanjenja.

Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka pokazuje koliko se procenata poslovnog prihoda ostvaruje više no što je potrebno za pokriće poslovnih rashoda. Što je stopa viša preduzeće

je udaljenije od zone ostvarenja negativnog poslovnog rezultata (poslovnog gubitka) i obrnuto. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog dobitka preduzeća FPS je:

- U 2011. godini 46,12, što predstavlja dobar nivo:
- U 2010. godini 30,26. Stopa u posmatrane dvije godine ima tendenciju povećanja što je dobro.

Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti pokazuje koliko se procenata poslovnog prihoda ostvaruje više no što je potrebno za pokriće poslovnih i finansijskih rashoda. Što je ta stopa viša, preduzeće je udaljenije od zone ostvarenja negativnog rezultata (gubitka) redovne aktivnosti i obrnuto. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog dobitka redovne aktivnosti preduzeća FPS je:

- U 2011. godini 41,69, što predstavlja dobar nivo:
- U 2010. godini 21,12. Stopa u posmatrane dvije godine ima tendenciju povećanja.

3.2. Rentabilnost

Rentabilnost je mjerena sa dva aspekta:

- rentabilnost ukupnog uloženog kapitala (sredstava) i
- rentabilnost sopstvenog kapitala

	2010	2011
1 Neto dobitak	492.613	1.096.760
2 Rashodi finansiranja	179.937	131.216
3 Svega (1+2)	672.550	1.227.976
4 Ukupan kapital (imovina)	8.776.251	9.071.175
5 Stopa prinosa na ukupan kapital (3/4x100)	7,66	13,54
6 Sopstveni kapital	5.423.171	6.550.321
7 Stopa neto prinosa na sopstveni kapital (1/6x100)	9,08	16,74
8 Broj akcija	983.008	983.008
9 Neto dobitak po akciji u KM (1/8)	0,50	1,12

Stopa prinosa na ukupan kapital (imovinu) je relativno visoka u čitavom posmatranom periodu, takođe i stopa prinosa na sopstveni kapital. Neto dobitak po akciji je visok sa tendencijom rasta.

3.3. Efikasnost imovine

	2010	2011
1 Prihod od prodaje	5.402.045	7.275.241
2 Poslovna imovina	8.776.251	9.071.175
3 Obrtna imovina	3.956.209	4.312.308
4 Zalihe	404.865	538.468

5	Koeficijenti obrta		
	5.1. Poslovne imovine (1/2)	0.62	0.80
	5.2. Obrtne imovine (1/3)	1.37	1.69
	5.3. Zaliha (1/4)	13.34	13.51

Što je koeficijent obrta niži efikasnost imovine je dakako manja. Posledica toga je, budući da je kapital fiksna, niži koeficijent obrta imovine izaziva veće pozajmljene izvore finansiranja, a time i veće finansijske rashode.

U posmatranom periodu koeficijenti obrta poslovne imovine i obrtne imovine su relativno niski. Ovi koeficijenti obrta bili bi zadovoljavajući kada bi iznosili: minimalno 2,0 poslovne imovine, 3,5-4,0 obrtne imovine.

Koeficijent obrta zaliha je dobar jer je zadovoljavajući nivo 5,5-6,0.

3.4. Finansijska ravnoteža

Razlikujemo kratkoročnu finansijsku ravnotežu, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem likvidnih sredstava uvećanih za kratkoročno vezana sredstva i kratkoročnih obaveza, i dugoročnu finansijsku ravnotežu, čije se stanje utvrđuje upoređivanjem dugoročno vezanih sredstava i sopstvenog kapitala, uvećanog za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja.

Ako su likvidna sredstva uvećana za kratkoročno vezana sredstva jednaka kratkoročnim obavezama, kratkoročna finansijska ravnoteža postoji, ali tada postoji i dugoročna finansijska ravnoteža, jer su dugoročno vezana sredstva jednaka sopstvenom kapitalu uvećanom za dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja. Kada postoji dugoročna i kratkoročna finansijska ravnoteža stvoreni su uslovi za održavanje likvidnosti preduzeća, pri čemu i tada preduzeće može da bude povremeno nelikvidno ako se iz bilo kojih razloga mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava vrši sporije od dospelja kratkoročnih obaveza.

Ako je kratkoročna finansijska ravnoteža pomjerena ka sredstvima, onda je dugoročna finansijska ravnoteža pomjerena ka izvorima finansiranja i pri takvom stanju finansijske ravnoteže stvorena je sigurnost za održavanje likvidnosti u oblasti dugoročnog finansiranja, koja je utoliko veća što je dugoročna finansijska ravnoteža više pomjerena ka izvorima finansiranja. Sigurnost za održavanje likvidnosti dolazi otuda što je razlika između dugoročnih izvora finansiranja i dugoročno vezanih sredstava upotrebljena za pokriće kratkoročno vezanih sredstava, koja će se dakako prije mobilisati u gotovinu nego što će dugoročne obaveze dospeti za plaćanje.

