

Горан Радивојац<sup>1</sup>

Џорџ В. Кестер<sup>2</sup>

## Анализа одрживе стопе раста нефинансијских компанија које котирају на Бањалучкој берзи

### A Sustainable Growth Rate Analysis of Non-Financial Companies Listed on the Banja Luka Stock Exchange

#### Резиме

У свом истраживачком пројекту чије резултате објављујемо у овом чланку, истражили смо одговарајуће податке, извршили њихову анализу и проценили одрживост стопе раста нефинансијских компанија које котирају на службеном тржишту акција Бањалучке берзе.

Одрживост раста сваке компаније можемо анализирати на неколико начина, али најједноставнији приступ подразумева анализу максималне брзине раста прихода од продаје у контексту међусловљености и утицаја на профитабилност компаније, политику дивиденди, управљање имовином и финансијски леверџ.

Приходи од продаје било које компаније не могу да расту по стопи већој од „одрживе“ стопе раста, изузев ако је у крајњем року раст подстиакнут позитивним утицајем једној или више поменутих параметара повећања перформанси, или је раст стимулисан прибављањем додатног капиталла.

**Кључне ријечи:** „одрживи“ раст, Бањалучка берза, приходи.

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, [goran.radivojac@efbl.org](mailto:goran.radivojac@efbl.org)

<sup>2</sup> Washington and Lee University, [kesterg@wlu.edu](mailto:kesterg@wlu.edu)

## Summary

*In this research project and paper, we propose to assess the sustainable growth rates of non-financial companies listed on the Banja Luka Stock Exchange.*

*A company's sustainable growth rate is the maximum rate its sales can grow, given the company's profitability, earnings retention, asset management, and financial leverage. A company's sales cannot grow at a rate higher than its sustainable growth rate unless one or more of these levers of performance increases or the company issues additional equity.*

*Companies that grow at rates higher than their sustainable growth rates and finance their asset growth with debt financing experience higher financial leverage that can lead to financial distress and ultimately bankruptcy.*

*Key words: the sustainable growth rates, Banja Luka Stock Exchange, revenues.*

## 1. Увод

У свом истраживачком пројекту чије резултате објављујемо у овом чланку, прикупили смо одговарајуће податке, извршили њихову анализу и процијенили одрживост стопе раста нефинансијских компанија које котирају на службеном тржишту акција Бањалучке берзе.

Мотивацију за наше истраживање пронашли смо у чињеници да јавност у Републици Српској нема повјерења у финансијско тржиште, постоје наглашени проблеми и сукоби између самих акционара, затим између акционара и управе компанија, односно између компанија и појединих акционара, односно чланова управе су најчешће предмет дугогодишњих парница пред судовима у Републици Српској, а права малих акционара (већина акционара у Републици Српској спада у категорију малих акционара) су разводњена и флуидна до те мјере, да постоје случајеви „заузимања” предузећа уз примјену силе. Дисфункционалност Бањалучке берзе је логична посљедица свих претходно наведених дешавања. Наш циљ јесте да утврдимо колики је потенцијал „одрживог” раста прихода од продаје на узорку који чини 31 нефинансијска компанија која котира на службеном тржишту Бањалучке берзе и то на основу података за 2014. годину, укључујући и податке о исплати дивиденди које су 4 компаније из нашег узорка исплатиле током 2015. године.

Одрживост раста сваке компаније можемо анализирати на неколико начина, али најједноставнији приступ подразумева анализу максималне брзине раста прихода од продаје у контексту међусловљености и утицаја на профитабилност компаније, политику дивиденди, управљање имовином и финансијски леверџ. Генерално, приходи од продаје било које компаније

не могу да расту по стопи већој од „одрживе” стопе раста, изузев ако је у кратком року раст подстакнут позитивним утицајем једног или више помених параметара повећања перформанси, или је раст стимулисан прибављањем додатног капитала.

Компаније чији приходи од продаје расту по стопама већим од њихових „одрживих” стопа раста, уз финансирање раста задуживањем и уз максимално коришћење ефеката финансијске полуге, неминовно ће имати финансијске проблеме у свом пословању, и у коначници завршити у стечају.

## 2. Теоријски основ истраживања

Оригинални „одрживи” модел стопа раста је развијен од стране Хигинса (Higgins, 1977, 2011). Хигинс (Higgins, 1981) и Џонсон (Johnson, 1981) су испитивали и анализирали утицај инфлације на одрживу стопу раста компаније. Кестер (Kester, 2002) је у својим дискусијама на ову тему говорио о томе како комерцијалне банке могу да користе овај приступ приликом анализе кредитног захтјева клијената, и то као један од водећих индикатора могућег уласка у финансијске проблеме клијената банке.

У свом најједноставнијем облику, „одржив” раст једне компаније ( $g^*$ ) израчунава се множењем стопе задржане добити ( $R$ ) са стопом приноса на капитал на почетку посматраног периода ( $ROE_{\text{bop}}$ ):

$$g^* = R \times ROE_{\text{bop}}$$

$R$  = стопа задржане добити (дио задржане нето добити у компанији)

$$ROE_{\text{bop}} = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Капитал}_{\text{bop}}}$$

Важно је напоменути да при израчунавању приноса на капитал компаније ( $ROE_{\text{bop}}$ ) посљедње године нето добит треба подијелити износом капитала на почетку периода у којем је нето добит зарађена.

