

DuPont analiza profitabilnosti za 20 naj privrednih društava u Srbiji po neto dobitku u 2013. godini

Autor: mr Draženko Lukač

Sposobnost da se generiše profit na investirani kapital je ključna determinanta vrednosti. Tradicionalni DuPont sistem analize profitabilnosti je razvijen od Pierre i Brown iz DuPont kompanije u 1919. godini. Ovaj sistem iako razvijen u doba sasvim drugačije privredne strukture, je odoleo vremenu do današnjih dana. Njegovi kritičari mu najviše zameraju da je on zastareo jer je razvijen u doba kada se u poslovanju preduzeća nije u velikom obimu koristila nematerijalna imovina, kao i da u njegov koncept nije na eksplicitan način ugrađena cena kapitala. Zbog toga njegovi kritičari daju prednost u merenju krajnjih performansi preduzeća *Sistemu uravnotežene mape performansi tzv. Balanced Scorecard* koji u merenje performansi preduzeća i krajnjeg izraza stvaranja vrednosti uključuje i nefinansijske mere.¹ Na žalost karakteristika naše privrede i nije veliko prisustvo nematerijalne imovine tako da će ovaj koncept u našim uslovima morati da sačeka neka bolja vremena.

Drugi koncept merenja vrednosti koji je u poslednjim decenijama dobio na značaju je *dodata ekonomska vrednost – (Economic Value Added – EVA)*² Ovaj koncept uvodi u proces merenja vrednosti pored računovodstvenih podataka koje DuPont sistem samo koristi i cenu kapital kao tržišni pokazatelj. Ovo svakako jeste unapređenje, međutim po nama DuPont sistem pomoću njegove komponente koja meri leveridž nudi određenu aproksimaciju za rizik, tako da ako imamo u vidu da je DuPont širi koncept (objašnjava uticaj više pokretača vrednosti) mi bi mu još uvek dali prednost. EVA koncept koristi i računovodstvene podatke tako da deli sa DuPont sistemom nedostatke o mogućem odstupanju ekonomske realnosti preduzeća od njegove slike predstavljene pomću finansijskih izveštaja. Naime menadžment može da se koristi kreativnom računovodstvenom praksom kako bi iskazao finansijski položaj i uspešnost preduzeća. Ovakva praksa derogira upotrebnu vrednost finansijskih izveštaja. U našoj zemlji još nikada nije sprovedeno ozbiljnije istraživanje o kvalitetu finansijskih izveštaja na nivou privrede, ali za jednu kvalitetnu analizu finansijskih izveštaja potrebno je prethodno ispitati kvalitet finansijskih izveštaja, izvršiti odgovarajuća prilagođavanja gde je to moguće, i potom sprovesti analizu finansijskih izveštaja.³ I mi u našoj analizi treba da budemo svesni moguće distorzije podataka koje koristimo.

Mi smo se u našoj analizi opredelili za četvorokomponentnu formulu DuPont sistema analize profitabilnosti:

$$ROE = \frac{\text{Prosečna imovina}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}} \times \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prosečna imovina}} \times \frac{EBIT}{\text{Prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{Neto dobitak}}{EBIT}$$

U sledećoj tabeli su prikazni rezultati DuPont sistema analize profitabilnosti za 20 preduzeća iz Republike Srbije rangiranih po ostvarenoj neto dobiti.

¹ O ovome konceptu videti više: Kaplan, R, (1999), "The Balanced Scorecard", *Harvard Business Review*

² Za jedan skraćeni prikaz ovog koncepta, videti više: Pettit, J, (2000), *EVA & Strategy*, Evaluation Stern Stewart & Co Research, New York.

³ O kvalitetu finansijskih izveštaja kao i o alatima pomoću kojih se on ispituje videti više: Lukač, D, (2013), "Kvalitet dobitka", *Računovodstvo*, 3-4, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str. 57-71.