Ako je kratkoročna finansijska ravnoteža pomjerena ka kratkoročnim obavezama, dugoročna finansijska ravnoteža je pomjerena ka dugoročno vezanim sredstvima čime je onemogućeno održavanje likvidnosti, jer su dugoročno vezana sredstva pokrivena kratkoročnim obavezama u visini razlike između kratkoročnih obaveza i likvidnosnih sredstava uvećanih za kratkoročno vezana sredstva, koja će dakako prije dospjeti za plaćanje pre nego što će se dugoročno vezana sredstva mobilisati u gotovinu. Finansijska ravnoteža preduzeća FPS je sljedeća:

		2010	2011
1	Gotovina	176.683	775.978
2	Kratkoročna potraživanja	3.262.466	2.857.478
3	Gotovina i kratkoročna potraživanja (1+2)	3.439.149	3.633.456
4	Kratkoročne obaveze	2.251.580	1.983.327
	Koeficijent likvidnosti (3/4)	1,53	1,83
5	Stalna imovina	4.820.042	4.758.867
6	Zalihe	404.865	538.468
7	Dugoročno vezana imovina (5 + 6)	5.224.907	5.297.335
8	Kapital	5.423.171	6.550.321
9	Dugoročne obaveze	1.067.857	510.714
10	Dugoročna rezervisanja	33.643	26.813
11	Trajni i dugoročni kapital (8 do 10)	6.524.671	7.087.848
	Koeficijent finansijske stabilnosti (9/11)	0,16	0,07
12	Nedostajući kapital (7-11)	-1.299.764	-1.790.513

Koeficijent likvidnosti. U posmatranom periodu koeficijent likvidnosti je osjetno viši od jedan, sa tendencijom rasta.

Koeficijent finansijske stabilnosti. U sve tri posmatrane godine koeficijent finansijske stabilnosti je osjetno niži od jedan.

Preduzeće je po prikazanim pokazateljima izrazito finansijski stabilno.

Nedostajući kapital. U posmatranom periodu Društvo ima izuzetno visok nivo kapitala.

3.5. Zaduženost i solventnost

Zaduženost se ocjenjuje preko strukture pasive sa stanovišta vlasništva, pri čemu se iz pasive isključuju tranzitorne pozicije pasive (dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja) i neraspoređeni dobitak tekuće godine. Prihvatljivu strukturu pasive sa stanovišta vlasništva determiniše: organski sastav imovine, visina vladajuće stope inflacije, rentabilnost i likvidnost. Ako je organski sastav imovine visok, pri čemu se pod organskim sastavom imovine podrazumjeva odnos stalne i obrtne imovine, zahtjeva se pomjeranje strukture pasive ka sopstvenom kapitalu iz dva razloga. Prvo, zato što je rizik ulaganja proporcionalan vremenu trajanja imobilizacije pa zbog toga vlasnici kapitala nerado pozajmljuju sopstveni kapital, naročito ako je sopstveni kapital kao garant supstanca za povjerioce nizak čiji je rizik u smislu povraćaja pozajmljenog kapitala utoliko veći što je garantna supstanca manja. Drugo, visoki organski sastav imovine izaziva visoke fiksne troškove po osnovu amortizacije, zbog čega je visok i poslovni rizik i da bi pri tome ukupan rizik bio prihvatljiv jedina je mogućnost da se struktura pasive pomjeri ka sopstvenom kapitalu, kako bi dugovi bili što niži, a time niži i troškovi finansiranja i manji i finansijski rizik, zbog čega je uprkos visokom poslovnom riziku, ukupan rizik na nivou prihvatljivog.

Što je viša vladajuća stopa inflacije zahteva se, takode, više pomjeranje strukture kapitala ka sopstvenom kapitalu, opet iz dva razloga. Ako je kamatna stopa realno negativna (niža od stope inflacije) povjerioci trpe inflatorne gubitke zbog čega izbjegavaju da pozajmljuju svoj kapital težeći da ga ulože u realna dobra i time očuvaju njegovu realnu

vrijednost. To preduzeće, budući da nema od koga da pozajmi, primorava da povećava finansiranje iz sopstvenog kapitala. Ako je realna kamatna stopa pozitivna (viša od stope inflacije) troškovi finansiranja usljed visokih kamatnih stopa su izrazito visoki, što povećava finansijski rizik ostvarenja bruto dobitka, pa to opet primorava preduzeće da manje pozajmljuje, a to može ostvariti jedino ako poveća sopstveni kapital.

Ako je visoka rentabilnosti uz to preduzeće održava permanentno likvidnost, to preduzeću omogućuje da pomjera strukturu pasive ka pozajmljenom kapitalu, jer visoka rentabilnost povećava garantnu supstancu, a time i zaštitu povjerioca, a permanentna likvidnost ih uvjerava da je sa poslovanjem njihovih dužnika sve u redu, zbog čega povrioci rado pozajmljuju ovakvom dužniku i uz to nemaju razloga da se mješaju u njegovu poslovnu politiku, čime je očuvana i autonomija dužnika.