Прије свега, веома је корисно аналитички проширити формулу за израчунавање  $g^*$  тако да кључни фактори једначине одражавају компоненте (детерминанте) приноса на капитал компаније ( $ROE_{\text{bop}}$ ): нето профитну маржу ( $P$ ), обрт имовине ( $A$ ), и финансијски леверидж ( $T$ ):

$$g^* = P * R * A * \hat{T}$$

$P$  = профитна маржа (Нето добит / Приходи од продаје),  
 $R$  = стопа задржане добити (Задржана добит / Нето добит),  
 $A$  = обрт имовине (Приходи од продаје / Имовина),  
 $\hat{T}$  = финансијски левериџ (Имовина/Капитал<sub>воп</sub>).

Приход од продаје неке компаније не треба да расте по стопи већој од стопе њеног одрживог раста ( $g^*$ ), изузев ако једна или више компоненти коефицијената претходне једначине повећа, или компанија прибави додатни капитал од власника.

Да бисмо на једноставан начин илустровали корисност и примјену концепта „одрживог” раста, хипотетички смо пројектовали следеће податке у један скраћени биланс успјеха и биланс стања.

Табела 1.1.

Хипотетичка пројекција скраћеног биланса стања и биланса успјеха компаније X

Опис / Година	Година 1	Година 2
Имовина	3.000,00	3.300,00
Обавезе	1.000,00	1.100,00
Капитал	<u>2.000,00</u>	<u>2.200,00</u>
Укупно	3.000,00	3.300,00
Приходи од продаје		4.000,00
Нето добит		400,00
- Дивиденда		200,00
Задржана добит		200,00

На основу презентованих података израчунали смо ратио бројеве како слиједи:

Профитна маржа,  $P = \text{Нето добит} / \text{Приходи од продаје} = 400/4000 = 10\%$

Ратио задржане добити,  $R = \text{Задржана добит} / \text{Нето добит} = 200/400 = 50\%$

Обрт имовине,  $A = \text{Приходи од продаје} / \text{Имовина} = 4000/3300 = 1.2121$

Финансијски левериџ,  $\hat{T} = \text{Имовина} / \text{Капитал}_{\text{воп}} = 3300/2000 = 1.65$

Стопа „одрживог” раста ове компаније је 10%:

$$g^* = PRA\hat{T} = 10\% \times 50\% \times 1.2121 \times 1.65 = 10\%$$

Према томе, приходи од продаје ове компаније не могу да расту по стопи већој од 10%, изузев ако пословање компаније не постане профитабилније, компанија ефикасније повећава ниво задржавања добити (смањи исплату

дивиденди), ефикасније управља имовином, или повећава своју финансијску моћ. Иначе, компанија ће бити суочена са избором: контролисати раст прихода од продаје или прибавити капитал путем спољног финансирања. Уколико ова компанија не може, не жели или није способна да емитује додатне акције, она ће у будућем периоду због дјеловања финансијске полуге вјероватно имати финансијске проблеме, и у разумном року ће бити суочена са могућим стечајем.

Резултат раста продаје од 10% у *Години 3* је приказан на сљедећи начин:

$$\text{Приходи од продаје} = \text{Приходи од продаје } \textit{Година 2} \times (1+g^*) = 4,000 \times 1.10 = 4400$$

$$\text{Нето добит} = \text{Приходи од продаје} \times \text{Профитна маржа} = 4400 \times 0.10 = 440$$

$$\text{Задржана добит} = \text{Нето добит} \times \text{Стопа задржавања добити} = 440 \times 0.50 = 220$$

$$\text{Имовина} = \text{Приходи од продаје} / \text{Обрт имовине} = 4400 / 1.2121 = 3630$$

$$\text{Капитал} = \text{Капитал } \textit{Година 2} + \text{Задржана добит} = 2200 + 220 = 2420 \text{ (66.7\%)}$$

$$\text{Обавезе} = \text{Имовина} - \text{Капитал} = 3630 - 2420 = 1210 \text{ (33.3\%)}$$

$$\text{Финансијски левериц} = \text{Имовина} / \text{Капитал}_{\text{бор}} = 3630 / 2200 = 1.65$$

Као што је показано у овим калкулацијама, уколико приходи од продаје ове компаније расту у складу са „одрживом” стопом раста ( $g^*$ ) од 10%, њене обавезе ће, и даље, остати на 33,3% имовине и његова финансијска моћ мјерена односом Имовина / Капитал<sub>бор</sub>, и даље ће бити 1,65. Такође, треба имати на уму да је имовина у 3. години већа за 10% него у години 2. Будући да није било посебних захтјева за улагање у имовину, имовина ће расти по истој стопи као и приходи од продаје. У сваком случају, неопходно је тестирати ситуацију у којој је стопа раста прихода од продаје већа од 10%, нпр. 20%.

Резултат раста прихода од продаје у 3. години од 20% је:

$$\text{Приходи од продаје} = \text{Приходи од продаје } \textit{Година 2} \times (1.20) = 4,000 \times 1.20 = 4800$$

$$\text{Нето добит} = \text{Приходи од продаје} \times \text{Профитна маржа} = 4800 \times 0.10 = 480$$

$$\text{Задржана добит} = \text{Нето добит} \times \text{Стопа задржавања добити} = 480 \times 0.50 = 240$$

$$\text{Имовина} = \text{Приходи од продаје} / \text{Обрт имовине} = 4800 / 1.2121 = 3960$$

$$\text{Капитал} = \text{Капитал } \textit{Година 2} + \text{Задржана добит} = 2200 + 240 = 2440 \text{ (61.6\%)}$$

$$\text{Обавезе} = \text{Имовина} - \text{Капитал} = 3960 - 2440 = 1520 \text{ (38.4\%)}$$

$$\text{Финансијски левериц} = \text{Имовина} / \text{Капитал}_{\text{бор}} = 3960 / 2200 = 1.80$$

Претходна калкулација показује да уколико приходи од продаје порасту за 20%, доћи ће до повећања обавеза компаније у проценту од 33,3% на 38,4% имовине компаније. Порашће и утицај полуге финансијског леверица са 1.65 на 1.80.