Tabela: DuPont analiza profitabilnosti

Ime komponenta /	Ekviti multiplikator (1)	Koeficijent obrta imovine (2)	EBIT marža (3)	Teret duga (4)	ROE (1x2x3x4) =
NIS AD NOVI SAD	2,06	0,78	24,72%	0,84	33,34%
TELENOR DOO BEOGRAD	1,35	0,99	31,43%	0,84	35,37%
TARKETT DOO BAČKA PALANKA	1,18	0,94	56,93%	0,96	60,74%
TIGAR TYRES DOO PIROT	1,42	1,26	23,46%	0,93	39,03%
SUNOKO DOO NOVI SAD	1,95	0,74	31,59%	0,79	35,89%
DELHAIZE SERBIA DOO	1,64	1,39	4,96%	1,09	12,33%
HEMOFARM AD VRŠAC	1,92	0,68	24,24%	0,61	19,15%
AD IMLEK BEOGRAD	2,42	0,83	18,62%	0,58	21,76%
COCA-COLA HBC- SRBIJA-DOO BEOGRAD	1,72	2,01	13,68%	0,58	27,33%
IM MATIJEVIĆ DOO NOVI SAD	1,28	1,22	12,10%	0,85	15,96%
VICTORIA GROUP AD BEOGRAD	2,06	0,24	99,34%	0,57	28,10%
TETRA PAK PRODUCTION DOO BEOGRAD	2,93	2,85	12,77%	0,83	88,28%
AGROMARKET DOO KRAGUJEVAC	1,75	1,60	11,61%	0,74	24,06%
FIAT AUTOMOBILI SRBIJA DOO KRAGUJEVAC	6,25	1,16	5,36%	0,13	4,88%
AUTORITAS INVESTMENTS DOO NOVI SAD	1,02	0,52	75,75%	0,99	40,16%
DELTA AGRAR DOO BEOGRAD	1,74	0,76	7,86%	0,52	5,44%
LAFARAGE BFC DOO BEOČIN	1,30	0,76	8,07%	0,89	7,13%
MK GROUP DOO BEOGRAD	3,65	0,03	200,65%	0,40	7,61%
MERCATOR-S DOO NOVI SAD	2,22	1,15	2,13%	0,39	2,13%
KNEZ PETROL DOO BEOGRAD	5,15	7,78	0,79%	0,75	23,67%

Srednje vrednosti za pojedine komponente i sam prinos na vlasnički kapital za uzorak smo merili pomoću medijane. Rezultati su sledeći: ekviti multiplikator 1,84, koeficijent obrta imovine 0,97, EBIT marža 16,15%, teret duga 0,77, i ROE 23,87%.

Iz tabele možemo da vidimo da proizvod druge i treće komponente ROE je prinos na prosečnu imovinu-ROA. Prva i četvrta komponenta se odnose na pozajmljivanje. Ako preduzeće ne koristi u svom poslovanju pozajmljeni kapital prva i četvrta komponenta imaju vrednost 1, i ROA je jednaka ROE. Ako preduzeće koristi pozajmljeni kapital prva komponenta raste iznad 1, a četvrta pada ispod 1. Teoretski preduzeće može koristiti pozajmljeni kapital dok god ostvaruje prinos veći od cene duga. U tom slučaju ako je proizvod ove dve komponente veći od jedan imamo pozitivan efekat leveridža i ROE je veće od ROA. U slučaju da je proizvod prve i četvrte komponente manji od jedan imamo negativan efekat leveridža, što znači da je cena duga veća od ROA i takva situacija implicate vodi u samnjenje ROE, i de facto preduzeće radi za kreditore a ne za vlasnike što je suprotno zdravoj ekonomskoj logici. U našem uzorku imamo tri preduzeća koja su izložena negativnom efektu leveridža: Fiat Automobili Srbija, Delta Agrar i Merkator.

Koeficijent obrta imovine kao komponenta ROE može da ima znatan efekat na prinos na vlasnički kapital. Medijana koeficijenta obrta za preduzeća u našem uzorku je veća od tekuće vrednosti tog pokazatelja za S&P 500 indeks koja iznosi 0,31. Analizi koeficijenta obrta u našoj zemlji treba pristupiti sa oprezom iz dva razloga: zbog tehnološke zastarelosti i relativno manjeg učešća nematerijalne imovine u ukupnoj imovini nego što je to slučaj u razvijenim zemljama. Naša je preporuka da se u našoj zemlji za preduzeća koja imaju visoke koeficijente obrta imovine posebno ona koja posluju u kapitalno intezivnim granama obrati pažnja na trendove u neto kapitalnim izdacima.

EBIT marža prikazuje cenovnu moć i efikasnost preduzeća u upravljanju troškovima. On je pokazatelj uspešnosti preduzeća u njegovom suštinskom poslovanju. Njen efekat možemo videti na primeru preduzeća Tarkett. Ovo preduzeće ima visoku ROE koja iznosi 60,74%, znatno veću od srednje vrednosti uzorka a u isto vreme koeficijent obrta je blizu srednje vrednosti te komponente za uzorak, a njegov ekviti multiplikator je znatno ispod srednje vrednosti ove komponente za uzorak, dok je njegova EBIT marža znatno veća od iste komponente ROE za uzorak, što doprinosi mnogo većoj stopi ROE 60,74%, naspram 23,87% za uzorak.

U sledećoj tabeli su prikazani koeficijenti korelacije ROE i njenih pojedinih komponenti razvijenih pomoću DuPont sistema analize profitabilnosti.

Tabela: Koeficijenti korelacije

Korelacija ROE sa ROA	0,845205
Korelacija ROE sa leveridžom	0,298977
Korelacija ROE sa koeficijentom obrta imovine	0,154642
Korelacija ROE sa stopom EBIT marže	0,006937

Očekivano najveći koeficijent korelacije je između ROE i ROA. Mali stepen korelacije između ROE i EBIT marže je rezultat činjenice da u uzorku postoje preduzeća koja posluju uz male marže, i takva preduzeća svoju profitabilnost obično dižu pomoću koeficijenta obrta imovine i ekviti multiplikatora.

Napomena: Vrednosti su računane na osnovu podataka iz pojedinačnih finansijskih izveštaja