Visok organski sastav imovine i visoka stopa inflacije zahtjevaju pomjerenje strukture pasive ka sopstevnom kapitalu, dok visoka rentabilnost i permanentna likvidnost dozvoljavaju pomjerenje strukture pasive ka pozajmljenom kapitalu. Otuda je prirodno zapitati šta primarno, a šta sekundarno utiče na prihvatljivu strukturu pasive sa stanovišta vlasništva. Iskustva preduzeća zemalja tržišne ekonomije pokazala su da struktura pasive sa stanovišta vlasništva primarno opredjeljuje organski sastav imovine i visina vladajuće stope inflacije, a sekundarno rentabilnost i likvidnost.

Podaci o zaduženosti preduzeća FPS su:

		2010		2011	
		Iznos	%	Iznos	%
1	Kapital	5.423.171	62,03	6.550.321	72,42
2	Dugovi	3.319.437	37,97	2.494.041	27,58
3	Pasiva bez tranzitornih pozicija	8.742.608		9.044.362	

Gore navedeni podaci pokazuju da je zaduženost preduzeća u čitavom posmatranom periodu niska.

Prema iskustvu preduzeća iz zapadnih zemalja, uzimajući u obzir organski sastav imovine preduzeća i vladajuću stopu inflacije u Republici Srpskoj, zaduženost je prihvatljiva kada je na nivou 45 do 50%.

Solventnost je sposobnost preduzeća da plati dugove ne o roku dospjeća, već u bilo kom trenutku, makar iz likvidacione mase. Podaci o solventnosti preduzeća FPS su sljedeći:

		2010	2011
1	Imovina	8.776.251	9.071.175
2	Dugovi	3.319.437	2.494.041
Koeficijent solventnosti (1/2)		2,64	3,64

Sudeći po visini koeficijenta solventnosti, preduzeće u čitavom posmatranom periodu ima dobru solventnost.

4. OCJENA KREDITNOG BONITETA PO MODELU ZETA

ZETA MODEL razvijen u drugoj polovini dvadesetog vijeka u SAD. ZETA MODEL nastao je na bazi istraživanja da li će preduzeće u preduzeće "A" i bankrotirati ili neće bankrotirati. Istraživanje je obuhvatilo mnogo preduzeća koja nisu bankrotirala i mnogo preduzeća koja su bankrotirala, pri čemu su ta preduzeća pripadala istoj branši (djelatnosti) i bilansi su uzimani za iste godine i to za godine pre bankrotstva preduzeća koja su bankrotirala. U početku je uzeto 30 finansijskih odnosa (pokazatelja), a na završetku izabrano je pet odnosa i to:

- odnos obrtnog kapitala i ukupnih sredstava (označen sa X1),
- odnos akumulirane zadržane zarade i ukupnih sredstava (označen sa X2),
- odnos zarade prije odbitka kamata i poreza i ukupnih sredstava (označen sa X3),
- odnos tržišne vrijednosti kapitala i ukupnih obaveza (označen sa X4),
- odnos prihoda od prodaje i ukupnih sredstava (označen sa X5).

Ovi odnosi zahtevaju detaljnija objašnjenja.

X1 = Obrtni kapital / ukupna sredstva. Obrtni kapital je ravan razlici između trajnog i dugoročnog kapitala (zbir kapitala umanjenog za gubitak, dugoročnih rezervisanja i dugoročnih obaveza) i stalne imovine. Dakle, obrtni kapital (često se sreće pod nazivom neto obrtni kapital) je računski veličina i kao takva može da bude negativna, obrtni kapital sa znakom minus. To će se dogoditi kada je trajni i dugoročni kapital manji od stalne imovine. Ukupna sredstva su zapravo zbir aktive uz isključenje gubitka iznad kapitala bilansiranog u aktivi. Ako je obrtni kapital negativan, onda je i rezultat odnosa negativnog obrtnog kapitala i ukupnih sredstava, također, negativan (sa znakom minus).

X2 = Akumulirana zadržana zarada / ukupna sredstva. Akumulirana zadržana zarada je u stvari neraspoređeni dobitak. Međutim, ako je u bilansu stanja iskazan i neraspoređeni dobitak i gubitak, uzima se razlika između neraspoređenog dobitka i gubitka. Ova razlika može da bude negativna, što će se dogoditi kada je neraspoređeni dobitak manji od gubitka. Tada je i rezultat odnosa gubitka i ukupnih sredstava, također, negativan. Kada preduzeće u bilansu stanja iskazuje samo gubitak i tada je rezultat odnosa gubitka i ukupnih sredstava, također, negativan.