Насупрот наведеном, утицај полуге финансијског леверица ће се смањити, ако приходи од продаје компаније буду расли по стопи нижој од њене „одрживе” стопе раста. На примјер, калкулацију ефеката раста прихода од продаје по стопи од 5% презентујемо у наставку:

$$\begin{aligned} \text{Приходи од продаје} &= \text{Приходи од продаје } \textit{Година 2} \times (1.05) = 4,000 \times 1.05 = 4200 \\ \text{Нето добит} &= \text{Приходи од продаје} \times \text{Профитна маржа} = 4200 \times 0.10 = 420 \\ \text{Задржана добит} &= \text{Нето добит} \times \text{Стопа задржавања добити} = 420 \times 0.50 = 210 \\ \text{Имовина} &= \text{Приходи од продаје} / \text{Обрт имовине} = 4200 / 1.2121 = 3465 \\ \text{Капитал} &= \text{Капитал } \textit{Година 2} + \text{Задржана добит} = 2200 + 210 = 2410 \text{ (69.6\%)} \\ \text{Обавезе} &= \text{Имовина} - \text{Капитал} = 3465 - 2410 = 1055 \text{ (30.4\%)} \\ \text{Финансијски левериц} &= \text{Имовина} / \text{Капитал}_{\text{бор}} = 3465 / 2200 = 1.58 \end{aligned}$$

Уколико приходи од продаје порасту за само 5%, обавезе компаније ће се смањити са 33,3% на 30,4% имовине компаније. Опашће и утицај полуге финансијског леверица са 1.65 на 1.58.

Дакле, уколико профитабилност компаније, стопу задржавања добити и имовину одржавамо на константном нивоу, утицај полуге финансијског леверица ће бити значајнији ако приходи од продаје расту по стопи већој од стопе „одрживог” раста од 10%, и обрнуто, утицај полуге финансијског леверица ће се смањити ако приходи од продаје буду расли по стопи мањој од стопе „одрживог” раста од 10 %.

Као што је приказано претходним примјерима, модел „одрживе” стопа раста прихода од продаје је једноставан за коришћење и даје прихватљиву процјену максималног нивоа раста прихода од продаје који посматрана компанија треба да достигне, с обзиром на њену текућу профитну маржу, стопу задржавања добити, управљање имовином и утицај финансијског леверица. Уколико раст прихода од продаје једне компаније прелази  $g^*$ , а та компанија не повећа своју профитну маржу, стопу задржавања добити, обрт имовине, или не прибави додатни капитал од власника, онда је неминовно да раст прихода од продаје (а тако и раст имовине) мора бити финансиран путем интензивнијег дејства финансијске полуге. На крају, компанија ће остати без капацитета да се додатно задужује, њени кредитори ће одбити додатне кредитне захтјеве, и то ће проузроковати неликвидност компаније. У оваквој ситуацији, компанија неће имати пуно избора него да успори раст продаје или прибави додатни капитал од власника.

У сваком случају, несклад између очекиваног раста прихода од продаје и процијењене стопе „одрживог” раста је упозоравајући сигнал да у будућем периоду слиједе финансијске потешкоће у пословању ове компаније. Калкулација и процјена „одрживе” стопе раста може бити веома погодан

начин да се провјери конзистентност пословних планова и будућих пословних пројекција компаније. Менаџмент, најчешће, списак својих жеља своди на следеће: висок раст прихода од продаје, низак ниво дуга, избјегавање разводњавања капитала и високих дивиденди.

Као што је то често случај у животу, и ови циљеви су идеализовани и углавном у супротности једни са другима, што је најбоље признати одмах него се кајати послје када буде касно и компанија буде неликвидна и пред вратима стечаја.

У сваком случају, модел „одрживе” стопа раста јесте добар начин извођења анализе осетљивости на кључне варијабле које утичу на раст прихода од продаје компаније.

### **3. Примјена модела на примјеру нефинансијских компанија које котирају на Бањалучкој берзи**

У овом раду користили смо податке из расположивих и јавно објављених финансијских извјештаја 31 нефинансијске компаније које су излистане на котацији Бањалучке берзе. У наредном дијелу презентоваћемо калкулацију њихових „одрживих” стопа раста, као и компонентама калкулације о којима је било ријечи у претходном поглављу.

На Бањалучкој берзи организовано је трговање акцијама, обвезницама и краткорочним финансијским инструментима. Тржиште на Бањалучкој берзи састоји се од службеног берзанског тржишта и слободног берзанског тржишта. ХОВ могу бити уврштене на службено берзанско тржиште ако поред општих услова испуњавају и посебне услове везане за величину капитала, дисперзију власништва, перформансе пословања и објективност финансијског извјештавања.

Тако, хартије од вриједности се могу уврстити на службено берзанско тржиште ако испуњавају следеће опште услове:

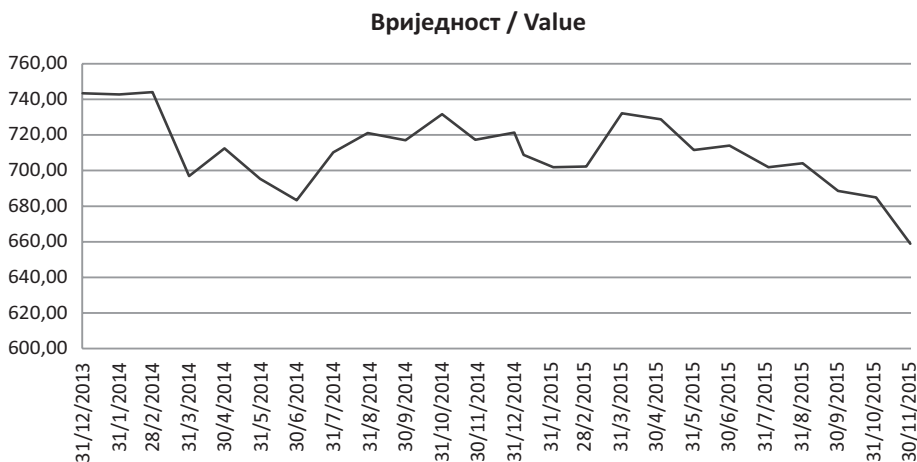
- да су у цјелини уплаћене,
- да су неограничено преносиве,
- да су емитоване у нематеријализованом облику.

Промет хартијама од вриједности на Бањалучкој берзи од оснивања па до друге половине 2007. године, био је у значајном и константном порасту. Индикативно је да је у периоду изузетне експанзије трговања, укупан промет у јануару 2007. године у односу на јануар 2006. године био већи за 170,15%, док је у фебруару 2007. године мјесечни промет достигао чак 80.263.747 КМ и био је већи у односу на фебруар 2006. године за 573,64%.

Вриједност индекса БИРС од краја новембра 2008. године је била око 1000 базних поена, док је његова вриједност од 11. децембра 2009. године

константно испод 1000 индексних поена. Вриједност индекса БИРС је на дан 2. августа 2010. године износила 801,27 поена, док је на дан 31. децембра 2010. године износила 956,12 индексних поена, а на дан 30. децембра 2011. године износила је 876,36 поена. Негативан тренд је настављан и у току 2012. и 2013. године. Вриједност индекса БИРС на дан 31.12.2015. године износила је 658,99 индексних поена.

Преглед кретања индекса БИРС за период од јануара 2014. године до децембра 2015. године приказан је на слици 3.1.



Слика 3.1. Кретање индекса БИРС за период од јануара 2014. године до децембра 2015. године. Извор: [www.blberza.com](http://www.blberza.com)

Кратком анализом тренда кретања индекса БИРС за поменути период може се закључити да је финансијско тржиште у Републици Српској у потпуном колапсу, те да оно не врши своје основне функције у погледу алокације и дистрибуције расположивих средстава на привредне активности које су селектоване од стране инвеститора као профитабилне. Напротив, тржиште је у дугорочној депресији која ће за крајњи резултата имати потпуни слом берзе и на тај начин финансијски систем Републике Српске остати без једног од кључних елемената што ће имати веома озбиљне економске и политичке посљедице.

Тражећи одговоре на питање зашто је то тако, неки аутори су анализирали посебне елементе функционисања Бањалучке берзе. Поменути аутори (Андрић и Вуковић, 2011) су у свом раду анализирали финансијске извјештаје предузећа са Бањалучке берзе (анализа финансијског, имовинског и приносног положаја 40 производних предузећа чијим акцијама се тргује на Бањалучкој берзи) и извршили оцјену финансијских перформанси датих предузећа. Резултати спроведеног истраживања указују на лоше



перформансе предузећа посматране кроз призму кључних детерминанти финансијског, имовинског и приносног положаја. Они сматрају да су минималне перформансе предузећа резултат нарушене финансијске равнотеже, угрожене ликвидности и солвентности, слабе ефикасности укупне имовине, ниске рентабилности и профитабилности. У закључку, они и не очекују значајније помаке у пословању ових предузећа. Поред наведених, Кестер и Радивојац (Кестер и Радивојац, 2011) провели су свеобухватно истраживање финансијске политике и праксе компанија чије акције котирају на Бањалучкој берзи. Истраживање је било фокусирано на три главна подручја финансијске политике и праксе: структура капитала, политика дивиденди и финансијско планирање. Резултати проведеног истраживања, између осталих закључака, указали су на специфичну перцепцију извршних директора о тржишној ефикасности. Наиме, само један од испитаника је вјеровао да су акције његове компаније фер цијењене на тржишту више од 80% времена, док је 36,4% испитаника навело да су акције њихове компаније фер цијењене „мање од 50% времена”. Аутори су оставили отворено питање да ли је наведена перцепција резултат (не)ефикасности Бањалучке берзе, или је последица глобалне финансијске кризе.

У нашем истраживању користили смо финансијске податке из јавно објављених финансијских извјештаја свих нефинансијских компанија које котирају на службеном тржишту акција Бањалучке берзе. Дакле, у фокусу нашег интересовања били су подаци за 2014. годину везани за 31 нефинансијску компанију која котира на службеном тржишту Бањалучке берзе. За наведене компаније извршили смо израчунавања стопе „одрживог” раста  $g^*$  као што је то презентовано у табели 3.1.

Дакле, у фокусу нашег интересовања били су подаци за 2014. годину везани за 31 нефинансијску компанију која котира на службеном тржишту Бањалучке берзе. Подаци који су нам били на располагању презентовани су у прилогу овог рада. За наведене компаније извршили смо израчунавања „одрживе” стопе раста. Резултати показују да само 3 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати „одрживу” стопу раста преко 5%. Такође, 10 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати „одрживу” стопу раста преко 1%.