X3 = Zarada prije odbitka kamata i poreza / ukupna sredstva. Zarada prije odbitka kamata i poreza je u stvari bruto dobitak (dobitak pre odbitka poreza na dobitak) uvećan za rashode finansiranja. Ali ako je umjesto bruto dobitka ostvaren gubitak, onda se od rashoda finansiranja oduzima gubitak, a to znači da i ovaj rezultat može da bude negativan, što će se dogoditi kada je gubitak veći od rashoda finansiranja. Tada je i rezultat odnosa gubitka (umanjenog za rashode finansiranja) i ukupnih sredstava, također, negativan.

X4 = Tržišna vrijednost kapitala / ukupne obaveze. Kod akcionarskih društava, čije se akcije prodaju na berzi kapitala, tržišna vrijednost kapitala je ravna umnošku tržišne vrijednosti njihovih akcija ostvarene na berzi na dan bilansa (ili na dan koji je najbliži danu bilansa, ako na dan bilansa nije bilo prodaje akcija) i broja akcija koje se nalaze kod

akcionara. Kod akcionarskih društava čije se akcije ne prodaju na berzi, kao i kod svih drugih preduzeća (preduzeća sa udjelima u kapitalu, na primjer) umjesto tržišne vrijednosti kapitala uzima se knjigovodstvena vrijednost kapitala. Ukupne obaveze obuhvataju sve obaveze preduzeća na dan bilansa.

X5= Prihod od prodaje / ukupna sredstva. Prihod od prodaje je zapravo prihod od prodaje robe, proizvoda i usluga, a ukupna sredstva su ravna zbiru aktive umanjene za gubitak iznad kapitala iskazanog u aktivi.

Kada se utvrđuje ZETA skor odnosi od X1 do X5 vrednuju se ovako:

$$Z \text{ skor} = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$$

Vrijednost Z skora tumači se ovako:

Z skor \geq 2,99 preduzeće je sa zdravim poslovanjem, tj. ima dobre kreditne performanse;

Z skor $> 1,81 < 2,99$ preduzeće posluje u sivom (rizičnom) području, tj. ima minimalne kreditne performanse, i

Z skor $\leq 1,81$ preduzeće je pred bankrotstvom, tj. nema kreditne performanse.

Z skor preduzeća FPS

		2010	2011
1	Ukupna sredstva	8.776.251	9.071.175
2	Trajni i dugoročni kapital	5.423.171	6.550.321
3	Stalna imovina	4.820.042	4.758.867
4	Obrtni kapital (2 - 3)	603.129	1.791.454
5	X1 (4/1)	0,0687	0,1975
6	Zadržani (neraspoređeni) dobitak/gubitak	3.649.487	4.746.247
7	X2 (6/1)	0,4158	0,5232
8	Zarada prije odbitka kamata i poreza na dobitak	728.207	1.351.774
9	X3 (8/1)	0,0830	0,1490
10	Kapital	983.008	983.008
11	Obaveze	3.319.437	2.494.041
12	X4 (10/11)	0,2961	0,3941
13	Prihod od prodaje	5.402.045	7.275.241
14	X5 (13/1)	0,6155	0,8020

2010

$$Z \text{ skor} = 1,2*0,0687 + 1,4*0,4158 + 3,3*0,083 + 0,6*0,2961 + 1,0*0,6155 = 1,73$$

2011

$$Z \text{ skor} = 1,2*0,1975 + 1,4*0,5232 + 3,3*0,1490 + 0,6*0,3941 + 1,0*0,8020 = 2,50$$

Društvo u 2011 godini ima minimalne kreditne performanse, a u odnosu na prethodnu godinu Z SKOR pokazuje približavaje dobrim kreditnim performansama.

5. PROCJENA VRIJEDNOSTI KAPITALA

5.1. KNJIGOVODSTVENA VRIJEDNOST KAPITALA

Procjenjivano preduzeće na dan procjene sačinjava bilans. Ovaj bilans se sačinjava na osnovu inventarnih podataka, a to znači da:

1. Realna imovina, gotovina, ekvivalenti gotovine i hartije od vrijednosti u trezoru moraju da budu popisani od strane popisne komisije;
2. Sva potraživanja moraju da budu usaglašena sa dužnicima;
3. Sve obaveze moraju da budu usaglašene sa povjeriocima;
4. U glavnoj knjizi finansijskog računovodstva i u glavnoj knjizi obračuna troškova i učinaka, sve razlike između popisom utvrđene imovine i obaveza i knjigovodstvene vrijednosti imovine i obaveza moraju da budu proknjižene.

Potom slijedi sačinjavanje bilansa uvažavajući nacionalne računovodstvene propise, što predstavlja oficijelni bilans na dan procjene.

Procjenjivač mora da ispita da li su sve pozicije u oficijelnom bilansu ispravno vrednovane iz čega proizilazi korigovani bilans i korigovana knjigovodstvena vrijednost kapitala.

Ispitujući bilansne pozicije oficijelnog bilansa procjenitelj ima za cilj da otkrije sve nepravilnosti vrednovanja bilo koje bilansne pozicije i da u korigovanom bilansu iskaže ispravno vrednovanu poziciju. One bilansne pozicije koje su ispravno vrednovane u oficijelnom bilansu preuzimaju se u korigovanom bilansu u nepromjenjenoj vrijednosti.