С друге стране, захваљујући негативним показатељима које су исказали у својим финансијским извјештајима, 9 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе, наше калкулације упућују на „одрживу” стопу раста која је негативна, док 9 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати „одрживу” стопу раста од 0% до 1%.

Табела 3.1.  
Калкулација стпое „орживој” раста g\* за 31 нефинансијску компанију која коштира на службеном гвржишту Бањалучке берзе

Р. бр.	Ознака ХОВ	Назив ХОВ	Имовина	Обавезе	Нето добит	Капитал	Приходи од продаје	Исплата дивиденде	P	R	A	T	g*
1	ALPR-R-A	Алпро а.д. Власеница	17.889.150	1.815.904	782.281	16.073.246	19.896.335	45.744	3,93%	100,00%	1,112201	1,112977	4,87%
2	BLPV-R-A	Бањалучка пивара а.д. Бања Лука	48.497.314	25.879.458	6.418.023	22.617.856	40.592.061	300	15,81%	99,29%	0,836996	2,144205	28,17%
3	VOKS-R-A	Боксит а.д. Милићи	69.098.572	21.682.936	2.033.024	47.415.636	44.156.792	300	4,60%	99,99%	0,639041	1,457295	4,29%
4	BVRU-R-A	ЗТЦ Бања Вруница а.д. Теслић	44.032.970	5.026.938	1.151.361	39.006.032	12.939.897	300	8,90%	100,00%	0,293868	1,128876	2,95%
5	CELEX-R-A	СХП Целех а.д. Бања Лука	52.531235	43.946.549	936.261	8.584.686	74.902.467	300	1,25%	100,00%	1,425865	6,11918	10,91%
6	CISTR-A	Чистоћа а.д. Бања Лука	15.642.374	1.327.920	-122.987	14.314.454	8.139.422	300	-1,51%	100,00%	0,520344	1,092768	-0,86%
7	DEST-R-A	Хемијска индустрија дестилација а.д. Теслић	28.419.386	3.260.300	293.300	25.159.086	15.440.911	300	1,90%	100,00%	0,543323	1,129587	1,17%
8	EDPL-R-A	Електродистрибуција а.д. Пале	134.926.715	53.020.756	129.560	81.905.959	39.351.591	300	0,33%	100,00%	0,291652	1,647337	0,16%
9	EKBL-R-A	Електрокрајина а.д. Бања Лука	588.713.709	245.329.808	895.224	343.383.901	187.210.296	300	0,48%	100,00%	0,317999	1,714448	0,26%
10	EKHC-R-A	Електрохерцеговина а.д. Требиње	64.419.726	17.616.341	250.694	46.803.385	23.675.460	300	1,06%	100,00%	0,367519	1,37639	0,54%
11	ELBJ-R-A	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	267.307.465	92.797.320	96.840	174.510.214	83.534.470	300	0,12%	100,00%	0,312503	1,531758	0,06%
12	ELDO-R-A	Електро Добој а.д. Добој	220.975.256	29.401.593	116.669	191.573.663	62.901.727	300	0,19%	100,00%	0,284655	1,153474	0,06%
13	ELVA-R-A	Евацо а.д. Бијељина	21.738.919	21.026.536	-3.330.711	712.383	5.444.120	300	-61,18%	100,00%	0,250432	30,51577	-467,54%
14	HEDR-R-A	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	626.900.047	43.518.767	4.352.749	583.381.280	30.502.511	3.430.017	14,27%	21,20%	0,048656	1,074597	0,16%
15	HELV-R-A	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	270.172.163	23.831.753	3.904.336	246.340.410	19.378.222	300	20,15%	100,00%	0,071725	1,096743	1,58%
16	HETR-R-A	Хидроелектране на Требишњици а.д. Требиње	1.013.869.645	411.051.551	6.120.283	972.764.094	61.303.493	5.018.632	9,98%	18,00%	0,060465	1,042256	0,11%
17	HPKD-R-A	ХПК а.д. Козарска Дубица	32.398.884	7.195.105	-713.997	25.203.779	13.439.287	300	-5,31%	100,00%	0,414807	1,285477	-2,83%