Reviziju finansijskih izvještaja Društva FPS za 2011 godinu je radila revizorska kuća 'Manojlović' d.o.o. Banja Luka. Po njihovom mišljenju finansijski izvještaji Društva za 2011 godinu istinito i objektivno, po svim materijalno značajnim pitanjima, prikazuju finansijski položaj Društva na dan 31. decembra 2011. godine, kao i rezultate njenog poslovanja i tokove gotovine za godinu koja se završava na taj dan, u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja.

Materijalne greške prilikom knjiženja nisam pronašao, što potvrđuje mišljenje ovlašćenog revizora, pa je bilans na dan procjene prihvaćen kao istinit i objektivan. Toga radi knjigovodstvena vrijednost kapitala je jednaka korigovanoj vrijednosti kapitala.

Knjigovodstvena vrijednost kapitala:

	Knjigovodstvena vrijednost kapitala
I STALNA IMOVINA (1 do 3)	4.758.867
1. Nematerijalna ulaganja (zemljište)	0
2. Nekretnine, postrojenja i oprema	1.019.182
2.1. Zemljište	124.064
2.2. Građevinski objekti	608.453
2.3. Postrojenja i oprema	286.665
2.4. Avansi i sredstva u pripremi	0
3. Dugoročni finansijski plasmani	3.739.685
II TEKUĆA IMOVINA (1 do 4)	4.312.308
1. Zalihe i stalna sredstva namijenjena prodaji	538.468

2. Kratkoročna potraživanja, plasmani i got.	3.773.840
A. POSLOVNA IMOVINA	9.071.175
I DUGOROČNA REZERVISANJA	26.813
II DUGOROČNE OBAVEZE	510.714
1. Dugoročni krediti	510.714
2. Ostale dugoročne obaveze	0
III KRATKOROČNE OBAVEZE	1.983.327
1. Kratkoročne finansijske obaveze	557.145
2. Obaveze iz poslovanja	1.122.734
3. Ostale kratkoročne obaveze	0
4. Obaveze za zarade	132.084
5. Obaveze za ostale poreze, doprinose i dr.	171.364
IV ODLOŽENE PORESKE OBAVEZE	0,00
B. OBAVEZE (I DO IV)	2.520.854
VRIJEDNOST KAPITALA (A - B)	6.550.321
VRIJEDNOST PO AKCIJI	6,6635

5.2. PRINOSNA VRIJEDNOST KAPITALA

Prinosna vrijednost kapitala spada u dinamičke metode procjene i uzima u obzir vrijednost preduzeća, odnosno vrijednost njegovog očekivanog poslovanja, poslije servisiranja dugova.

Procjena prinosne vrijednosti kapitala poslije servisiranja dugova podrazumijeva:

- projekciju bilansa uspjeha i bilansa stanja,
- projekciju neto novčanog toka tako da novčani tok obuhvata otplatu dugova u momentu dospijeaća,
- utvrđivanje cijene kapitala,
- diskontovanje projektovanih novčanih tokova na sadašnju vrijednost,
- utvrđivanje rezidualne vrijednosti i njeno diskontovanje na sadašnju vrijednost.

Projekcija bilansa uspjeha

Prilikom procjene bilansa uspjeha korišteni su finansijski izvještaji FPS za prethodne tri godine, na osnovu kojih je projektovan blagi rast prihoda. Sve projekcije su uradene uz konsultacije sa odgovornim licima Društva i u skladu su sa njihovim predviđanjima budućih poslovnih rezultata.

Na bazi te projekcije, projektovani su i inkrementalni prihodi i rashodi, odnosno novčani tokovi, koji su služili kao polazna osnova za ocjenu efikasnosti i rentabilnosti Društva, odnosno njegovu finansijsko-tržišnu ocjenu.

Svi iznosi u finansijskom planu su dati u konvertibilnim markama.

Kod izrade procjene uzeta je u obzir projekcija izvještaja bez dodatnog zaduživanja, odnosno investicije i drugih velikih poslovnih promjena.

POZICIJA	Godina				
	2012	2013	2014	2015	2016
1. Poslovni prihodi	6.911.479	7.257.053	7.619.906	8.000.901	8.400.946
2. Ostali prihodi	32.852	34.495	36.220	38.030	39.932
3. Finansijski prihodi	847	889	934	981	1.030
I UKUPAN PRIHOD (1+2+3)	6.945.178	7.292.437	7.657.059	8.039.912	8.441.907
1. Troškovi materijala	3.998.094	4.197.999	4.407.899	4.628.294	4.859.709
3. Troškovi zarada	1.567.279	1.645.643	1.727.925	1.814.322	1.905.038
4. Troškovi proizvodnih usluga	452.088	474.692	498.427	523.348	549.516
5. Troškovi amortizacije	102.358	102.358	102.358	102.358	102.358
6. Nematerijalni troškovi	61.523	64.599	67.829	71.220	74.781
7. Finansijski troškovi	137.777	144.666	151.899	159.494	167.469
8. Ostali troškovi	48.796	51.235	53.797	56.487	59.311
II UKUPNI RASHODI (1 do 8)	6.367.915	6.681.193	7.010.134	7.355.523	7.718.182
III BRUTO DOBITAK (I-II)	577.263	611.244	646.924	684.389	723.726
IV POREZ NA DOBITAK (10%)	57.726	61.124	64.692	68.439	72.373
NETO DOBITAK (III - IV)	519.537	550.120	582.232	615.950	651.353