Р. бр.	Ознака ХОВ	Назив ХОВ	Имовина	Обавезе	Нето добит	Капитал	Приходи од продаје	Исплата дивиденде	Р	А	Т	g*
18	JLLC-R-A	Јелинград Ливар Ливница челика а.д. Бања Лука	50.845.901	20.921.963	4.414.971	29.923.938	13.090.340		33,73%	100,00%	1.699171	14,75%
19	KRPT-R-A	Крајинапетрол а.д. Бања Лука	19.295.971	1.013.368	9.672	18.282.603	39.278.876		0,02%	100,00%	1.055428	0,05%
20	METL-R-A	Метал а.д. Градшкана	18.326.266	11.147.600	-1.635.966	7.178.666	20.950.805		-7,81%	100,00%	1.443212	-22,79%
21	MIRA-R-A	Мира а.д. Приједор	29.632.697	6.856.862	802.218	22.775.835	18.351.631		4,37%	100,00%	1.301059	3,52%
22	MRDN-R-A	Меридиан а.д. Бања Лука	15.059.766	5.211.816	372.070	9.847.950	8.049.463		4,62%	100,00%	1.529229	3,78%
23	POST-R-A	Поште Српске а.д. Бања Лука	86.720.207	20.929.561	590.441	65.790.646	50.000.888		1,18%	100,00%	1.318124	0,90%
24	RFUM-R-A	Рафинерија уља а.д. Модрича	204.920.308	14.117.199	-2.431.141	190.803.109	52.605.524		-4,62%	100,00%	1.073988	-1,27%
25	RITE-R-A	РИТЕ Гацко а.д. Гацко	542.560.068	101.556.521	-9.926.793	441.003.547	110.844.774		-8,96%	100,00%	1.230285	-2,25%
26	RTEU-R-A	РИТЕ Угљевик а.д. Угљевик	488.068.670	63.373.127	-11.015.543	424.695.543	124.669.931		-8,84%	100,00%	1.14922	-2,59%
27	TLKM-R-A	Телеком Српске а.д. Бања Лука	859.512.496	162.089.321	106.495.400	697.423.175	477.053.860	106.403.447	22,32%	0,09%	1.232412	0,01%
28	VDBL-R-A	Водовод а.д. Бања Лука	74.743.381	14.776.086	49.058	59.967.295	14.887.187		0,33%	100,00%	1.246402	0,08%
29	VITA-R-A	Витаминка а.д. Бања Лука	51.755.823	13.797.854	21.137	37.957.969	15.846.868		0,13%	100,00%	1.363503	0,06%
30	ZERS-R-A	Жељезнице РС а.д. Добој	599.634.331	313.512.958	-33.801.927	286.121.373	45.168.192		-74,84%	100,00%	2.095734	-11,81%
31	ZTPR-R-A	Житопромет а.д. Бијељина	12.666.755	3.318.298	-541.213	9.348.457	17.119.358		-3,16%	100,00%	1.351519	-5,79%

Извор: аутори, [www.blberza.com](http://www.blberza.com)

Уколико ове резултате посматрамо у контексту резултата добијених анализом кретања индекса БИРС, релевантан је показатељ стања и кретања тржишта акција у Републици Српској, може се закључити да је финансијско тржиште у Републици Српској у потпуном колапсу, те да оно не врши своје основне функције у погледу алокације и дистрибуције расположивих средстава на привредне активности које су селектоване од стране инвеститора као профитабилне. Напротив, тржиште је у дугорочној депресији која ће за крајњи резултат имати потпуни слом берзе и на тај начин финансијски систем Републике Српске оставити без једног од кључних елемената, што ће имати веома озбиљне економске и политичке посљедице.

Као што је речено, одрживост раста сваке компаније можемо анализирати на неколико начина, али најједноставнији приступ подразумева анализу максималне брзине раста прихода од продаје у контексту међусловљености и утицаја на профитабилност компаније, политику дивиденди, управљање имовином и финансијски левериџ.

Полазећи од премисе да приходи од продаје било које компаније не могу да расту по стопи већој од „одрживе” стопе раста, резултати наших калкулација показују да је једино могућ раст стимулисан прибављањем додатног капитала од власника компанија будући да 28 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати стопу „одрживог” раста мању од 5%, те да је раст могуће стимулисати једино прибављањем додатног капитала.

## Закључак

У овом истраживачком пројекту прикупили смо одговарајуће податке, извршили њихову анализу и процијенили одрживост стопа раста нефинансијских компанија које котирају на службеном тржишту акција Бањалучке берзе. Одрживост раста сваке компаније могуће је анализирати на неколико начина, али најједноставнији приступ подразумева анализу максималне брзине раста прихода од продаје у контексту међусловљености и утицаја на профитабилност компаније, политику дивиденди, управљање имовином и финансијски левериџ.

Приходи од продаје било које компаније не могу да расту по стопи већој од „одрживе” стопе раста, изузев ако је у кратком року раст подстакнут позитивним утицајем једног или више поменутих параметара повећања перформанси, или је раст стимулисан прибављањем додатног капитала.

Компаније чији приходи од продаје расту по стопама већим од њихових „одрживих” стопа раста, уз финансирање раста задуживањем и уз максимално коришћење ефеката финансијске полуге, неминовно ће имати финансијске проблеме у свом пословању и у коначници завршити у стечају.

Оригинални „одрживи” модел стопа раста је развијен од стране Хигинса. Хигинс и Џонсон су испитивали и анализирали утицај инфлације на одрживу стопу раста компаније. Кестер је у својим дискусијама на ову тему говорио о томе како комерцијалне банке могу да користе овај приступ приликом анализе кредитног захтјева клијената и то као један од водећих индикатора могућег уласка у финансијске проблеме клијената банке. У сваком случају, несклад између очекиваног раста прихода од продаје и процијењене стопе „одрживог” раста је упозоравајући сигнал да у будућем периоду слиједи финансијске потешкоће у пословању ове компаније. Калкулација и процјена „одрживе” стопе раста може бити веома погодан начин да се провјери конзистентност пословних планова и будућих пројекција компаније.

Кратком анализом тренда кретања индекса БИРС за поменути период може се закључити да је финансијско тржиште у Републици Српској у потпуном колапсу, те да оно не врши своје основне функције у погледу алокације и дистрибуције расположивих средстава на привредне активности које су селектоване од стране инвеститора као профитабилне. Напротив, тржиште је у дугорочној депресији која ће за крајњи резултата имати потпуни слом берзе и на тај начин финансијски систем Републике Српске оставити без једног од кључних елемената, што ће имати веома озбиљне економске и политичке посљедице.

Тражећи одговоре на питање зашто је то тако, неки аутори су анализирали посебне елементе функционисања Бањалучке берзе. Андрић и Вуковић (2011) су у свом раду анализирали финансијске извјештаје предузећа са Бањалучке берзе (анализа финансијског, имовинског и приносног положаја 40 производних предузећа чијим акцијама се тргује на Бањалучкој берзи) и извршили оцјену финансијских перформанси датих предузећа. Резултати спроведеног истраживања указују на лоше перформансе предузећа посматране кроз призм у кључних детерминанти финансијског, имовинског и приносног положаја. Они сматрају да су минималне перформансе предузећа резултат нарушене финансијске равнотеже, угрожене ликвидности и солвентности, слабе ефикасности укупне имовине, ниске рентабилности и профитабилности. У закључку, они и не очекују значајније помаке у пословању ових предузећа.

Дакле, у фокусу нашег интересовања били су подаци за 2014. годину везани за 31 нефинансијску компанију која котира на службеном тржишту Бањалучке берзе.

Резултати до којих смо дошли показују да само 3 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати „одрживу” стопу раста преко 5%. Такође, 10 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати „одрживу” стопу раста преко 1%.

С друге стране, захваљујући негативним показатељима које су исказали у својим финансијским извјештајима, 9 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе, наше калкулације упућују на „одрживу” стопу раста која је негативна, док 9 од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати „одрживу” стопу раста од 0% до 1%.

Полазећи од премисе да приходи од продаје било које компаније не могу да расту по стопи већој од „одрживе” стопе раста, резултати наших калкулација показују да је једино могућ раст стимулисан прибављањем додатног капитала од власника компанија будући да 28 од од 31 нефинансијске компаније које котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе могу имати стопу „одрживог” раста мању од 5%, те да је раст могуће стимулисати једино прибављањем додатног капитала.

Резимирајући све што је претходно наведено, може се закључити да било какав „експлозивни” или нагли раст прихода од продаје компаније из нашег узорка није реално очекивати, јер су унутрашње резерве којим би тај раст био генерисан већ потрошене, и не постоје у великом дијелу посматраних компанија, те без озбиљне докапитализације од стране власника поменутих компанија добар дио њих реално може завршити у стечају.

## Литература

- Андрић, М. и Вуковић, Б. (2011). Анализа финансијских извјештаја и оцена перформанси (предузећа котираних на Бањалучкој берзи). У *Зборник радова 15. конгреса СРПРС: Рефлексије међународних стандарда финансијској извјештавања на рачуноводство, ревизију и његовине финансије*. Теслић: СРПРС, стр. 491-509.
- Higgins, R. C. (2011). *Analysis for Financial Management*. 10. ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, pp. 123-148.
- Higgins, R. C. (1977). How Much Growth Can a Firm Afford? *Financial Management*, vol. 6, No. 3, pp. 7-16.
- Higgins, R. C. (1981). Sustainable Growth Under Inflation. *Financial Management*, vol. 10, No. 4, pp. 36-40.
- Johnson, D. J. (1981). The Behavior of Financial Structure and Sustainable Growth in an Inflationary Environment. *Financial Management*, vol. 10, No. 4), pp. 30-35.
- Кестер, Џ. и Радивојац, Г. (2011). Истраживање финансијске политике и праксе компанија које котирају на Бањалучкој берзи. У *Зборник радова 6. међународној симпозијума о корпоративном управљању: Корпоративно управљање – моттор или оловне ноге развоја*. Теслић: СРПРС, стр. 243-263.
- Kester, G.W. (2002). How Much Growth Can Borrowers Sustain? *The RMA Journal*, vol. 84, No. 10, pp. 49-53.  
www.blberza.com