Projekcija bilansa stanja KM

POZICIJA	Bilans na dan procjene	Godina									
		2012		2013		2014		2015		2016	
		Prom.	Stanje	Prom.	Stanje	Prom.	Stanje	Prom.	Stanje	Prom.	Stanje
Stalna imovina	4.758.867	-102.358	4.656.509	-102.358	4.554.151	-102.358	4.451.793	-102.358	4.349.435	-102.358	4.247.077
Zalihe	558.468	10.769	549.237	10.985	560.222	11.204	571.427	11.429	582.855	11.657	594.512
Potraživanja od kupaca	2.873.478	57.470	2.930.948	58.619	2.989.567	59.791	3.049.358	60.987	3.110.345	62.207	3.172.552
Gotovina	775.978	15.520	791.498	15.830	807.328	16.147	823.474	16.469	839.944	16.799	856.743
Plaćeni PDV	124.384	2.488	126.872	2.537	129.409	2.588	131.997	2.640	134.637	2.693	137.330
Novčani tok	0	290.779	290.779	309.587	600.366	475.717	1.076.083	607.222	1.683.305	642.277	2.325.582
KTIVA (1 do 6)	9.071.175	271.667	9.345.842	295.200	9.641.042	463.090	10.104.132	596.389	10.700.521	633.275	11.333.795
Kapital	6.550.321	519.537	7.069.858	550.120	7.619.978	582.232	8.202.210	615.950	8.818.160	651.353	9.469.513
Dugoročna rezervisanja	26.813	536	27.349	547	27.896	558	28.454	569	29.023	580	29.604
Dugoročni krediti	510.714	-51.071	459.643	-50.561	409.082	-49.090	359.992	-50.399	309.593	-49.535	260.058
Ostale dugoročne obaveze	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročni krediti	557.145	-222.858	334.287	-234.001	100.286	-100.286	0	0	0	0	0
Obaveze prema dob.	1.122.734	22.455	1.145.189	22.904	1.168.092	23.362	1.191.454	23.829	1.215.283	24.306	1.239.589
Obaveze za zarade	132.084	3.642	134.726	2.695	137.420	2.748	140.169	2.803	142.972	2.859	145.831
Obaveze za poreze i dop.	163.439	3.269	166.708	3.334	170.042	3.401	173.443	3.469	176.912	3.538	180.450
Ostale kratkoročne obaveze	7.925	159	8.084	162	8.245	165	8.410	168	8.578	172	8.750
ASIVA (1 do 9)	9.071.175	274.667	9.345.842	295.199	9.641.042	463.090	10.104.132	596.389	10.700.521	633.274	11.333.795

Cijena kapitala

Cijenu kapitala po metodi premije relativnog rizika čini zbir:

- prinosa na bezrizična ulaganja,
- premija za rizik ulaganja, i

- premija rizika ulaganja u procjenjivano preduzeće.

Stopa prinosa na bezrizična ulaganja utvrdila je Direkcija za privatizaciju od 3% ("Službeni glasnik RS", 29/04).

Stopu rizika ulaganja u RS utvrdila je Direkcija za privatizaciju RS od 6% ("Službeni glasnik RS", 30/04).

Premija rizika ulaganja u preduzeće FPS, saglasno članu 11. Uredbe o metodologiji za procjenu vrijednosti kapitala preduzeća ("Službeni glasnik RS" 30/04) utvrđena je ovako:

- veličina preduzeća -----	2,0%
- kvalitet organizacije, kadrova i rukovodstva -----	2,0%
- finansijski položaj -----	2,0%
- prodajni potencijal -----	3,0%
- mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja -----	5,0%
SVEGA -----	14%

Saglasno prednjem, cijena kapitala je 23% = (3%+6%+14%).

Rezidualna vrijednost

Poslije projektnog perioda očekuje se rast od 2% pa je rezidualna vrijednost utvrđena tako što je slobodni novčani tok iz posljednje godine projekcije uvećan za 2% i kapitaliziran diskontnom stopom umanjenom za 2%. Stopa rasta u rezidualu od 2% predviđena je iz objektivnih razloga mogućnosti rasta prodaje.