## Прилог

Р. бр. ХОВ	Ознака ХОВ	Назив ХОВ	Задњи дан трговања	Укупна имовина	Обртна имовина	Укупне обавезе	Краткорочне обавезе	Нераспоређени добитак	Пословни добитак	Тржишна капитализација	Књиговодствена вредност капитала	Приходи од продаје
1	ALPR-R-A	Алпро а.д. Власеница	20.3.2009.	17,889,150	7,893,458	1,815,904	1,683,605	884,995	902,201	8,433,835	16,073,246	19,896,335
2	BLPV-R-A	Бањалучка пивара а.д. Бања Лука	9.4.2015.	48,497,314	14,943,556	25,879,458	15,703,370	6,418,023	7,842,199	22,229,451	22,617,856	40,592,061
3	VOKS-R-A	Боксит а.д. Милићи	14.4.2015.	69,098,572	17,129,981	21,682,936	10,907,767	11,705,758	3,126,068	10,372,603	47,415,636	44,156,792
4	BVRU-R-A	ЗТЦ Бања Врућица а.д. Теслић	16.4.2015.	44,032,970	3,876,489	5,026,938	2,623,416	1,968,843	1,427,579	21,840,115	39,006,032	12,939,897
5	CELX-R-A	СХП Целек а.д. Бања Лука	17.4.2008.	52,531,235	28,856,846	43,946,549	43,632,026	936,260	1,002,735	15,982,724	8,584,686	74,902,467
6	CIST-R-A	Чистоћа а.д. Бања Лука	7.4.2015.	15,642,374	3,579,149	1,327,920	1,219,649	0	-189,922	6,088,900	14,314,454	8,139,422
7	DEST-R-A	Хемијска индустрија дестилација а.д. Теслић	1.4.2015.	28,419,386	8,870,952	3,260,300	1,748,162	883,230	388,584	6,109,060	25,159,086	15,440,911
8	EDPL-R-A	Електро-дистрибуција а.д. Пале	14.4.2015.	134,926,715	16,346,264	53,020,756	23,340,175	16,663,842	284,925	3,475,098	81,905,959	39,351,591
9	EKBL-R-A	Електрокрајина а.д. Бања Лука	24.3.2015.	588,713,709	145,925,636	245,329,808	155,517,960	13,761,231	1,960,902	13,841,493	343,383,901	187,210,296
10	EKHC-R-A	Електрохерцеговина а.д. Требиње	27.11.2014.	64,419,726	8,688,156	17,616,341	9,213,677	1,730,844	325,146	2,405,816	46,803,385	23,675,460
11	ELVJ-R-A	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	20.3.2015.	267,307,465	37,650,787	92,797,320	38,851,399	37,031,315	2,422,696	7,620,417	174,510,214	83,534,470
12	ELDO-R-A	Електро Добој а.д. Добој	26.2.2015.	220,975,256	29,005,649	29,401,593	3,126,833	61,488,167	426,986	18,048,417	191,573,663	62,901,727
13	ELVA-R-A	Елвац а.д. Бијељина	26.9.2014.	21,738,919	3,158,851	21,026,536	11,019,867	0	-2,329,608	4,025,317	712,383	5,444,120
14	HEDR-R-A	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	16.4.2015.	626,900,047	96,962,069	43,518,767	9,475,907	31,497,193	5,137,212	145,845,253	583,381,280	30,502,511
15	HELV-R-A	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	7.4.2015.	270,172,163	26,082,278	23,831,753	4,044,786	19,741,637	4,568,329	42,170,049	246,340,410	19,378,222
16	HETR-R-A	Хидроелектране на Требишњици а.д. Требиње	20.4.2015.	1,013,869,645	79,633,861	41,105,551	11,547,905	70,140,878	6,966,832	165,620,604	972,764,094	61,303,493

Р. бр. Ознака ХОВ	Назив ХОВ	Задњи дан тровања	Укупна имовина	Обртна имовина	Укупне обавезе	Краткорочне обавезе	Нераспо- ређени добитак	Пословни добитак	Тржишна капитализа- ција	Књиго- водствена вредност капитала	Приходи од продаје
17	HPKD-R-A ХПК а.д. Козарска Дубица	29.9.2009.	32.398,884	4.308,821	7.195,105	5.278,477	0	-503,929	7,966,277	25,203,779	13,439,287
18	JLCS-R-A Јелшиград Ливар Ливница челика а.д. Бања Лука	7.9.2012.	50,845,901	4,931,202	20,921,963	15,488,859	4,414,971	4,998,175	4,866,216	29,923,938	13,090,340
19	KRPT-R-A Крајинапетрол а.д. Бања Лука	3.2.2014.	19,295,971	3,807,924	1,013,368	891,417	507,537	-632,571	9,158,405	18,282,603	39,278,876
20	METL-R-A Метал а.д. Градишка	27.5.2013.	18,326,266	7,721,023	11,147,600	10,502,795	0	-1,704,254	5,064,485	7,178,666	20,950,805
21	MIRA-R-A Мира а.д. Приједор	15.12.2014.	29,632,697	9,023,485	6,856,862	5,855,553	3,262,173	857,201	4,655,356	22,775,835	18,351,631
22	MRDN- R-A Меридиан а.д. Бања Лука	24.11.2014.	15,059,766	8,549,219	5,211,816	4,459,714	1,001,935	541,506	3,529,160	9,847,950	8,049,463
23	POST-R-A Поште Српске а.д. Бања Лука	24.3.2015.	86,720,207	11,800,298	20,929,561	19,886,328	590,441	599,677	6,006,906	65,790,646	50,000,888
24	RFUM- R-A Рафинерија Уља а.д. Модрича	8.1.2015.	204,920,308	24,220,519	14,117,199	7,664,738	0	-2,288,517	47,412,500	190,803,109	52,605,524
25	RITE-R-A РИТЕ Гацко а.д. Гацко	9.4.2015.	542,560,068	30,832,469	101,556,521	57,209,837	9,599,091	-8,153,337	33,816,429	441,003,547	110,844,774
26	RTEU-R-A РИТЕ Уљевик а.д. Уљевик	27.3.2015.	488,068,670	59,114,203	63,373,127	18,184,419	59,669,417	-9,623,767	38,657,988	424,695,543	124,669,931
27	TKVM-R-A Телеком Српске а.д. Бања Лука	20.4.2015.	859,512,496	178,565,118	162,089,321	134,006,652	59,199,703	119,126,353	796,041,683	697,423,175	477,053,860
28	VDBL-R-A Водовод а.д. Бања Лука	2.9.2013.	74,743,381	14,236,667	14,776,086	2,483,001	246,277	128,274	17,717,081	59,967,295	14,887,187
29	VITA-R-A Витаминка а.д. Бања Лука	18.12.2014.	51,755,823	20,663,901	13,797,854	12,492,478	578,765	680,463	2,911,510	37,957,969	15,846,868
30	ZERS-R-A Жезланице РС а.д. Добој	20.4.2015.	599,634,331	42,450,396	313,512,958	139,858,380	0	-19,858,949	7,849,785	286,121,373	45,168,192
31	ZTPR-R-A Жипромет а.д. Бијељина	5.12.2014.	12,666,755	6,533,877	3,318,298	3,318,298	2,777,193	-413,283	4,941,343	9,348,457	17,119,358

Извор: [www.blberza.com](http://www.blberza.com)