Projekcija neto novčanog toka poslije servisiranja dugova

POZICIJA	Godina				
	2012	2013	2014	2015	2016
I. Neto dobitak	519.537	550.120	582.232	615.950	651.353
2. Amortizacija	102.358	102.358	102.358	102.358	102.358
I. NOVČANI TOK OP. AKTIVNOSTI 1-2	621.895	652.478	684.590	718.308	753.711
3. Stalna imovina	0	0	0	0	0
4. Zalihe	10.769	10.985	11.204	11.429	11.657
5. Potraživanja od kupaca	57.470	58.619	59.791	60.987	62.207
6. Gotovina	15.520	15.830	16.147	16.469	16.799
7. Plaćeni PDV	2.488	2.537	2.588	2.640	2.693
II. NOVČANI TOK INV. AKTIVNOSTI (3 do 7)	86.246	87.971	89.731	91.525	93.356
8. Dugoročna rezervisanja	536	547	558	569	580
9. Dugoročni krediti	-51.071	-50.561	-49.090	-50.399	-49.535
10. Ostale dugoročne obaveze	0	0	0	0	0
11. Kratkoročni krediti	-222.858	-234.001	-100.286	0	0
12. Obaveze prema dobavljačima	22.455	22.904	23.362	23.829	24.306
13. Obaveze za zarade	2.642	2.695	2.748	2.803	2.859
14. Obaveze za porez na dobitak	3.269	3.334	3.401	3.469	3.538
15. Ostale kratkoročne obaveze	159	162	165	168	172
III. NOVČANI TOK FIN. AKTIVNOSTI (8 do 15)	-244.870	-254.920	-119.112	-19.560	-18.080
NETO NOVČANI TOK (I-II+III)	290.779	309.586	475.717	607.222	642.276

Polazeći od projektovanog neto novčanog toka, rezidualne vrijednosti i utvrđene cijene kapitala (diskontne stope), prinosna vrijednost kapitala poslije servisiranja dugova je:

Godina	Novčani tok	Diskontni faktor	Sadašnja vrijednost
1	2	3	4 = 2x3
2012	290.779	0,81300813	236.406
2013	309.586	0,66098222	204.631
2014	475.717	0,53738392	255.643
2015	607.222	0,43689749	265.294
2016	642.276	0,35520121	228.137
I Svega			1.190.111
II. Rezidualna vrijednost (B8*1,02)/(0,23-0,02)	3.119.627	0,28878148	900.890
PRINOSNA VRIJEDNOST (I+II) KM			2.091.002
PRINOSNA VRIJEDNOST PO AKCIJI KM			2,1271

5.3. 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 koji se 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 tržište za neki finansijski instrument nije aktivno, entitet treba da utvrdi fer vrijednost korišćenjem tehnike procjene. Cilj korišćenjem tehnike procjene je da se utvrdi koja bi bila cijena transakcije na dan odmeravanja 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 se akcije FPS kotiraju na Banjalučkoj berzi i da je sa njima omogućena slobodna trgovina, urađena je procjena vrijednosti kapitala po tržišnoj vrijednosti po kojoj investitori vrednuju kapital preduzeća. Ona u svakom slučaju govori o tržišnim transakcijama između obaviještenih i 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 Društva.

Pregled trgovanja akcijama preduzeća

Datum	Službeni kurs	Količina	Promet
2.11.2012	2,27	1.000	2.270,00
21.9.2012	2,2	356	783,2
20.9.2012	2,2	14.644	32.216,80
18.9.2012	2,23	6	13,38
22.8.2012	2,23	394	878,62
18.6.2012	2,28	2.637	6.012,36
15.6.2012	2,28	1.279	2.916,12
7.6.2012	2,35	900	2.115,00
4.6.2012	2,35	1.574	3.698,90
27.4.2012	2,42	3	7,26

Posmatran je period u posljednjoj godini. Stariji podaci nisu uzeti u obzir.

Ukupna vrijednost prometa u posmatranom periodu: 50.911,64 KM

Ponderisana prosječna cijena u posmatranom periodu: 2.2337 KM

Tržišna vrijednost kapitala

Broj akcija FPS	Vrijednost po akciji	Tržišna vrijednost kapitala
983.008	2,2337 KM	2.195.745 KM

5.4. LIKVIDACIONA VRIJEDNOST

Likvidaciona vrijednost kapitala je zapravo ostatak likvidacione mase, koja pripada vlasnicima. Ostatak likvidacione mase 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. Razlog je u sljedećem:

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 okonča 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 napred navedene razloge što brže prodaje, zbog toga su oni spremni da plate cijenu ispod 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.

Saglasno prednjem, likvidaciona vrijednost imovine procjenjena je ovako:

- nematerijalna ulaganja nisu bila predmet procjene,
- nekretnine, postrojenja i oprema procjenjivani su sa 50% knjigovodstvene vrijednosti,
- dugoročni finansijski plasmani procjenjeni su sa 50% od knjigovodstvene vrijednosti,
- zalihe, uključujući i stalna sredstva namjenjena prodaji procjenjene su sa 70% od knjigovodstvene vrijednosti,
- kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina procjenjena su sa 70% knjigovodstvene vrijednosti,
- obaveze su iskazane u visini knjigovodstvene vrijednosti.

Troškovi likvidacije, budući da je preduzeće relativno veliko, procjenjeni su na 500 hilj KM.

1. Nematerijalna ulaganja	0
2. Nekretnine, postrojenja, oprema i inv. nekretnine	509.591
3. Dugoročni finansijski plasmani	1.869.843
4. Zalihe	376.928
5. Kratkoročna potraživanja, plasmani i gotovina	2.641.688
I LIKVIDACIONA VRIJEDNOST IMOVINE (1 do 5)	5.398.049
6. Dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja	537.527
7. Kratkoročne obaveze i odložene poreske obaveze	1.983.327
8. Troškovi likvidacije	500.000
II UKUPNO OBAVEZE (6 do 8)	3.020.854
LIKVIDACIONA VRIJEDNOST KAPITALA (I - II)	2.377.195
Likvidaciona vrijednost po akciji KM	2,4183

6. TEST PRIHVATLJIVOSTI PROCJENJENE VRIJEDNOSTI KAPITALA

Test je rađen na sljedeći način:

- utvrđen je prosječno projektovani bruto dobitak na bazi projektovanog bilansa uspjeha,
- 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 procjenjene vrijednosti kapitala.
- broj godina povrata investicija utvrđen je iz odnosa kapitala i neto dobitka.

Saglasno prednjem, stopa prinosa na procjenjene vrijednosti kapitala je:

	Vrijednost kapitala			
	Knjigovodstvena	Likvidaciona	Prinosna poslije servisiranja dugova	Tržišna vrijednost kapitala
1. Prosječno projektovani bruto dobitak	648.709	648.709	648.709	648.709
2. Promjena amortizacije	0	0	0	0
3. Korigovani bruto dobitak (1 - 2)	648.709	648.709	648.709	648.709
4. Porez na dobitak (10% od iznosa pod 3)	64.871	64.871	64.871	64.871
5. Neto dobitak (3 - 4)	583.838	583.838	583.838	583.838
6. Vrijednost kapitala	6.550.321	2.377.195	2.091.002	2.195.745
7. Stopa prinosa (5/6)x100	8,91	24,56	27,92	26,59
7. Broj godina povrata investicija (6/5)	11,22	4,07	3,58	3,76

7. OBJEKTIVNA VRIJEDNOST KAPITALA

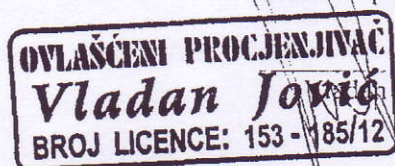
Vrijednost kapitala preduzeća je osnova za sticanje dobitka. Dobitak iskazan u apsolutnom iznosu, makar koliki bio, ne pruža informacije o zaradivačkoj moći preduzeća sve dok se on ne stavi u odnos sa uloženim kapitalom i ne izrazi stopom prinosa na uloženi kapital. Budući da se vrijednost preduzeća 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. Na drugoj strani i sadašnji vlasnik preduzeća cijeni ne samo apsolutni iznos kapitala, već i stopu prinosa. Očito je da je stopa prinosa na knjigovodstvenu vrijednost niska, što govori da je ta vrijednost precijenjena. Stope prinosa na ostale procijenjene vrijednosti su ujednačene i među njima treba tražiti odgovarajuću.

Procjena vrijednosti kapitala uvijek se vrši po više metoda. Kapital preduzeća FPS procijenjen je po knjigovodstvenoj, prinosnoj metodi (poslije servisiranja dugova), likvidacionoj i tržišnoj vrijednosti (BL Berza). Knjigovodstvena vrijednost prikazuje veliku bilansnu vrijednost imovine koja bi u evidentnim uslovima krize na tržištu nekretnina bila teško realizovana. Tržišna vrijednost ima problem sa nelikvidnošću u trgovanju akcijama Društva. S obzirom da preduzeće dobro posluje procijenjena likvidaciona vrijednost ima manju mogućnost realne primjene.

Za investitore i ostale zainteresovane strane najveću vrijednost ima procjena budućeg poslovanja Društva i njegova mogućnost povrata investicija. Stoga sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova najbolje predstavlja vrijednost Društva za sve potencijalne investitore.

Saglasno prednjem, predlažem da se prihvati prinosna vrijednost kapitala poslije servisiranja dugova u iznosu od 2.091.002,00 KM, po akciji 2,1271 KM.

Ovlašteni procjenjivač:





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

Vladan (Mihajlo) Jović

Licenca se izdaje na osnovu Sertifikata broj 153-185, izdatog od strane Udruženja ovlašćenih procjenjivača u Bosni i Hercegovini 01.08.2011. 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: 153-185/12

Licenca važi do 25.01.2014. godine.

U Banjoj Luci, 25.01.2012. godine

Predsjednik UO

Branimir Kovačević